



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Nexus Chile Health SpA

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Antonio González G.
Carlos García B.
antonio.gonzalez@humphreys.cl
carlos.garcia@humphreys.cl

FECHA
Septiembre 2021

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos	A-
Tendencia	Estable
EEFF base	30 junio 2021 ¹

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº1016 de 27.03.20
Serie A (BNXUS-A)	Primera emisión

M\$ de cada año	Estados de Resultados Consolidados IFRS				
	2017	2018	2019	2020	jun-21
Ingresos	209.923.766	292.192.782	296.894.978	287.632.050	139.155.913
Costo de ventas	-187.255.715	-240.813.879	-261.448.281	-226.675.601	-124.323.662
Ganancia bruta	22.668.051	51.378.903	35.446.697	60.956.449	14.832.251
Gastos de administración	-18.909.736	-35.983.113	39.789.357	-38.952.021	-16.067.744
Costos financieros	-371.078	-2.358.157	-3.917.503	-2.619.075	-1.166.407
Ganancia (pérdida)	24.115.981	10.022.544	-2.079.907	16.178.766	2.945.227
EBITDA ²	3.758.315	17.539.935	82.549.865	28.879.197	4.230.513

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de marzo de 2021. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de junio de 2021 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

² Definido como: Ganancia bruta – Gastos de administración + Otros ingresos – Otros Gastos + Depreciación.

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	jun-21
Activos corrientes	14.467.190	50.763.861	76.657.279	71.822.363	60.904.819
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.868.321	301.536	1.024.352	8.527.105	5.583.530
Activos no corrientes	82.427.588	96.738.406	124.594.144	101.062.313	110.056.545
Total de activos	96.894.778	147.502.267	201.251.423	172.884.676	170.961.364
Pasivos corrientes	59.673.944	96.194.008	146.075.708	60.506.825	70.423.976
Pasivos no corrientes	13.102.705	17.168.097	21.403.221	64.043.468	63.818.667
Total pasivos	72.776.649	113.362.105	167.478.929	124.550.293	134.242.643
Patrimonio	24.118.129	34.140.162	33.772.494	48.334.383	36.718.721
Total pasivos y patrimonio	96.894.778	147.502.267	201.251.423	172.884.676	170.961.364
Deuda financiera total	0	21.365.900	67.533.138	55.511.204	55.773.565

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Nexus Chile Health SpA (Nexus Chile Health), es la sociedad controladora de Isapre Nueva Masvida (99,99%) y de Nexus Intelligence SpA (entidad perteneciente 100% al grupo Nexus Chile SpA.). La isapre entrega seguros de salud bajo el sistema de previsión privado de Chile y, como tal, es una empresa regulada por la Superintendencia de Salud. Por su parte, Nexus Intelligence SpA, se orienta a incrementar y complementar los servicios entregados a los afiliados de la isapre.

Durante 2020, los ingresos consolidados de **Nexus Chile Health**, como grupo ascendieron a \$ 287.632 millones, con resultado de \$ 16.179 millones. Las filiales, Isapre Nueva Masvida tuvo un resultado de \$ 18.673 millones, mientras que Nexus Intelligence SpA, tuvo un resultado de \$ 1.868 millones. A junio de 2021, los ingresos del grupo alcanzaron los \$ 139.156 millones, por su parte, el resultado alcanzó los \$ 2.945 millones. La deuda individual de **Nexus Chile Health** a junio de 2021, asciende a \$ 55.774 millones.

La clasificación de la línea de bonos, en "Categoría A-", responde principalmente a la calidad del principal activo generador de flujos para el grupo, Isapre Nueva Masvida, tanto desde la perspectiva de su valor económico como de su nivel de riesgo. En efecto, dado las características del seguro de salud, que debiera tender a una siniestralidad en torno al 85% y gastos de administración sobre ingresos del 10%, es esperable que Isapre Nueva Masvida arroje resultados que en el largo plazo promedien entre \$ 10.000 millones y \$ 13.000 millones, al menos bajo períodos de normalidad, situación que permite que la relación entre la deuda financiera individual de **Nexus Chile Health** y las utilidades de esta sola filial, oscile entre las 3,5 y 4,5 veces.

La clasificadora, para efecto de la asignación del rating, también considera el bajo riesgo de la industria de isapres, en particular si los operadores presentan una amplia base de asegurados, y una administración técnica y profesional. Sin embargo, se observa una disminución en el tiempo en la cartera de clientes de la Isapre Nueva Masvisa, la que a junio de 2021 cuenta con 198.616 cotizantes y 322.289 beneficiarios (incluye cargas), las que

representan caídas de 3,4% con respecto a diciembre de 2020 y de un 7,8% con respecto a junio de 2020, en términos de cotizantes, número que si continúa disminuyendo podría afectar el flujo de caja de la compañía, pero susceptible de ser revertido en caso de concretarse la compra de la isapre Colmena. En cuanto a su equipo de ejecutivos, se destaca la experiencia de la gerencia general, comercial y de administración de control, todos con más de 15 años de ejercicio profesional y con diez años o más en el sector; lo cual, sumado al resto del personal y a la estructura de control, permite presumir una adecuada gestión del negocio.

