



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus valores**

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Nexus Chile Health SpA

Septiembre 2019

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
Línea de bonos Tendencia	A- Estable
EEFF base	30 de junio de 2019

Características de la línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	10 años.
Monto máximo	UF 1.500.000.
Moneda de emisión	Pesos y UF.
Representante de Tenedores de Bonos	Banco BICE.
Uso de fondos	Los fondos provenientes de la colocación de los bonos correspondientes a la línea, se destinarán al refinanciamiento de pasivos del emisor, usos corporativos generales y el financiamiento de planes de inversión. El uso específico que el emisor dará a los fondos obtenidos de cada emisión se indicarán en cada escritura complementaria.
Covenants financieros	<ul style="list-style-type: none"> - Ratio de Endeudamiento Neto no superior a 2,75 veces. - Endeudamiento en las filiales no superior al 30% de las obligaciones financieras consolidadas del emisor. - Patrimonio consolidado superior a \$17.500 millones.
Prepago	Salvo que se indique lo contrario para una o más series en las respectivas escrituras complementarias, el emisor podrá rescatar anticipadamente, en forma parcial o total, los bonos que se emitan con cargo a la línea, en cualquier tiempo sea o no una fecha de pago de intereses o de amortizaciones de capital, a contar de la fecha que se indique en dichas escrituras complementarias para la respectiva serie.
Garantías	No tiene.

Estado de Resultados Consolidado Nexus Chile IFRS				
M\$	dic-17	dic-18	ene-jun 2018	ene-jun 2019
Ingresos de actividades ordinarias	209.923.766	292.192.782	144.937.641	148.584.778
Costo de ventas	-187.255.715	-240.813.879	-122.251.554	-135.383.647
Ganancia bruta	22.668.051	51.378.903	22.686.087	13.201.131
Gastos de administración	-18.909.736	-35.983.113	-13.794.911	-20.127.492
Costos financieros	-371.078	-2.358.157	-5.183	-3.261.921
Ganancia (Pérdida)	24.115.981	10.022.544	7.891.847	-4.559.049
EBITDA	5.017.593	17.539.936	10.326.215	-2.861.311

Balance General Consolidado Nexus Chile IFRS			
M\$	dic-17	dic-18	jun-19
Activos corrientes	14.467.190	50.763.862	71.615.020
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.868.321	301.536	5.124.273
Activos no corrientes	82.427.588	96.738.405	117.606.604
Total activos	96.894.778	147.502.267	189.221.624
Pasivos corrientes	59.673.944	96.194.008	136.382.062
Pasivos no corrientes	13.102.705	17.168.097	21.544.481
Pasivos totales	72.776.649	113.362.105	157.926.543
Patrimonio total	24.118.129	34.140.162	31.295.081
Patrimonio y pasivos, total	96.894.778	147.502.267	189.221.624
Deuda financiera	0	21.365.900	64.027.391

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Nexus Chile Health SpA, es la sociedad controladora de Isapre Nueva Mas Vida (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.

El presente informe tiene como objeto la clasificación de la línea de bonos a emitir por parte de **Nexus Chile Health SpA**, a 10 años, por un monto máximo de colocación de UF 1,5 millones. Los fondos provenientes de la colocación de los bonos correspondientes a la línea, se destinarán al refinanciamiento de pasivos del emisor, usos corporativos generales y el financiamiento de planes de inversión.

Durante 2018, los ingresos consolidados de **Nexus Chile Health SpA** ascendieron a US\$ 421 millones¹, con utilidades de US\$ 14,4 millones. Las filiales, Isapre Nueva Más Visa y Nexus Intelligence SpA, tuvieron resultados de US\$ 19,3 millones y US\$ 2,5 millones, respectivamente. La deuda individual de **Nexus Chile Health** a junio de 2019, y que se presume que será refinanciada con la emisión de un bono, asciende a US\$ 62 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

¹ Tipo de cambio al 31 de diciembre de 2018: \$ 694,77/US\$.

