



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Cambio de Clasificación

A n a l i s t a s

Felipe Guerra T.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

felipe.guerra@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Bupa Compañía de Seguros de Vida S.A.

(ex Cruz Blanca Compañía de Seguros de Vida S.A.)

Septiembre 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Póliza Tendencia	A+ ¹ Favorable ²
Estados financieros	Junio de 2018

Balance IFRS						
M\$	2013	2014	2015	2016	2017	jun-18
Inversiones	2.381.775	3.459.122	5.158.376	6.564.697	7.441.106	7.433.746
Total cuentas de seguros	0	177.221	448.292	1.326.540	2.238.889	1.004.042
Participación del reaseguro en las reservas técnicas	0	2.961	20.134	63.876	103.342	62.701
Otros activos	357.715	724.989	1.076.956	1.293.592	1.837.195	1.937.956
Total activos	2.814.868	4.424.939	6.759.450	9.264.996	11.517.190	10.375.744
Reservas técnicas	261.455	1.183.103	2.206.200	3.157.403	3.366.869	2.613.991
Deudas por operaciones de seguro	0	51.336	185.956	297.719	1.071.821	736.698
Otros pasivos	277.848	451.539	752.923	2.567.861	2.131.153	1.277.382
Patrimonio	2.275.565	2.738.961	3.614.371	3.242.013	4.947.347	5.747.673
Total pasivos y patrimonio	2.814.868	4.424.939	6.759.450	9.264.996	11.517.190	10.375.744

Estado de resultado IFRS						
M\$	2013	2014	2015	2016	2017	jun-18
Margen de contribución	74.449	579.793	1.031.080	1.893.397	1.826.201	1.147.660
Prima directa	382.384	3.458.552	6.040.029	10.360.318	11.791.131	4.607.166
Prima cedida	0	4.426	80.206	427.647	863.984	356.542
Prima retenida	382.384	3.454.126	5.959.823	9.932.671	10.927.147	4.250.624
Costo de siniestros	177.265	2.049.925	3.820.082	6.820.345	8.937.534	3.321.317
R. intermediación	0	276.475	412.106	880.983	586.064	167.574
Costo de administración	738.309	1.799.078	2.226.291	2.721.192	3.143.062	1.616.144
Resultado de inversiones	35.597	68.463	101.718	142.994	71.362	60.845
Resultado final	-461.340	-796.674	-674.590	-372.358	-794.666	-199.674

¹ Clasificación anterior: Categoría A.

² Tendencia anterior: Estable.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Bupa Compañía de Seguros de Vida S.A. (Bupa Vida) es una compañía que forma parte del grupo Bupa Chile y que se orienta al negocio de seguros de vida, a través de pólizas con coberturas en complementarios de salud y accidentes personales³.

Bupa Chile S.A. (Ex - Cruz Blanca Salud S.A.), matriz de la sociedad de seguros, es un *holding* del rubro salud que, a través de empresas filiales, participa en el negocio de seguros y otorga prestaciones ambulatorias y hospitalarias propias del área. Sus subsidiarias operativas son Isapre Cruz Blanca, Bupa Compañía Seguros de Vida, Integramédica (red de centros médicos), cuatro clínicas ubicadas en las ciudades de Arica, Antofagasta, Viña del Mar y recientemente en Santiago, la empresa de hospitalización domiciliaria Clinical Service y el área internacional compuesta por Resomasa, Integramédica Perú y Anglolab. A abril de 2018, esta compañía fue clasificada en "Categoría A+" con tendencia "Favorable" por **Humphreys**.

A junio de 2018, la compañía aseguradora presentó una prima directa de aproximadamente de \$ 4.607 millones (a diciembre de 2017 fue de \$ 11.791 millones), reservas técnicas por \$ 2.613 millones y un patrimonio de \$ 5.747 millones. En ese período operó en cinco ramos distintos del área de la salud, finalizando con 134.955 pólizas vigentes, de las cuales el 52,9% corresponde a Salud Masivos.