Para efecto de la clasificación, también se ha considerado el potencial de Nexus Intelligence SpA. que, sustentado en la amplia base de afiliados que dispone la isapre del grupo. Durante 2020, la sociedad tuvo utilidades por \$ 1.868 millones; de esta forma, la relación entre la deuda financiera individual de **Nexus Chile Health** y las utilidades de sus dos filiales, oscilaría entre 4,2 veces y 8,5 veces³. Con todo, se espera que los ingresos se aproximen a los exhibido en 2019, ya que experimentaron una baja significativa durante 2020.

La categoría de riesgo asignada incluye, como elemento favorable que la isapre, principal activo del grupo, se desenvuelve en una industria regulada, lo cual limita el riesgo de sus operaciones, sobre todo si se presume que el organismo fiscalizador debiese mejorar su capacidad supervisora en la medida que acumula mayor experiencia a través del tiempo.

Tampoco es ajeno a la clasificación que el crecimiento económico del país y el correspondiente aumento del ingreso per cápita, debiera contribuir a incrementar el segmento de la población susceptible de contratar seguros de salud privada y, así, fortalecer la demanda del sector.

Como contrapartida, la clasificación de riesgo se ve restringida, tanto porque el grupo, en su actual estructura empresarial, presenta una historia muy acotada, como por los riesgos regulatorios que enfrenta el sector. La regulación, si bien en Chile tiende a ser bajo criterios técnicos, no es ajena a situaciones coyunturales que, sin afectar la viabilidad del negocio, puede presionar a la baja los resultados de un período particular; en este contexto, en parte, se entiende las pérdidas de Isapre Nueva Masvida en el primer semestre de 2019 y la fuerte caída en los resultados del sector, así como consecuencia de la pandemia, se vieron resultados negativos afectados por la extensión de las licencias postnatales.

Si bien el equipo profesional de la isapre tiene la formación y experiencia profesional necesaria para llevar a cabo una adecuada gestión, tal como lo muestran los resultados de 2017 y 2018, ello no es asimilable a exhibir un cometido, al menos aceptable, por un período prolongado de tiempo. Lo mismo, pero más acentuado, es aplicable para Nexus Intelligence. Con todo, se trata de un riesgo que se va diluyendo con el tiempo.

También, es preciso enfatizar que, si bien los riesgos regulatorios son inherentes a toda entidad regulada, en la actualidad ellos se acentúan en el mercado de las isapres dado que la autoridad ya ha manifestado su intención de efectuar cambios a la legislación del sector y, por otra parte, en opinión de la clasificadora, el ambiente social y político, comparado con décadas anteriores, está ejerciendo una mayor presión para que se produzcan modificaciones a la regulación de la industria. Obviamente un cambio, por sí mismo, no implica un deterioro en la solvencia de las firmas participantes en este sector económico; no obstante, siempre está latente que las modificaciones legales y normativas presenten fallas técnicas o que no logren capturar todas las implicancias que conllevan. A ello se debe agregar, la dificultad que han tenido todas las isapres para reajustar el precio de sus planes (muchas veces revocados por los tribunales de justicia). Más relevante aún es el hecho que existen sectores de la población que se inclinan por cambios en las bases del sistema de salud. Cabe señalar que durante julio del

³ Índices calculados en base a distintos escenarios sobre un promedio de las utilidades de las filiales de 2018, 2019 y 2020.

presente año fue publicada Ley 21.350 la que regularía las eventuales modificaciones a los precios base de los planes de salud.

Sin ser gravitante, la clasificación de riesgo incorpora que, dentro del mercado de isapres, los operadores suelen caracterizarse por insertarse en grupos que entregan variados servicios de salud y que financieramente presentan una situación sólida y solvente; todo ello favorece el grado de competitividad de sus competidores.

Adicionalmente, la clasificación no desconoce que, comparativamente, las isapres están más expuestas al riesgo de reputación y, por ende, presentarían mayor exposición a una eventual fuga masiva de clientes (afiliados), al margen que ello no se hubiese manifestado palmariamente en la realidad.

La perspectiva para la clasificación de la compañía se califica "Estable", considerando que no se evidencian elementos que pudieren afectar la capacidad de pago de los bonos, en el corto plazo. Con todo, la clasificadora estará atenta a dos variables importantes para efectos de la clasificación, la primera dice relación con la baja que ha experimentado el número de afiliados de la isapre y la segunda se asocia con la eventual compra de la isapre Colmena y su posterior fusión con Nueva MásVida, evento que fortalecería los ingresos y número de afiliados del grupo, contrarrestando los efectos negativos antes mencionados; pero que, en todo caso, debiese ser analizado evaluando el impacto de la transacción sobre el endeudamiento relativo resultante del emisor.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Características del negocio de isapres.
- Alto valor económico de sus inversiones.

Fortalezas complementarias

- Base de afiliados a la isapres.

Fortalezas de apoyo

- Equipo de profesionales.
- Potencial de Nexus Intelligence.
- Potencial crecimiento de la demanda.