tender a una siniestralidad del 85% y gastos 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 (\$ 13.412 millones en 2018 y pérdidas a junio de 2019, susceptibles de ser revertidas), situación que permite que la relación entre la deuda financiera individual de **Nexus Chile Health SpA** y las utilidades de esta sola filial, oscile entre 4,21 veces y 3,24 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. A junio de 2019 Isapre Nueva Masvida cuenta con 240.961 cotizantes y 557.929 beneficiarios (incluye cargas). 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 14 años de ejercicio profesional y con nueve 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, si bien hoy solo cuenta con un solo contrato comercial, es factible que adicione nuevos contratos, sustentado en la amplia base de afiliados que dispone la isapre del grupo. Durante 2018, la sociedad tuvo utilidades por \$ 1.716 millones; de esta forma, la relación entre la deuda financiera individual de **Nexus Chile Health SpA** y las utilidades de sus dos filiales, oscilaría entre 2,29 veces y 1,82 veces (entre 3,60 veces y 2,86 veces si se asume que en el largo plazo Nexus Intelligence registraría utilidades equivalentes al 50% de las registradas en 2018). No obstante, a junio de 2019 los resultados de esta filial ya suman \$ 1.599 millones

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 Más Vida en el primer semestre de 2019 y la fuerte caída en los resultados del sector.

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.

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 están teniendo todas las isapres para reajustar el precio de sus planes (muchas veces revocados por los tribunales de justicia), salvo cuando se introducen nuevas prestaciones.

También, como elemento desfavorable, se ha incluido la posibilidad de emitir un bono tipo *bullet*², en particular si al vencimiento del título de deuda persisten o surgen nuevos cuestionamiento al sector de isapres que permitan presumir nuevos cambios regulatorios, lo cual se agravaría aún más si ello se da dentro de un ciclo recesivo (en contraposición, debe agregarse que cada vez el mercado de crédito es más profundo y, por lo tanto, con mayores alternativas de financiamiento, más allá del costo del mismo).

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.

Finalmente, 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.

² Se trabaja con el supuesto que la compañía emite un bono *bullet*.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Características del negocio de isapres.

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).
- Eventual riesgo de refinanciamiento.
- Riesgo reputacional.
- Fuerte competencia.

Hechos recientes

Resultados a diciembre 2018³

Al 31 de diciembre 2018, los ingresos consolidados de Nueva Masvida sumaron \$ 290.830 millones, lo que corresponde a un aumento de 38,5% respecto de 2017 y se explica principalmente porque el traspaso de la cartera de afiliados desde la ex Isapre Masvida a Óptima (actualmente Isapre Masvida) se hizo efectivo en mayo de 2017, abarcando solo ocho meses del año.

Dado lo anterior, los costos de ventas, a diciembre de 2018, aumentaron un 28,6% respecto de igual período de 2017, sin embargo, la siniestralidad pasó de 86,31% en diciembre de 2017 a 84,16% en diciembre de 2018, inferior al promedio de la industria, según los datos de la Superintendencia de Salud.

Los gastos de administración y ventas crecieron un 86,2%, debido a un aumento en los gastos de personas para la operación ya que aumentaron la fuerza de venta desde 500 a 800 vendedores.

El resultado del ejercicio mostró un aumento, respecto de diciembre 2017, de 251,9%. El EBITDA tuvo una variación de 249,6%, llegando a \$17.540 millones en 2018.

Resultados a enero-junio 2019

Durante el primer semestre del presente año los ingresos de Nueva MasVida se incrementaron en 0,9% respecto del mismo período de 2018.

³ Datos referidos a Isapre Nuevas Masvida, principal activo del emisor en su carater de sociedad *holding*.

Por su parte, el costo de ventas se incrementó en 10,7%, hasta los \$135.384 millones debido al incremento en los niveles de siniestralidad y resultados de la isapre; situación que, según lo informado por el emisor, está siendo revertida en el segundo semestre. La ganancia bruta, en tanto, cayó 52%, hasta los \$10.884 millones.

Los gastos de administración se incrementaron en más de 43%, lo cual determinó que el resultado final correspondiera a una pérdida por \$3.181 millones, que se compara desfavorablemente con la ganancia de \$7.892 registrada en el mismo período del año anterior. EL EBITDA del primer semestre, por su parte, alcanzó un resultado negativo de \$2.861 millones, inferior al EBITDA positivo de \$10.326 millones exhibido por la compañía durante el primer semestre de 2018.

