

Dentro de sus filiales principales están Isapre Cruz Blanca e Integramédica

Humphreys ratifica clasificación de bonos de Bupa Chile (Ex – Cruz Blanca Salud) en “Categoría A”

Santiago, 12 de mayo de 2015. **Humphreys**, decidió mantener en “Categoría A”, con tendencia “Estable”, la línea de bonos y títulos de deuda inscritos por **Bupa Chile S.A. (Ex - Cruz Blanca Salud S.A.) (Bupa Chile)**.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Bupa Chile** 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.

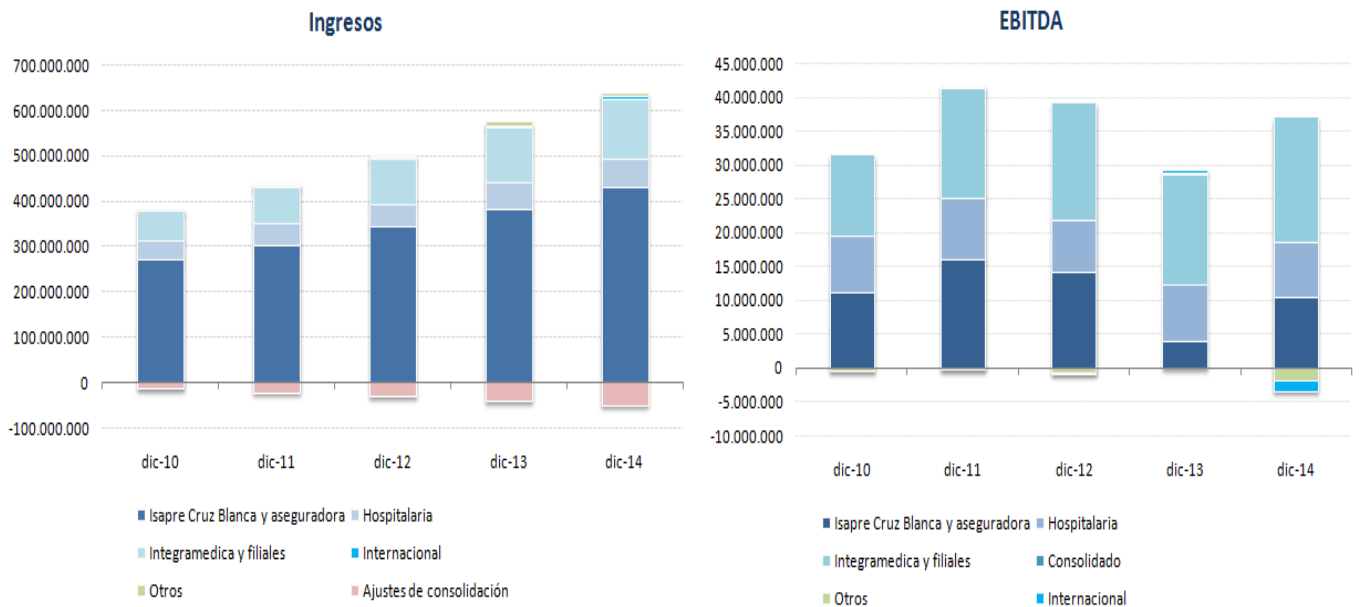
Sumado a lo anterior, otra de las fortalezas que respaldan esta clasificación es el *know how* con que disponen los controladores del emisor, Bupa. Estos cuentan con presencia en 190 países con 29 millones de clientes y 65 años de experiencia en el sector de la salud, ofreciendo desde seguros hasta atención hospitalaria. Además, los controladores tienen la capacidad de aportar fondos en caso que el emisor lo requiera para sus planes de expansión; esto se constata cuando se observa que el patrimonio de Cruz Blanca representa sólo el 3,7% del de Bupa, además de la clasificación de solvencia que posee Bupa es de Baa2 (grado de inversión).

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, tomando como referencia y extrapolando el valor bursátil de empresas de la salud que transan en bolsa.

En forma complementaria, como fortaleza se ha incluido la relevancia y posicionamiento de las filiales operativas en sus respectivos mercados. Integramédica es una de las principales redes de centros de atención médica del país, pese a operar principalmente en la región metropolitana. Isapre Cruz Blanca tiene una participación de mercado del orden del 21,8% en términos de ingresos, mientras que en términos de cotizantes poseen el 21,2% 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.