Riesgos considerados

- Corta historia del grupo (en su actual estructura de negocio).
- Riesgos regulatorios (impacto limitado, por uso de criterios técnico en regulación).
- Riesgo reputacional.
- Fuerte competencia.

Hechos recientes

Enero-diciembre 2020

Al 31 de diciembre 2020, los ingresos consolidados de **Nexus Chile Health** sumaron \$ 287.632 millones, lo que corresponde a una disminución de 3,1% respecto de 2019, producto de menor recaudación de las cotizaciones previsionales.

Por su parte, los costos de ventas, a diciembre de 2020, cayeron un 13,3% respecto de igual período de 2019, alcanzando \$ 226.676, como consecuencia de menores costos relacionados a las licencias y cobertura de salud, a raíz de la pandemia. Los gastos de administración y ventas no tuvieron variación durante el 2020.

Como consecuencia, el resultado del ejercicio registró ganancias por \$ 16.179 millones, lo que representa un importante aumento respecto al año 2019 en el cual se registraron pérdidas por \$ 2.080 millones. El EBITDA también tuvo una variación importante, llegando a \$ 28.879 millones en 2020.

Resultados a junio 2021

Durante el primer semestre del presente año los ingresos de **Nexus Chile Health** presentaron una disminución de 6,1% respecto del mismo período de 2020, llegando a los \$ 139.156 millones. Por su parte, el costo de ventas aumentó en 10,1%, hasta los \$ 124.324 millones, lo cual se debe a un mayor uso de coberturas de salud. Los gastos de administración disminuyeron en 28,5%, debido menores provisiones de costas por recursos de protección presentados por alza de las primas. Como consecuencia, la ganancia bruta cayó 57,8%, hasta los \$ 14.832 millones.

El EBITDA⁴ de la compañía, por su parte, a junio de 2021 totalizó \$ 4.231 millones, inferior al EBITDA al mismo período del año anterior, el cual había alcanzado los \$ 16.062 millones.

Finalmente, durante el semestre el emisor registró ganancias por \$ 2.945 millones, lo que implicó una baja considerable en comparación con el primer semestre de 2020, en donde se habían registrado ganancias por \$ 9.592 millones.

⁴ EBITDA calculado como: Ganancia bruta - Gastos de administración - Otros gastos por función + depreciación.

Definición categoría de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"-": Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Valor económico de sus activos: De acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, el valor de los activos del emisor, si se determinan como múltiplo de sus utilidades, lo valores fluctúan entre 1,3 y 4,0 veces su deuda financiera directa (con desviación no relevante si se cambian los supuestos dentro de rangos razonables).

Negocio isapres: El negocio de las isapres consta de administrar el 7% de las cotizaciones de cada persona, otorgando prestaciones de salud de acuerdo al contrato. Para el periodo 2021 los beneficiarios del sistema llegan a 3.300.000, número que se ha mantenido estable durante los últimos años, mostrando una amplia base de asegurados sobre la cual operar, considerando que las isapres abiertas concentran el 97,6% de los beneficiarios, los cuales pueden elegir entre los seis operadores que actualmente se encuentran en el mercado. Adicionalmente, la operación del negocio de las isapres es supervisado por la Superintendencia de Salud, hecho que en opinión de la clasificadora fortalece las instancias de control de riesgos.

Equipo de ejecutivos: El equipo profesional de la isapre, sumado al resto del personal y a la estructura de control, tiene la formación y experiencia profesional con más de 15 años de ejercicio profesional y con diez años o más en el sector necesaria para llevar a cabo una adecuada gestión. Lo anterior, observado durante el proceso de integración de la cartera de clientes de la antigua Isapre Masvida, a su vez, esto también permitiría que, en el caso de implementarse reformas al sistema de salud en nuestro país, la compañía pueda adaptarse rápidamente a este cambio.

Crecimiento económico del país: Factores como la mayor esperanza de vida y el envejecimiento de la población hacen aumentar la demanda por servicios de salud, puesto que son el segmento con mayor necesidad de atención y servicios médicos. Por otro lado, el aumento del ingreso per cápita también influye en el crecimiento de la demanda por este tipo de servicios. Según mediciones independientes, el gasto total en salud en Chile representa el 9,3%⁵ del PIB, lo que levemente mayor al promedio de los países de la OCDE igual a 8,7%.

⁵ <https://data.oecd.org/healthres/health-spending.htm>.

Por otra parte, las políticas gubernamentales, por ejemplo plan Auge/GES, también favorecen el desarrollo del sector.

Factores de riesgo

Historia acotada: Si bien, el equipo de ejecutivos tiene amplia experiencia en la administración de organizaciones, **Nexus Chile Health** es una compañía relativamente nueva en el mercado, con reducida historia, lo que no permite aseverar que los resultados sean producto de las distintas estrategias que se hayan decidido, al poder estar orientadas a un horizonte de tiempo más amplio.

Riesgo del sistema isapre: La industria presenta niveles de siniestralidad en torno al 94,7% y los gastos de administración son del orden del 9,9% de los ingresos, lo que lleva a que las utilidades de la compañía en particular, y del sector en general, estén bastante expuestas a incrementos en los niveles de siniestralidad o de gastos, así como a errores en la estructuración de tarifas y a variaciones negativas en el IPC (los planes de las Isapres se expresan en Unidades de Fomento). Además, a toda la industria le está resultando más complejo traspasar los mayores costos por siniestros a precios, debido a los recursos de protección que interponen los afiliados en contra de las alzas de las isapres.