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

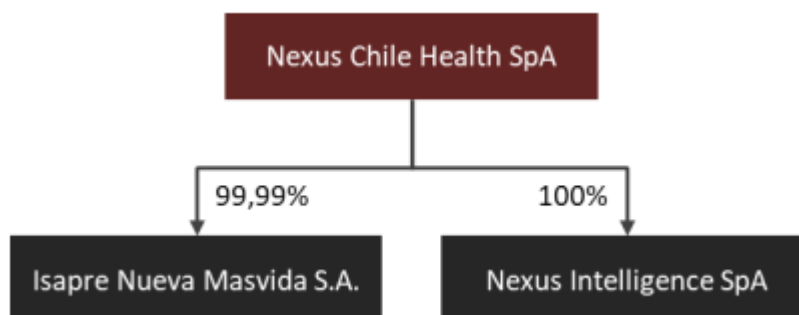
Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Antecedentes generales

La compañía

Nexus Chile Health SpA se creó en 2018 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 30 de junio de 2019, Isapre Nueva Masvida representa el 98,4% de los ingresos de Nexus.

Malla Societaria



Distribución de flujos

En términos de ganancia bruta (previo a ajustes de consolidación), durante 2018 la Isapre Nueva Masvida representó más de un 97% de la ganancia bruta consolidada, guarismo que cae a 82,5% en el primer semestre de 2019, en tanto que el 17,5% restante se originó en la operación de Nexus Intelligence.⁴

No obstante, si se considera la generación de EBITDA de 2018 de Isapre Nueva Masvida como representativa del mediano plazo, y, se duplica del EBITDA generado por Nexus Intelligence durante el primer semestre de 2019 (de manera de estimar su generación anual), se estima una estructura de generación de flujos que provendría aproximadamente en un 80% de las operaciones de la Isapre Nueva Masvida, y un 20% de las operaciones de Nexus Intelligence.

Filiales operativas

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 99,99% 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

⁴ No se analizó la descomposición de la ganancia total, puesto que durante la más reciente observación de junio 2019 esta variable presentó un valor negativo, lo cual genera distorsiones al ser analizada en términos de su estructura.

una participación de mercado, al cierre de 2017 de 13,2%⁵ respecto del sistema total y 13,6% si se excluyen las isapres cerradas. A diciembre de 2018, su participación asciende a 12,0% excluyendo las isapres cerradas. A junio 2019, excluyendo las isapres cerradas, su participación alcanza a un 12,3% del mercado.

La Nueva Organización

Durante el año 2018, la compañía ha trabajado en fortalecer su plana ejecutiva incorporando en su *staff* de ejecutivos a profesionales con basta trayectoria y conocimientos del sector, ello con el objeto de asegurar 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\$	dic-16	dic-17	dic-18
Ingresos de actividades ordinarias	6.780.072	209.923.766	290.830.112
Costo de ventas	-2.930.059	-187.255.715	-240.813.879
Ganancia Bruta	3.850.013	22.668.051	50.016.233
Gastos de administración	-3.269.468	-18.8268.635	-35.055.952
Costos financieros	-5.885	-17.149	-39.135
Ganancia (Pérdida)	2.266.520	3.811.129	13.411.777
EBITDA	2.806.004	5.003.172	17.104.427

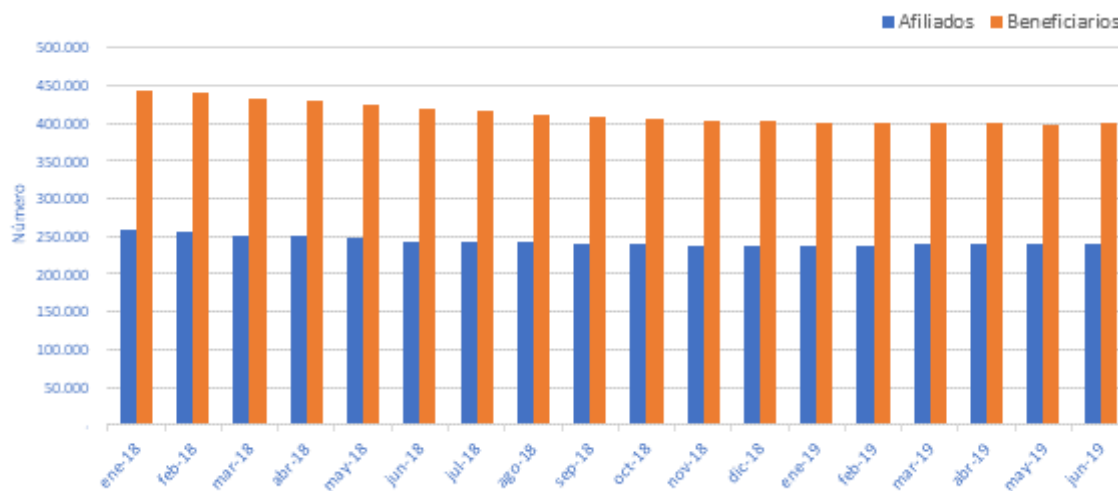
Balance General Consolidado IFRS			
M\$	dic-16	dic-17	dic-18
Activos corrientes	3.350.684	15.500.780	31.612.978
Efectivo y equivalentes al efectivo	940.325	1.605.016	300.694
Activos no corrientes	2.837.400	61.312.550	75.398.042
Total activos	6.188.084	76.813.330	107.011.020
Pasivos corrientes	3.513.325	58.632.107	74.259.023
Pasivos no corrientes	561.797	3.851.298	2.063.211
Pasivos totales	4.075.122	62.483.405	81.017.409
Patrimonio total	2.112.962	14.329.925	25.993.611
Patrimonio y pasivos, total	6.188.084	76.813.330	107.011.020
Deuda financiera	481	-	4.593.612