El aumento de clasificación desde "Categoría A" a "Categoría A+", junto al cambio de tendencia desde "Estable" a "Favorable", se sustenta en calificación de solvencia de su matriz (Bupa Chile S.A.), junto con el hecho que la compañía de seguros se integra dentro del modelo de negocios del grupo que busca sinergia en el área de salud mediante la oferta de clínicas, centros de atención y protección de salud. En este sentido, existe correlación de intereses entre la matriz y la aseguradora y capacidad de apoyo de la primera hacia la segunda.

Otro factor que apoya la clasificación, es el perfil conservador de las inversiones mantenidas a la fecha de clasificación, presentando una alta cobertura de las reservas netas (cerca al 290%) con bonos bancarios e instrumentos del estado. Además se destaca un endeudamiento bajo si se compara con las otras compañías de seguros de vida que no participan de seguros previsionales.

Entre los elementos que restringen la nota otorgada se consideran la baja participación de mercado en términos de prima, situación que afecta negativamente el logro de economías de escala, y las utilidades

³ Hasta diciembre de 2017, la compañía emitió pólizas de SOAP pero por decisión estratégica, se suspendió su comercialización.

negativas que posee desde el inicio de sus operaciones. No obstante, se reconoce que son factores que podrían mejorar en paralelo al desarrollo natural del negocio.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Apoyo de la matriz en el ámbito operativo, de control y sinergias con el grupo.

Fortalezas complementarias

- Bajo endeudamiento relativo.
- Perfil conservador en su cartera de inversiones.

Riesgos considerados

- Elevada concentración en su cartera de productos.
- Baja participación de mercado, lo que afecta negativamente el logro de economías de escala.
- Rentabilidad negativa desde el inicio de operaciones

Definición de categoría de riesgo

Categoría A

Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una buena capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Hechos recientes

Según estados financieros a junio de 2018, la compañía alcanzó una prima directa de \$ 4.607 millones, reteniendo el 92,2% de ésta. El primaje se distribuyó en los ramos “salud individual” (6,7%), “temporal vida colectivo” (5,2%), “salud colectivo” (36,4%), “salud masivos” (51,1%) e “incapacidad o invalidez” y “accidentes personales” (0,6% y 0,04% respectivamente)

El margen de contribución alcanzado para este periodo fue de \$ 1.147 millones, que equivalía al 25,4% del primaje directo. Por ramos agrupados, el margen de contribución se distribuyó en 1,0%, 27,4% y 71,6% entre “individuales”, “colectivos” y “masivos”.

Los costos de administración del primer semestre de 2016 alcanzaron los \$ 1.789 millones, equivalentes al 35,1% de la prima directa. A junio del presente año, la empresa reportó un resultado final con pérdidas por \$ 199 millones.

Oportunidades y fortalezas

Importante apoyo de su matriz: La aseguradora es parte del grupo Bupa Chile S.A., un *holding* del rubro salud que forma parte de un grupo internacional del mismo nombre. Su línea de bonos ha sido calificada en “Categoría A+” por **Humphreys**. El soporte que brinda su matriz se ha reflejado en aumentos de capital y en el apoyo con infraestructura y operaciones, en especial, para reducir los costos en forma significativa. Bupa Chile, durante el ejercicio anual de 2017, tuvo ingresos por \$ 790.324 millones y utilidades por \$ 8.817 millones, finalizando con un patrimonio de \$ 210.102 millones (\$ 217.386 millones a junio de 2018)

Cartera de inversiones conservadora: Las inversiones totales de la compañía alcanzan los \$ 7.433 millones y equivalen a 2,9 veces sus reservas técnicas. De esta cartera, casi la totalidad corresponde a renta fija (88%), concentrada en instrumentos de bajo riesgo, de los cuales el 73% de esta cartera de renta fija son bonos que exhiben una clasificación igual o superior a “Categoría AA+”. La estrategia de inversión es definida por un comité de inversiones. Además, el hecho que las inversiones se concentren en valores de renta fija de corto plazo (*duration* aproximada de 0,6 años según lo informado por la compañía), reduce significativamente los riesgos de cambios de tasas de interés.