Por otra parte, teniendo en cuenta que el seguro obligatorio de salud está sujeto a regulaciones, que un porcentaje no menor de la ciudadanía tiende a percibir a la salud como un derecho que el Estado debe garantizar en forma relativamente igualitaria y que, además, este último actúa a través de Fonasa, se puede concluir que el sistema isapre presenta una particular exposición a cambios normativos que pueden afectar a los partícipes de la industria, ya sea directamente reduciendo su flexibilidad como agentes económicos, o indirectamente mejorando la salud pública (que para un segmento de la población actúa como alternativa a las isapres).

Los eventuales ajustes legales cobran mayor relevancia en una perspectiva de largo plazo y un ejemplo de los cambios en la regulación es la iniciativa de crear un Plan Garantizado de Salud (PGS). Asimismo, la implementación del plan Auge y el dictamen del Tribunal Constitucional en cuanto a no dar plena libertad a la diferenciación de tarifas por edad a la hora de reajustar los precios de planes de salud, son muestras de que, aunque de disímiles características, el sector salud presenta particularidades que hacen que las normas que lo rigen sean comparativamente menos estables que las de otros sectores.

Industria con un alto nivel de competencia: El mercado en que participan las isapres mantiene cerca de 3.300.000 beneficiarios que se reparten en seis operadores, con una fuerte competencia por incrementar las economías de escalas y la integración vertical.

Riesgo regulatorio: En el rubro de la salud, siempre está latente, ya sea en mayor o menor medida, el riesgo de que existan cambios en las regulaciones por medio de leyes, normativas, decretos y otros que pueden afectar la operación y/o ingresos de clínicas y en mayor instancia, las isapres, ya sea no permitiendo reajustes de precios, entre otros. Este riesgo, se acrecienta dado el escenario político y social actual

Riesgo de reputación: El riesgo de bajar la reputación de la compañía está presente constantemente, ya sea por algún acto y/o decisión interna o externa la cual podría perjudicar a la compañía ante una posible migración de clientes a la competencia.

Antecedentes generales

La compañía

Nexus Chile Health se creó en 2017 como controlador de la Isapre Nueva Masvida tras la adquisición de la cartera de clientes de la ex Isapre Masvida. Adicionalmente dentro de sus filiales se encuentra Nexus Intelligence. De esta manera, la isapre y Nexus Intelligence son las empresas operativas que generan los flujos para el grupo. De acuerdo con los estados financieros terminados al 31 de marzo de 2021, Isapre Nueva Masvida representa el 98,2% de los ingresos de Nexus.

A continuación, se muestra la estructura organizacional de la compañía:



Composición de los flujos

La estructura de flujos de **Nexus Chile Health** se desglosa en dos líneas de negocios: Isapre Nueva Masvida y Nexus Intelligence.

En términos de ganancia bruta, destaca la importancia de la Isapre Nueva Mavida, quien, durante el periodo 2020, representó más de un 95,6% de la ganancia bruta consolidada, guarismo que llega a 85,0% en el primer trimestre de 2021, en tanto que el 4,4% restante se originó en la operación de Nexus Intelligence.⁶

⁶No se analizó la descomposición de la ganancia total, puesto que durante el periodo 2019 esta variable presentó un valor negativo, lo cual genera distorsiones al ser analizada en términos de su estructura.

En términos de ingresos, también sobresale la Isapre Nueva Masvida a diciembre de 2020 un 98,9% del total, y a marzo de 2021 esta cifra registraba el 98,2% de los ingresos de la compañía.

En la Ilustración 1 se muestra la composición y evolución de los ingresos por línea de negocio.



Líneas de negocios

La operación de **Nexus Chile Health** se realiza a través de las filiales: Isapre Nueva Masvida SpA y Nexus Intelligence SpA.

Isapre Nueva MasVida SpA

La historia de la Isapre comienza en 1986, con el nombre de Ferrosalud S.A., isapre cerrada que brindaba servicios a los empleados de la Compañía Ferrocarriles del Estado (EFE). Posteriormente, en 2008 la Isapre fue adquirida por NRG S.A. quienes deciden abrirla al mercado modificando su nombre a Óptima S.A.

En marzo de 2017, el fondo estadounidense Nexus Chile Health SpA. adquirió el 99,9999% de la propiedad de Óptima y, posteriormente, en mayo del mismo año, esta última adquiere la cartera de afiliados de la ex Isapre Masvida, proceso que implicó un fuerte crecimiento inorgánico.

Tras la adquisición de la cartera de clientes de la ex Isapre Masvida, Óptima cambia su nombre a Isapre Nueva Masvida, pasando de 19.523 a 259.354 cotizantes y de 21.384 a 448.153 beneficiarios, alcanzando una

participación de mercado, al cierre de 2017, de 13,2% respecto del sistema total y 13,6% si se excluyen las isapres cerradas. A junio 2021, excluyendo las isapres cerradas, su participación alcanza a un 9,9% del mercado.

