

Primeras líneas de bonos de Cruz Blanca Salud

Humphreys clasifica líneas de bonos de Cruz Blanca Salud en Categoría A

Santiago, 20 de junio de 2012. **Humphreys** clasificó en "Categoría A" con tendencia "Estable" las líneas de bonos inscritas por **Cruz Blanca Salud S.A. (Cruz Blanca)**.

Con fecha 19 de junio de 2012, **Cruz Blanca** inscribió en los registros de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) dos líneas de bonos por un monto de UF 4.000.000 cada una, con los números 722 y 723. No obstante, la emisión máxima con cargo a dichas líneas no podrá ser superior a UF 4.000.000.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de las líneas de bonos de **Cruz Blanca** 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 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, 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 Chile, que gasta en torno al 7% del Producto Interno Bruto en este ítem, el consumo per cápita en bienes y servicios de salud es alrededor de US\$ 700 dólares, mucho menor al de los países desarrollados (que superan los US\$ 3.000 e incluso llegan a US\$ 7.500 per cápita).

En forma complementaria, como fortaleza se ha incluido la red de atención con que cuenta **Integramédica** (catorce centros médicos), la que efectúa más de cuatro millones de atenciones anuales, sobre tres millones de exámenes y además cuenta con ingresos diversificados por consultas médicas, laboratorios, imagenología y atención dental. En lo relativo a la **isapre**, ésta presenta 79 sucursales en todo el país, cerca de 299.000 cotizantes (567.000 beneficiarios) y una participación de mercado del orden del 20% en términos de cotizantes y un 21% en términos de ingresos. Las clínicas, por su parte, se constituyen como los principales centros de alta complejidad de sus respectivas regiones, con una oferta conjunta de 358 camas y un nivel de ocupación aceptable del 57%.

La clasificación de riesgo no desconoce la fortaleza de las marcas con que operan las distintas unidades: **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 de extensa trayectoria en todas las filiales operativas, 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.

Paralelamente, como elemento positivo, se incluye el persistente crecimiento de ingresos y del EBITDA en los últimos cinco años, tanto del conjunto de clínicas como de los centros médicos (**Integramédica**), situación que en el caso de estos últimos se refuerza por el acceso a economías de escala que se ha traducido en un incremento del margen EBITDA/ingresos.

La clasificación efectuada y, por ende, la categoría de riesgo asignada, incorporó la decisión del emisor de construir en el mediano plazo una clínica en Santiago con una inversión estimada de US\$ 102 millones. Esta obra conlleva los riesgos propios de un proyecto (sobreplazo y sobrecosto) y la incertidumbre respecto de si la ejecución y operación de la clínica incrementarán, en definitiva, el valor de la empresa. En contraposición, el normal funcionamiento de la clínica reforzaría significativamente el modelo de negocio del emisor, toda vez que los centros de atención de Integramédica se encuentran ubicados mayoritariamente en la Región Metropolitana (sinergia entre establecimientos de consultas médicas y centros hospitalarios).

Otros riesgos considerados en el proceso de evaluación son aquellos referidos a las isapres, sector altamente sensible a incrementos en la siniestralidad y expuesto tanto a cambios regulatorios (AUGE y Plan Garantizado de Salud, por ejemplo) como a la competencia del Estado a través de Fonasa (al menos en ciertos sectores socio-económicos). El análisis también incluye la concentración de los flujos en pocos puntos de venta (centros médicos o clínicas que representan entre el 8% y 10% del EBITDA), la concentración de las cuentas en un número reducido de deudores (en todo caso, con una alta calidad crediticia), y las necesidades de inversión dada la rápida obsolescencia del equipamiento médico.

A diciembre 2011, el *holding* obtuvo ingresos por \$ 415.583 millones, lo que corresponde a un aumento de 13,1% respecto de 2010, lo que se explica básicamente por la incorporación de Integramédica. El 70% de los ingresos provino de Isapre Cruz Blanca, el 19% de Integramédica y el 11% del área clínicas (compuesta por la Clínica Reñaca, Clínica Antofagasta y Clínica San José). Los costos de explotación a igual período han aumentado un 11,7% respecto de 2010, un incremento menor tuvieron los gastos de administración y ventas, alcanzando un 7,0%. Con respecto al EBITDA, éste tuvo una variación positiva de 40,2%, llegando a \$ 43.633 millones a diciembre 2011, principalmente por el efecto de Integramédica que explica el 40% del total del EBITDA del *holding*. La Isapre Cruz Blanca, pese a representar gran parte de los ingresos de la compañía, aporta al EBITDA total un porcentaje similar al de Integramédica (39%), dado el menor nivel de márgenes EBITDA/Ingresos. A la misma fecha la empresa mantenía una deuda financiera por \$ 127.269 millones y un patrimonio por \$ 179.848 millones. El primer trimestre de 2012 la empresa obtuvo ingresos por \$ 111.047 millones con un EBITDA de \$ 13.197 millones. Su deuda financiera en tanto, ascendía a \$ 127.820 millones, muy similar a la que tenía al cierre de 2011.

A futuro, producto del plan de inversiones y de financiamiento de la empresa, que incluye la emisión de bonos en el mercado de oferta pública, la deuda financiera debiera incrementarse en cerca de UF 2 millones, lo cual, en el corto plazo, implicaría un alza en el indicador de deuda financiera sobre EBITDA, situación que posteriormente se revertiría en la medida que las nuevas inversiones se vayan rentabilizando, sin perjuicio del efecto favorable que pudieren tener sobre la generación de flujos las medidas que está aplicando la administración para hacer más eficientes los negocios ya consolidados.

Cruz Blanca es un *holding* del rubro salud que, a través de empresas filiales, participa en el negocio de seguros y de prestaciones ambulatorias y hospitalarias propias del área. Sus subsidiarias operativas son Isapre Cruz Blanca, Integramédica (red de centros médicos) y tres clínicas ubicadas en las ciudades de Arica, Antofagasta y Viña del Mar. Si bien la sociedad se ha constituido recientemente como un *holding*, todas sus filiales presentan una larga trayectoria.

Contacto en **Humphreys**:
Verónica Vargas M.
Teléfono: 562 – 433 5200
E-mail: veronica.vargas@humphreys.cl

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile
Fono (562) 433 5200
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".