Bajo nivel de endeudamiento: La empresa presenta un endeudamiento total de 0,81 veces, medido como pasivo exigible sobre el patrimonio, indicador que se encuentra por debajo de lo observado en el segmento de empresas que no participan en el negocio de seguros previsionales, Este bajo endeudamiento tiene directa relación con un aumento de capital de mil millones de pesos y disminución de las reservas (eliminación del ramo SOAP), y que a juicio de la clasificadora, le permitiría sustentar el crecimiento presupuestado en el corto plazo y parte del mediano plazo (más a futuro dependerá de la capacidad de generar utilidades y de la políticas de reparto de dividendos).

Factores de riesgo

Alta concentración de márgenes: A junio de 2018 presenta una alta concentración en los tramos de salud representando con respecto al margen de contribución, un 93,8% entre el individual, colectivo y masivos. (esta última línea de negocios representa el 71,58% del margen). En este sentido, la compañía se ve expuesta a posibles fluctuaciones en los flujos de esos ramos, ya que cada contrato influye de manera significativa en su cartera (a pesar que cada póliza está desagregada en numerosos afiliados). A juicio de la

clasificadora, una ampliación de las líneas de negocio contribuiría positivamente a reducir la exposición de los ingresos ante la posible pérdida de clientes y/o a una disminución en los niveles de precios.

Baja participación de mercado: La estrategia de nicho que posee la compañía hace que su cuota global de mercado sea reducida. Esta situación genera limitantes para alcanzar economías de escala y la exponen a estrategias de precio por parte de compañías de mayor tamaño (atenuado en parte por el apoyo de la matriz). A junio de 2018, la participación en reservas técnicas con respecto al mercado es de 0,01%.

Rentabilidades negativas: Desde el inicio de las operaciones, la aseguradora ha presentado resultados negativos en su última línea, lo que se explica por el natural crecimiento y desarrollo de este negocio y que también se ha podido apreciar en la industria de seguros. Como atenuante se espera conseguir en el mediano plazo el *break even*, lo que evitaría tener que inyectar capital al patrimonio por parte de la matriz para compensar las pérdidas anuales.

Antecedentes generales

Propiedad

Bupa Seguros de Vida fue constituida el 10 de enero de 2013 y su objetivo es el desarrollo de los seguros individuales y colectivos, enfocados principalmente en las líneas de salud, temporal vida y accidentes personales.

Aun cuando la sociedad inició sus operaciones hace pocos años, presenta un plan de negocios cuya estrategia está claramente definida y posee perfiles de cargo de los principales ejecutivos debidamente especificados. El organigrama de la organización, al 30 de junio de 2018, es el que se presenta en la Ilustración 1.

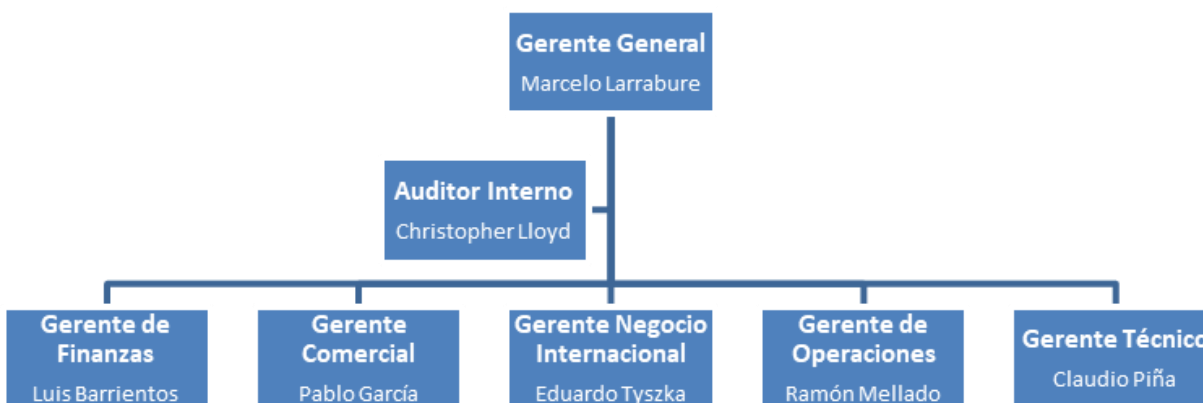


Ilustración 1: Organigrama **Bupa Vida**

La aseguradora es parte de Bupa Chile S.A., un *holding* del rubro salud que forma parte de un grupo internacional del mismo nombre (pertenece al grupo Bupa Sanitas Chile Uno Spa, que a su vez pertenece al grupo Bupa con sede en el Reino Unido).