La nueva organización

Durante el año 2018, la sociedad trabajó en fortalecer su plana ejecutiva incorporando en su *staff* de ejecutivos a profesionales con basta trayectoria y conocimientos del sector, así aseguró una administración y un nivel operacional en conformidad con el estándar del mercado. A continuación, se presenta la evolución de los Estados Financieros de la Isapre:

Estado de Resultados Consolidado, cuentas seleccionadas IFRS					
M\$	2017	2018	2019	2020	mar-21
Ingresos de actividades ordinarias	209.923.766	290.830.112	292.219.912	284.526.890	69.088.372
Costo de ventas	-181.192.662	-244.773.059	-260.968.281	-226.225.601	-62.071.858
Ganancia bruta	28.731.104	46.057.053	31.251.631	58.301.289	7.016.514
Gastos de administración	-18.766.270	-35.055.952	-38.271.579	-38.007.359	-7.422.114
Resultado operacional ⁷	10.863.789	12.704.488	-1.759.154	24.702.897	1.543.814
Costos financieros	753.063	-39.135	-1.049.820	-681.761	-126.727
Ganancia (pérdida)	8.132.314	13.411.777	-182.361	18.673.170	1.253.933
EBITDA	10.297.537	11.441.859	-5.025.970	22.759.733	215.992

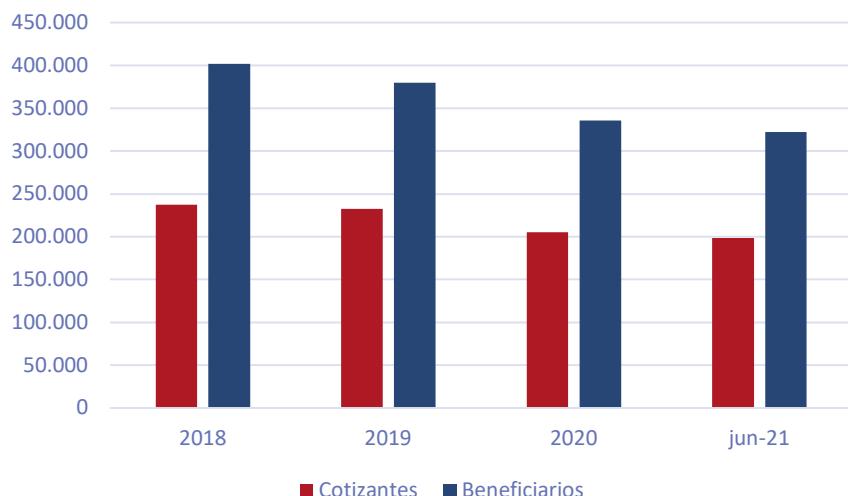
Balance General Consolidado IFRS					
M\$	2017	2018	2019	2020	mar-21
Activos corrientes	13.849.115	28.580.074	46.164.165	39.672.324	34.014.493
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.605.016	300.694	962.718	5.140.761	725.305
Activos no corrientes	55.552.441	70.743.985	103.574.111	80.009.402	84.191.641
Total activos	69.401.556	99.324.059	149.738.276	119.681.726	118.206.134
Pasivos corrientes	50.975.662	69.183.924	105.185.911	97.882.705	55.104.205
Pasivos no corrientes	254.822	2.063.211	21.403.221	21.403.221	20.222.476
Pasivos totales	51.230.484	71.247.135	126.589.132	119.285.926	75.326.681
Patrimonio total	18.171.072	28.076.924	25.121.009	30.452.350	42.879.453
Patrimonio y pasivos, total	69.401.556	99.324.059	151.710.141	149.738.276	118.206.134
Deuda financiera	-	4.593.612	16.424.460	11.447.526	11.346.013

⁷ El resultado operacional es la suma de los ingresos de actividades ordinarias y otros ingresos, menos los costos de venta, gastos de administración, otros gastos por función y otras perdidas.

Cartera de afiliados

La cartera de afiliados de la compañía ha mostrado una disminución desde el año 2018, primero producto de la crisis de la ex Isapre Masvida y, posteriormente, debido a las dificultades que ha afrontado el país como el estallido social y la pandemia. Si bien la disminución se alinea con la estrategia de la compañía en la búsqueda de una cartera con menor siniestralidad, las dificultades que han afectado al país han dificultado la recuperación de la cartera; todo lo cual se puede observar en la Ilustración 2, donde se aprecia que a junio de 2021 la cartera de cotizantes ha disminuido un 3,4% con respecto a diciembre de 2020 y un 7,8% con respecto a junio de 2020.

Ilustración 2
Evolución cartera de afiliados
2018 – jun 2021



Antecedentes del sector

En términos generales, el sistema de salud en Chile está compuesto por un mecanismo mixto de atención, en donde cada persona puede elegir entre atención pública o privada. Dentro de la estructura del sistema de salud en Chile se encuentran los organismos reguladores y fiscalizadores, las aseguradoras (Fuerzas Armadas, Fondo Nacional de Salud o "Fonasa", Isapres, mutuales, compañías de seguro, cajas de compensación, etc.), los prestadores de servicio (hospitales, clínicas, centros médicos y consultorios) y los beneficiarios. El financiamiento que asegura el funcionamiento de esta estructura proviene tanto del sector público como privado.