⁵ Excluyendo ex Isapre Masvida.

Cartera de afiliados

La cartera de afiliados de la compañía muestra un deterioro durante el año 2018 producto de la crisis de la ex Isapre Masvida, sin embargo, dados los esfuerzos que ha realizado la nueva administración, la cartera comienza levemente a retomar el crecimiento los últimos meses, manteniendo una mayor concentración en la región Metropolitana (43,7% en enero de 2019), tal como se muestra en la Ilustración 1.

Ilustración 1
Evolución cartera de afiliados
Ene 2018 – jun 2019



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 79,2.⁶

Dentro de este mercado participan 12 sociedades para un universo de 1.419.353 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.

En el sector participan seis isapres abiertas y seis cerradas, las primeras representan el 97,1% del mercado en términos de afiliados.

Sistema de Isapres Junio 2019 ⁷						
MM\$	Ingresos	Utilidad	Siniestralidad	Nº afiliados	Participación de mercado	Patrimonio
Nueva Masvida	146.268	-349	91,3%	158.484	11,2%	126.472
Colmena Golden Cross	303.434	3.675	88,4%	247.967	17,5%	150.112
Cruz Blanca	320.376	-2.668	89,6%	297.562	21,0%	222.844
Vida Tres	82.366	3.011	90,4%	71.706	5,1%	65.634
Isapre Banmédica	275.300	287	91,3%	317.345	22,4%	373.951
Consalud	261.328	-3.759	88,7%	284.717	20,1%	176.589
Total isapres abiertas	1.839.071	197	89,5%	1.377.781	97,1%	1.115.602
San Lorenzo	1.281	34	100%	700	0,0%	2.077
Fusat	21.929	93	98,6%	11.221	0,8%	8.767
Chuquicamata	17.156	128	99,6%	11.244	0,8%	6.474
Río Blanco	6.336	68	97,2%	1.890	0,1%	4.257
Fundación	13.617	312	87,3%	15.755	1,1%	16.880
Cruz del Norte	1.292	11	85,1%	762	0,1%	868
Total isapres cerradas	61.610	647	96,0%	41.572	2,9%	39.322
Total sistema	1.450.681	844	89,8%	1.419.353	100%	1.154.924

⁶ Fuente: Prospecto de emisión.
⁷ Excluyendo ex Isapre Masvida.