Ilustración 1

Composición de los ingresos y el EBITDA por segmentos (M\$)



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

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.

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

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

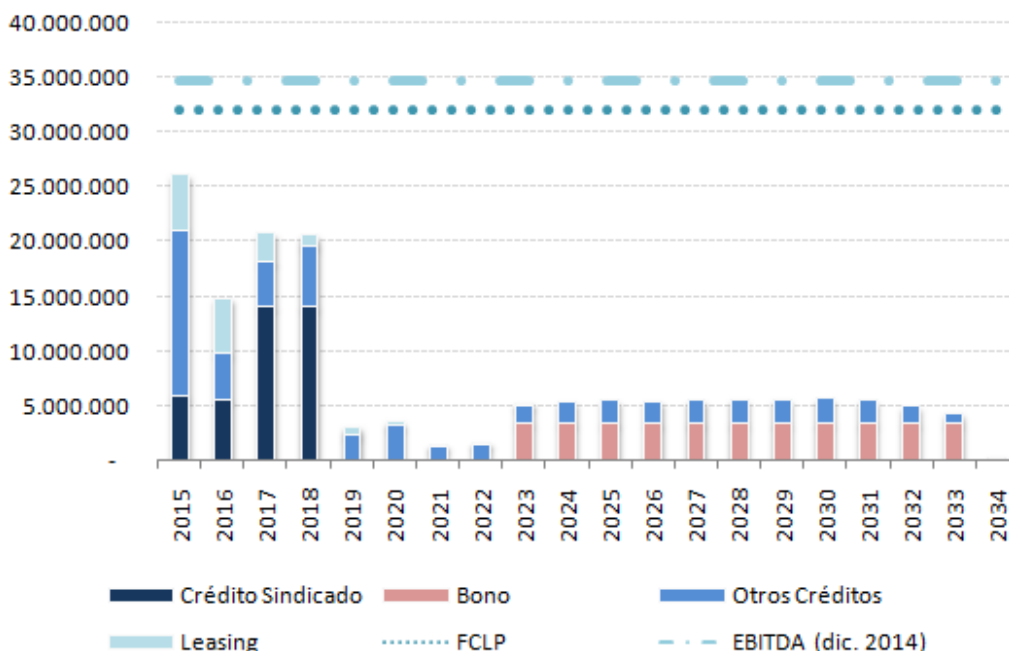
La necesidad de una clínica en la Región Metropolitana, por su parte, se explica para generar sinergias y eficiencias con el negocio de Integramédica, el cual se desarrolla básicamente dentro del Gran Santiago. En este contexto, se tiene que considerar que la competencia relevante de **Bupa Chile** dispone 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 de la denominada "Clínica Santiago", ubicada en la comuna de la Florida, inversión que se estima alcanzaría en una primera fase US\$ 170 millones para implementar 314 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).

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.

Respecto a los años 2011 y 2012 se observa un incremento en el endeudamiento relativo – desde las tres veces a las cinco veces, promedio– debido a la caída en la rentabilidad de los negocios 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 de la sociedad producto del financiamiento de la clínica en construcción¹. 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 Bupa.

Ilustración 2
Perfil de amortizaciones
 (Miles de pesos)



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 Cruz Blanca, 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 Anglolab.

Durante 2014 la empresa alcanzó ventas consolidadas por de \$591.252 millones (US\$ 974,5 millones²), aportando Isapre Cruz Blanca, Integramédica y las clínicas aproximadamente el 72%, 22% y 10% de dichos ingresos, respectivamente. En términos de EBITDA, en tanto, que en 2014 ascendió a \$ 33.777 millones (US\$ 55,7 millones), la distribución fue en torno al 30,9%, 54,4% y 24,5%³, en el mismo orden. A la misma fecha la empresa mantenía deuda financiera por \$160.634 millones (US\$ 264,7 millones) y un patrimonio por \$191.537 millones (US\$ 315,7 millones).

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

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 2014: \$ 606,75/US\$.

³ La diferencia se explica por el ítem el área internacional de la empresa que genera EBITDA negativo que alcanza un -4,8% del total y otros que representa -5,1%.

Contacto en **Humphreys**:

Elisa Villalobos H.

Teléfono: 56 – 22 433 5200

E-mail: elisa.villalobos@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

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

E-mail: ratings@humphreys.cl

<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".