El sector privado en Chile lo componen las Isapres, en su calidad de aseguradores privados de la salud, las personas que cotizan en dicho sistema, las clínicas privadas y los centros médicos, los cuales operan en forma independiente o a través de convenios con Isapres y compañías de seguros. Además, este sector está compuesto por las mutuales, instituciones privadas sin fines de lucro y financiadas por empresas, que tienen como principal objetivo la prestación de salud y prevención de riesgo de potenciales accidentes y enfermedades laborales.

La industria de las Isapres nace a través de la ley N° 18.933, de 1980 con la creación de las Isapres y la obligación legal de destinar una proporción definida por ley al aseguramiento de la salud, la cual corresponde en la

actualidad a un 7% del salario bruto (renta imponible) en el caso de trabajadores dependientes, con un tope imponible para cotizaciones obligatorias de UF 80,2.⁸

Según datos a junio de 2021⁹, participan en este mercado nueve sociedades para un universo de 3.321.210 afiliados. Dentro del rubro se distinguen las isapres abiertas, con oferta pública de planes, y las cerradas, orientadas a los trabajadores de una institución específica. Isapre Nueva Masvida se inserta dentro de las primeras.

Actualmente, en el sector participan seis isapres abiertas y tres cerradas, las primeras representan el 97,6% del mercado en términos de afiliados.

Sistema de Isapres 2021 ¹⁰						
MM\$	Ingresos	Utilidad	Siniestralidad	Nº afiliados	Participación de mercado	Patrimonio
Colmena Golden Cross	350.962	7.617	86,29%	651.426	19,6%	165.642
Cruz Blanca	340.746	-10.589	93,83%	680.063	20,5%	47.727
Vida Tres	94.917	2.393	89,59%	157.858	4,7%	29.866
Nueva Másvida	137.271	9	90,51%	322.289	9,7%	38.084
Isapre Banmédica	334.904	-11.233	96,30%	734.882	22,1%	70.509
Consalud	298.988	-36.025	107,07%	697.372	21,0%	41.632
Total Isapres abiertas	1.557.787	-47.829	94,65%	3.243.890	97,6%	393.461
Isalud	47.691	411	99,11%	52.712	1,6%	9.159
Fundación	15.076	457	83,57%	26.790	0,8%	9.986
Cruz del Norte	1.492	38	79,01%	1.818	0,1%	521
Total Isapres cerradas	64.259	905	95,00%	81.320	2,4%	19.666
Total sistema	1.622.046	-46.923	94,67%	3.325.210	100%	413.127

Nexus Intelligence SpA

Nexus Intelligence inició sus operaciones en enero de 2018, y tiene como objeto prestar servicios de gestión y administración de bases de datos, servicios informativos, servicios de consultoría y asesoría, de tal forma de diseñar y constituir alianzas con empresas asociadas al rubro de la salud, considerando que su relacionada, Isapre Nueva Masvida, mantiene, a junio de 2021, alrededor de 198.616 cotizantes y 322.289 beneficiarios¹¹.

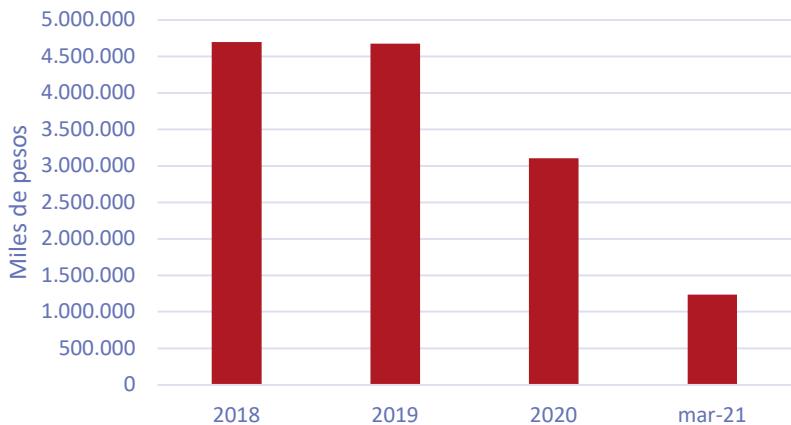
⁸ Fuente: Prospecto de emisión.

⁹ Fuente: Superintendencia de Salud.

¹⁰ Fuente: Superintendencia de Salud, datos a junio de 2021.

¹¹ Beneficiarios: cotizantes + cargas.