Durante 2017 la matriz alcanzó ventas consolidadas de \$790.325 millones (US\$ 1.285,6 millones), aportando Isapre CruzBlanca y la Compañía de Seguros Bupa, Integramédica y las clínicas (incluyendo Clinical Service) un 73,4%, un 22,5% y un 10,6% de dichos ingresos, respectivamente. El EBITDA, en tanto, ascendió a \$38.491 millones en 2017 (US\$ 62,6 millones), siendo la distribución en torno a un 21,7% para la Isapre; un 57,9% para los centros médicos y un 24,2% para las clínicas. Al cierre del año pasado, la empresa mantenía una deuda financiera por \$172.477 millones (US\$ 280,6 millones) y un patrimonio por \$210.102 millones (US\$ 341,8 millones).

Los cuatro segmentos de la compañía operan como una red y generan sinergias comerciales y de costos: aseguradora (Isapre Cruz Blanca y Compañía Bupa Seguros de Vida), servicios hospitalarios (clínicas y hospitalización domiciliaria), servicios ambulatorios (Integramédica) y el área internacional (con operaciones en Perú). A continuación, se describen las áreas de negocios:

Área aseguradora: Compuesta, en lo fundamental, por Isapre CruzBlanca a la que se le agregó, a fines de 2013, la Compañía de Seguros Cruz Blanca. La isapre tiene una participación de mercado de 22,5% en términos de ingresos. Este segmento representó, aproximadamente, el 73,4% de los ingresos totales del holding en 2017.

Área prestadora hospitalaria: Compuesta por Clínica Reñaca, Clínica Bupa Antofagasta, Clínica San José y Clinical Service (hospitalización domiciliaria), ubicadas en la regiones de Valparaíso, Antofagasta y de Arica y Parinacota, respectivamente, con un total de 345 camas y una ocupación promedio de 57% los últimos dos años. Durante el año 2018, comenzará a operar la Clínica Bupa Santiago. A diciembre de 2017, este segmento de negocio representa el 10,6% 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 el centro médico Bupa Chile S.A. Consulta Dra. Pilar Gazmuri. El área cuenta con 38 centros médicos distribuidos en cinco regiones (30 de ellos en la Región Metropolitana). Representa alrededor del 22,5% de los ingresos del *holding*.

Área internacional: Incluye la gestión de Cruz Blanca Salud Perú, Resomasa (dedicada a los servicios de diagnóstico por imágenes), Anglolab (laboratorio) e Integramédica Perú. Esta última comenzó recientemente su operación. El área internacional representa el 1,2% de los ingresos de la empresa.

Cartera de productos

La compañía tiene como objetivo el desarrollo de los seguros individuales y colectivos enfocados en las líneas de salud. La distribución de la cartera de productos en el primer semestre de 2018—en términos de prima directa—se presenta en la Ilustración 2. (Desde enero de 2018 ya no se emiten pólizas de SOAP).

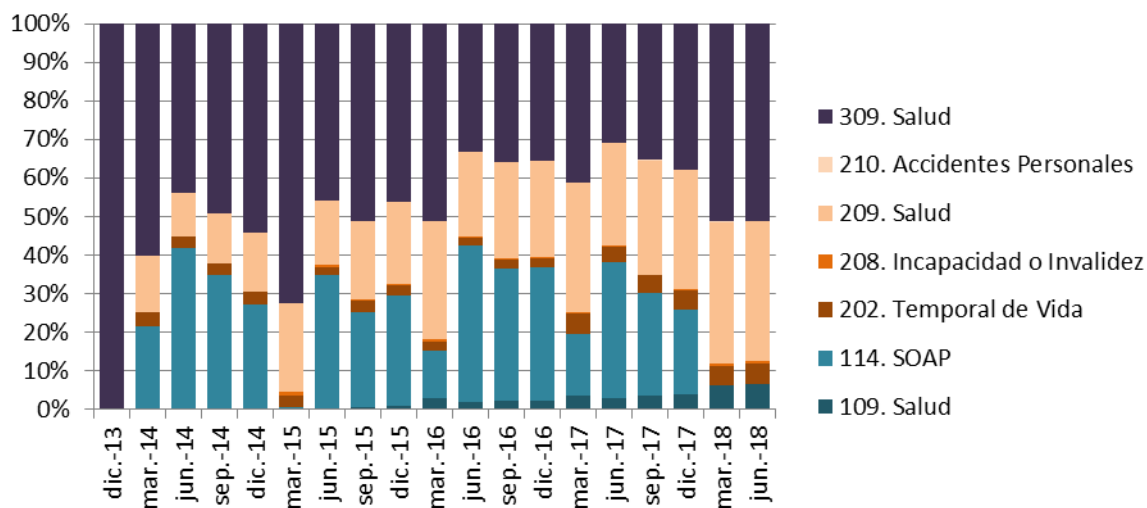


Ilustración 2: Distribución de la prima directa

Inversiones

Las inversiones de la compañía, a junio de 2018, se realizan principalmente en bonos bancarios, instrumentos del estado y depósitos a plazo. La composición de los activos financieros (medidos como porcentaje de las reservas técnicas) y su clasificación, en el caso de la renta fija, se presentan en la Ilustración 3 e Ilustración 4.

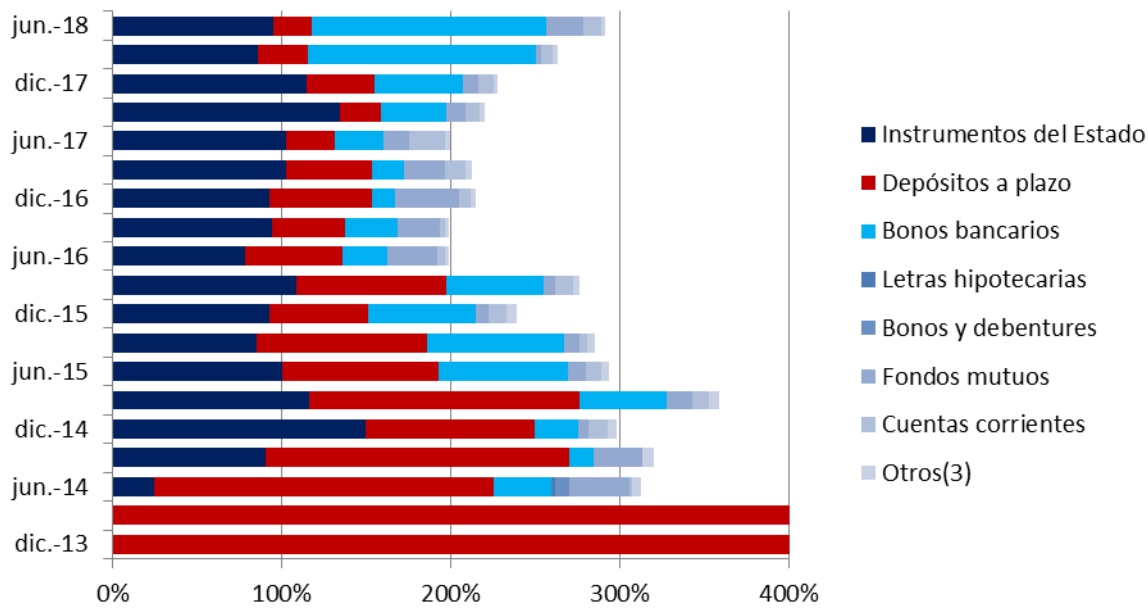


Ilustración 3: Inversiones sobre reservas técnicas

Se logra apreciar una estrategia conservadora de las inversiones representativas de reservas. A la fecha de clasificación, un 65% de los instrumentos con *rating* correspondían a categoría AAA.