Ilustración 3
Evolución de ingresos
2018 – marzo 2021



Análisis financiero

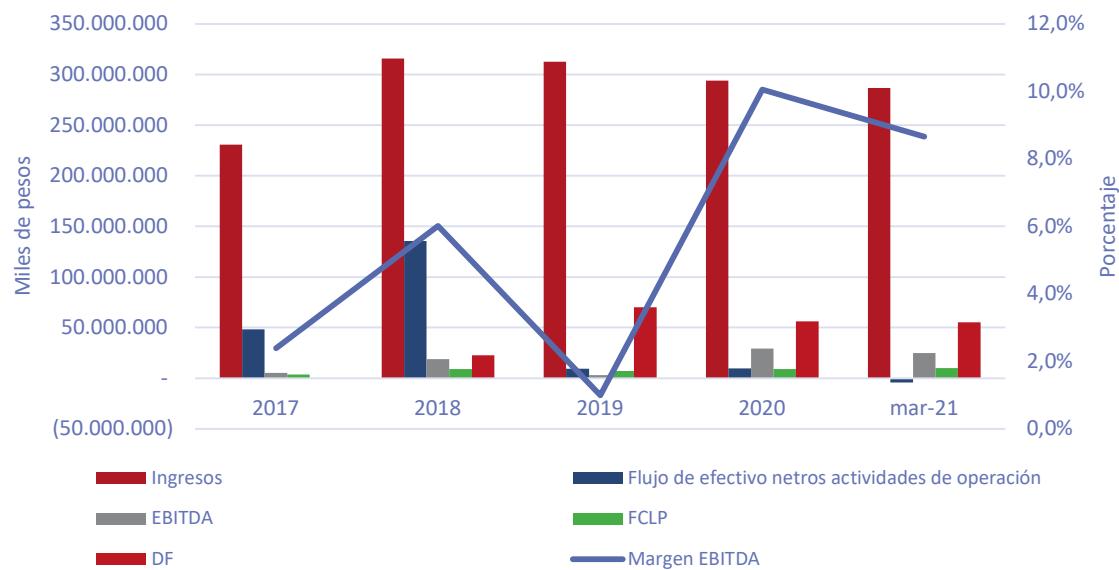
A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Nexus Chile Health** para el periodo 2017 al año móvil finalizado en marzo de 2021.¹²

Evolución de los ingresos y EBITDA

La evolución de los ingresos **Nexus Chile Health** ha mostrado una tendencia a la baja en los últimos períodos, en donde, anualizando los datos a marzo de 2021 alcanzó ingresos por \$ 286.743 millones, lo que corresponde a una disminución de 2,5% y respecto de diciembre de 2020 y un EBITDA de \$ 24.851 millones. (Ver Ilustración 4). A su vez, el margen EBITDA cayó con respecto a al periodo 2020, debido mayores costos asociados a un aumento en las licencias médicas y una menor recaudación, alcanzando en los últimos doce meses a marzo de 2021 un 8,7%.

¹²Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a marzo de 2021.

Ilustración 4
Evolución de Ingresos y EBITDA
2017 - marzo 2021 (UDM)



Evolución del endeudamiento

Deuda individual matriz y utilidades esperadas filiales

Al 30 de junio de 2021, la deuda financiera individual de **Nexus Chile Health** ascendía a \$ 55.774 millones. Al contrastar la deuda financiera individual¹³ con el nivel de dividendos estimados de las filiales Isapre Nueva Masvida y Nexus Intelligence, a partir de las ganancias registradas durante los últimos períodos¹⁴, se aprecia que la compañía exhibe holgura hasta 2023 incluso con el 30% de los dividendos, a partir de 2024 se observan vencimientos más elevados, sin embargo, podrían ser pagados con el 100% de las utilidades.

¹³ Considera amortización.

¹⁴ Dada la demora en la aplicación del reajuste de las patologías GES durante 2019, el comportamiento de las ganancias no fue representativo de su comportamiento en el mediano plazo. Por este motivo, en el análisis se optó por contrastar el perfil de vencimientos con un promedio de las utilidades de 2018, 2019, 2020.