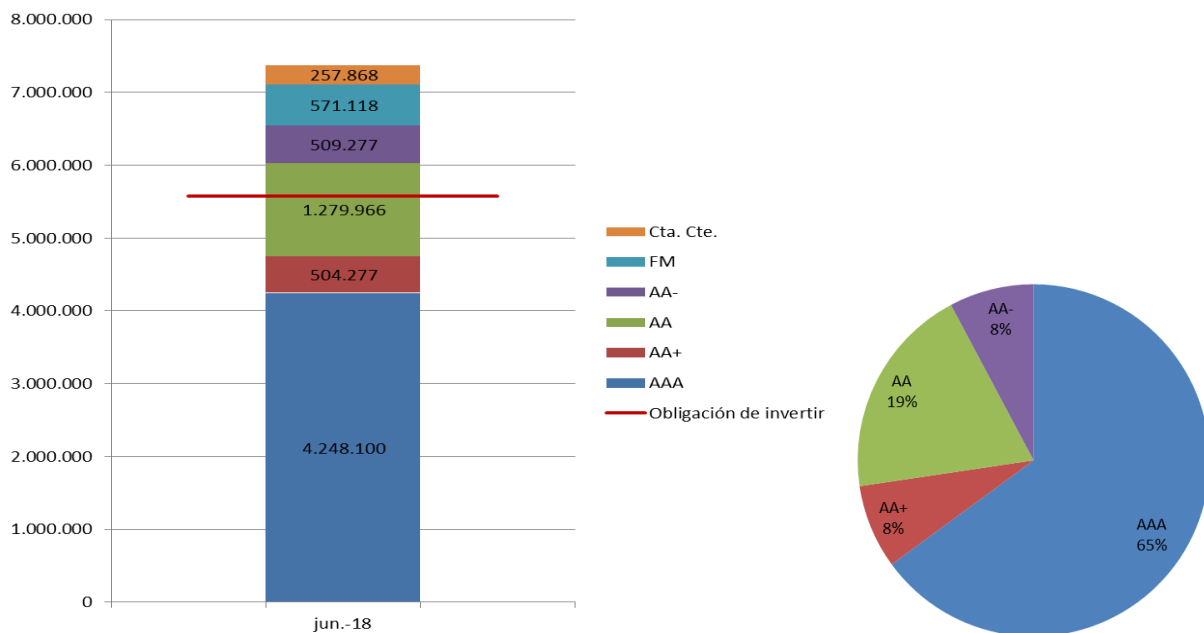


Ilustración 4: Distribución por clasificación de riesgo a junio de 2018

Análisis financiero

Rendimiento técnico y siniestralidad

El rendimiento técnico⁴ del primer semestre de 2018 resultó positivo para la mayoría de los ramos (menos en SOAP donde tienen cartera en *run off*.) Su rendimiento técnico global, alcanzó un 27,0%, superior al 10,0% en el mismo periodo del año anterior. En la **iError! No se encuentra el origen de la referencia.** Ilustración 5 se presenta el rendimiento técnico de la compañía y del mercado.

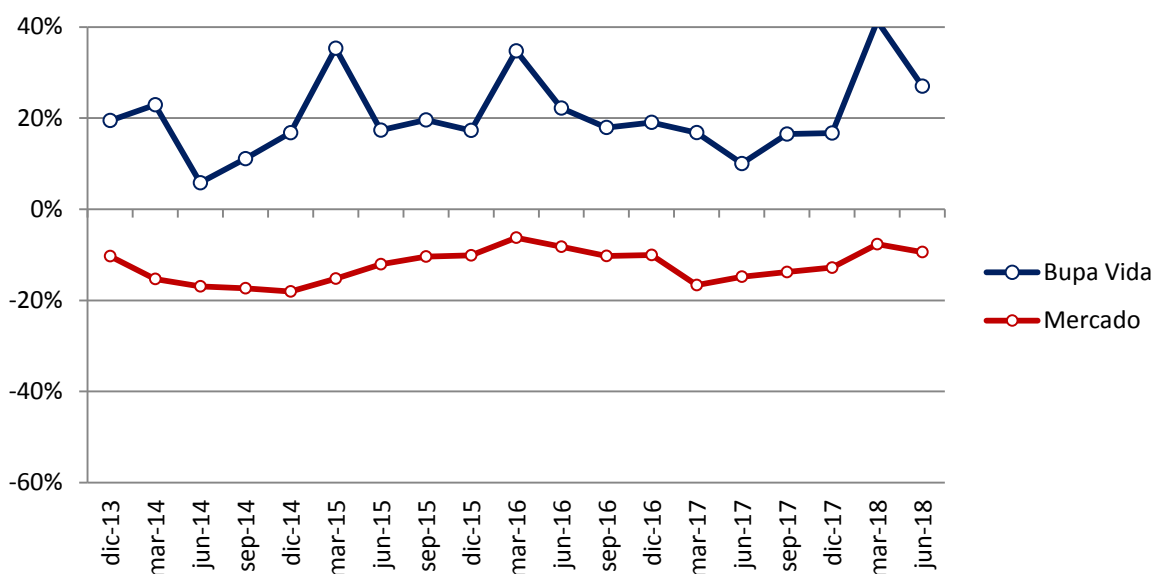


Ilustración 5: Rendimiento técnico de Bupa frente al mercado relevante

La siniestralidad⁵ por su parte, a junio de 2018, alcanzó un valor de 420,4% en individual (influenciado por siniestros de las pólizas de SOAP que ya no poseen prima retenida), 71,2% para el ramo de colectivos, 65,8% para salud masivos y 78,1% como siniestralidad global. Los indicadores respectivos se pueden observar en la Ilustración 6 mientras que en la Ilustración 7 se puede observar la comparación con el mercado.

⁴ Calculado como margen de contribución sobre prima retenida.

⁵ Calculado como costo de siniestros sobre prima retenida.