Ilustración 5
Perfil de vencimientos
2021-2026+

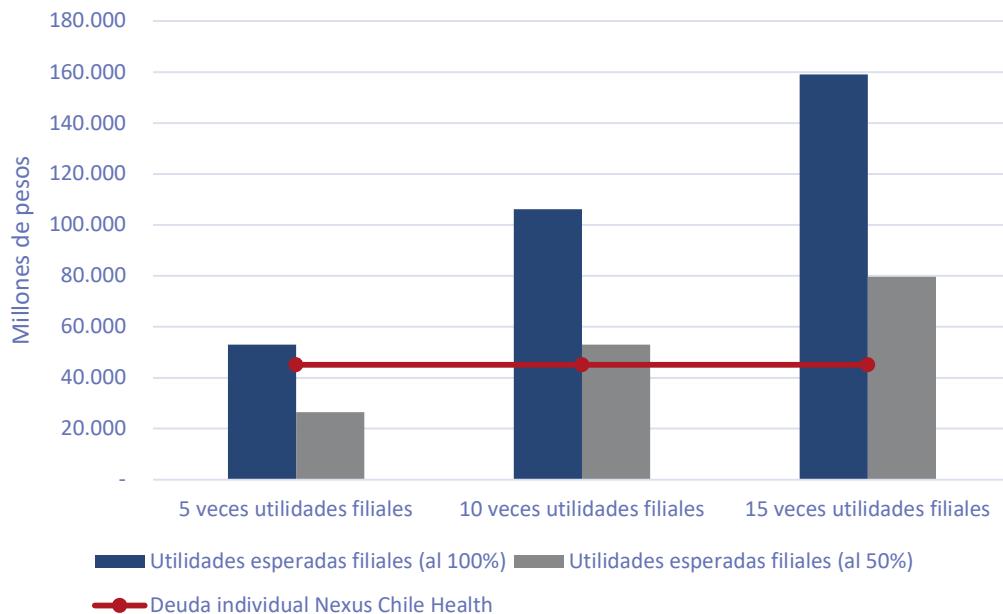


Relación deuda individual matriz y múltiplo utilidades filiales

Dado el carácter de *holding* de **Nexus Chile Health**, es importante contrastar el valor económico estimado de sus activos¹⁵ con el saldo insoluto del bono. Para efectos de visualizar el valor económico, se utilizan diferentes “múltiplos de utilidad” que reflejan escenarios disimiles, desde altamente pesimistas a otros muy optimistas, alcanzando valores entre las 1,2 y 3,5 veces de la deuda financiera individual. (Ilustración 6).

¹⁵ El valor económico fue estimado a partir de un promedio de las utilidades de 2018, 2019 y una estimación para 2020.

Ilustración 6
Valor económico estimado



Evolución de la liquidez

En relación con la liquidez de la compañía, medida a través de la razón circulante¹⁶, ha mostrado un valor aceptable desde 2020, situándose a marzo de 2021 en un ratio 1,14 veces.

¹⁶Razón circulante = activo circulante / pasivo circulante.

Ilustración 7
Indicadores de liquidez
2018 - marzo 2021



Evolución de la rentabilidad

Los índices de rentabilidad, del activo y del patrimonio, han mostrado un comportamiento volátil durante los últimos años tal como muestra la Ilustración 7, en donde a marzo de 2021 la rentabilidad sobre el patrimonio alcanzó un 31,1%, la rentabilidad del activo un 7,1% y la rentabilidad operacional un 31,2%, valores influenciados principalmente debido a los resultados positivos obtenidos durante el 2020.

Ilustración 8
Indicadores de rentabilidad (%)
2018 - marzo 2021



Covenants

Covenants financieros línea de bonos		Indicador a junio 2021
	Limite	
Endeudamiento financiero neto	No superior a 2,75 veces	1,24
Endeudamiento financiero de filiales	No superior al 30% de las obligaciones consolidadas del emisor	0,16
Patrimonio mínimo	Superior a \$17.500 millones	\$36.719 millones

Ratios financieros

	Ratios Financieros				
Ratios de liquidez	2017	2018	2019	2020	mar-21
Liquidez (veces)	1,12	1,22	1,14	1,28	1,25
Razón Circulante (Veces)	0,24	0,53	0,52	1,19	1,14
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,24	0,53	0,49	1,10	1,05
Razón Ácida (veces)	0,24	0,53	0,52	1,19	1,14
Rotación de Inventarios (veces)	8379,45	4596,56	4590,63	14988,98	20128,92
Promedio Días de Inventarios (días)	0,04	0,08	0,08	0,02	0,02
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	25,09	7,75	5,87	6,90	6,80
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	14,55	47,07	62,19	52,89	53,65
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,87	4,65	3,69	6,66	7,24
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	74,89	78,43	99,03	54,77	50,41
Diferencia de Días (días)	60,34	31,37	36,85	1,88	-3,23
Ciclo Económico (días)	60,29	31,29	36,77	1,85	-3,25
Ratios de endeudamiento	2017	2018	2019	2020	mar-21
Endeudamiento (veces)	0,75	0,77	0,83	0,72	0,71
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	3,02	3,32	4,96	2,58	2,48
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	4,55	5,60	6,82	0,94	0,90
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	0,00	1,20	22,57	1,90	2,23
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	--	0,83	0,04	0,53	0,45
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	0,0%	18,8%	40,3%	44,6%	45,4%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,13	0,14	0,00	0,01	0,01
Veces que se gana el Interés (veces)	69,51	6,33	-0,23	9,04	7,63

Ratios de rentabilidad	2017	2018	2019	2020	mar-21
Margen Bruto (%)	10,8%	17,6%	11,9%	21,2%	19,4%
Margen Neto (%)	11,5%	3,5%	-0,7%	5,6%	4,5%
Rotación del Activo (%)	216,7%	200,2%	149,3%	168,1%	167,3%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	24,9%	8,2%	-1,2%	8,6%	7,1%
Rentabilidad Total del Activo (%)	24,9%	8,2%	-1,2%	8,6%	7,1%
Inversión de Capital (%)	0,3%	3,3%	2,8%	1,6%	1,5%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-4,64	-6,50	-4,33	25,69	34,58
Rentabilidad Operacional (%)	34,2%	51,8%	1,5%	35,1%	31,2%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	100,0%	34,6%	-6,1%	39,5%	31,1%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	89,2%	82,3%	87,4%	77,9%	79,7%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	89,2%	82,4%	88,1%	78,8%	80,6%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	9,0%	12,3%	13,4%	13,6%	13,5%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	20,6%	58,7%	2,9%	64,4%	53,6%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	2,4%	6,0%	1,0%	10,1%	8,7%

"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."