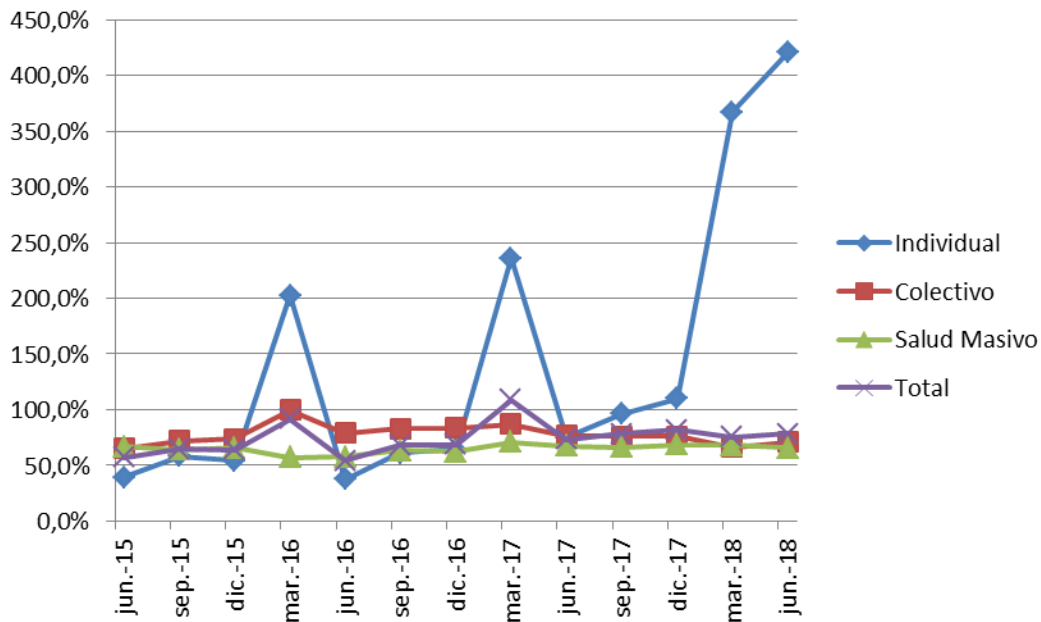


Ilustración 6: Siniestralidad **Bupa Vida**

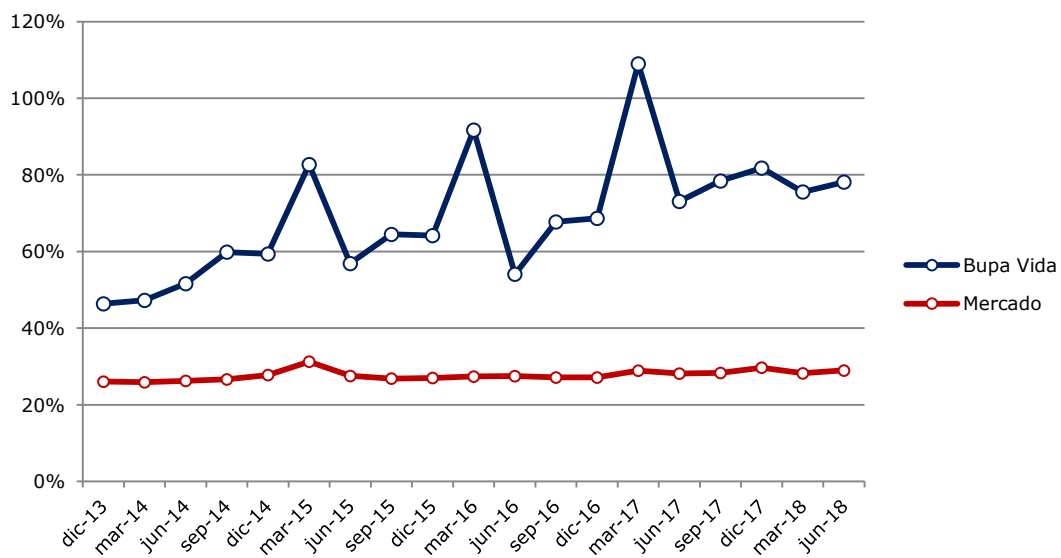


Ilustración 7: Siniestralidad de Bupa frente al mercado a junio de 2018

Eficiencia y endeudamiento

En el primer semestre de 2018 el indicador de costos de administración sobre prima directa fue de 35% para la compañía, superior al mercado que presenta un 12%⁶. El endeudamiento (medido como pasivo exigible sobre patrimonio) de **Bupa Seguros de Vida** se ubica por debajo del mercado (0,81 veces contra 10,4), debido a que el mercado incorpora a aseguradoras que venden rentas vitalicias, línea de negocios con elevado apalancamiento financiero, además del aumento de capital realizado a la compañía. Sin embargo, al compararla con compañías similares en cuanto a modelo de negocio se ubica debajo de éstas.

Tabla 1: Ratios de **Bupa Vida** frente al mercado

	Mercado relevante			Bupa Seguros de Vida		
	GAV sobre Prima Directa	Resultado sobre Prima Directa	Endeudamiento	GAV sobre Prima Directa	Resultado sobre Prima Directa	Endeudamiento
IV-2014	14%	8%	9,67	52%	-23%	0,61
I-2015	13%	9%	9,54	67%	-17%	0,72
II-2015	12%	8%	9,77	41%	-14%	0,68
III-2015	12%	7%	9,86	43%	-13%	0,68
IV-2015	12%	8%	9,80	37%	-11%	0,86
I-2016	11%	9%	9,53	40%	1%	0,76
II-2016	11%	7%	9,81	26%	-1%	1,36
III-2016	11%	7%	9,82	27%	-4%	1,53
IV-2016	11%	7%	9,93	26%	-4%	1,84
I-2017	12%	14%	9,80	33%	-11%	1,93
II -2017	12%	11%	9,97	26%	-11%	1,51
III -2017	12%	11%	9,85	27%	-7%	1,24
IV-2017	13%	10%	10,14	27%	-7%	1,33
I-2018	12%	7%	10,12	35%	5%	0,86
II -2018	12%	7%	10,36	35%	-4%	0,81

⁶ Se entiende que existen productos con menos intensidad en gastos de administración, como la venta de rentas vitalicias, y otros que requieren mayor soporte administrativos, como salud. También influyen otros aspectos, como modelo de negocio y canales de distribución.

"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."