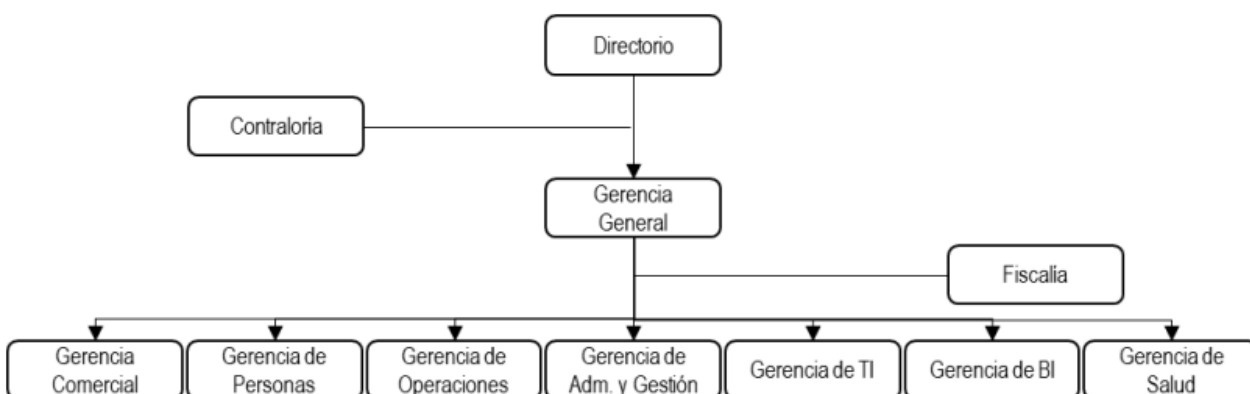
Directorio y ejecutivos

Isapre Nueva Masvida, cuenta con un gobierno corporativo conformado por un Directorio de cinco miembros, una Gerencia Contralora del cual dependen las unidades de gestión de riesgos, auditoría interna y el oficial de cumplimiento. Isapre Nueva Masvida cuenta con un gerente general y un equipo gerencial integrado por las gerencias de Salud, Comercial, Finanzas y Operaciones, Administración y Control de Gestión, Innovación y Tecnología, Inteligencia de Negocios y Personas.⁸

El directorio de Isapre se presenta a continuación:

Nombre	Cargo
Gonzalo Arriagada	Presidente del Directorio
Luis Atabales	Vicepresidente del Directorio
Eduardo Sánchez	Director
Patricio Piddo	Director
Luis Romero	Director

A continuación se presenta el organigrama de la Isapre.



⁸ Fuente: Prospecto de emisión.

Nexus Intelligence SpA

Nexus Intelligence, creada en enero de 2018, tiene como objeto diseñar y constituir alianzas con empresas asociadas al rubro de la salud, considerando que su relacionada, Isapre Nueva Más Vida, mantiene alrededor de 240.961 cotizantes y 557.929 beneficiarios⁹.

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 junio de 2019.¹⁰

Evolución de los ingresos, EBITDA y márgenes

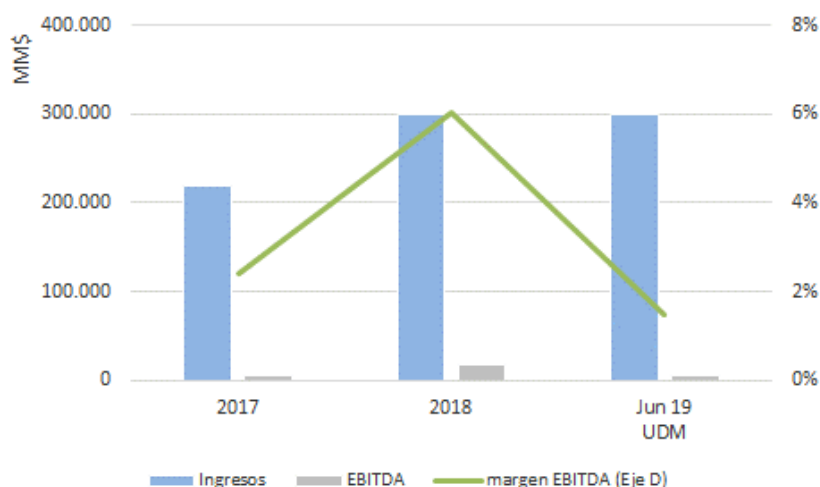
Durante 2018 **Nexus Chile Health** alcanzó ingresos, en pesos de junio de 2019, por \$ 299.359 millones y un EBITDA de \$17.540 millones, lo que corresponde a un aumento de 36,8% y 249,6% respecto de 2017, con el considerando que la base de comparación es un ejercicio de sólo ocho meses, dado que la transferencia de la cartera de afiliados y beneficiarios de la ex Isapre Masvida a Nueva Masvida (inicialmente Óptima) se hizo efectiva a contar de mayo de 2017.

Durante el año móvil finalizado en junio de 2019 los ingresos alcanzaron \$ 299.418 millones, en tanto que el EBITDA se redujo a \$ 4.352 millones (Ver Ilustración 2).

⁹ Beneficiarios: cotizantes + cargas.

¹⁰ Las 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 junio de 2019.

Ilustración 2
Evolución de Ingresos y EBITDA. 2017-Jun 2019 (UDM)
(Millones de pesos de junio de 2019 y porcentajes)



Endeudamiento

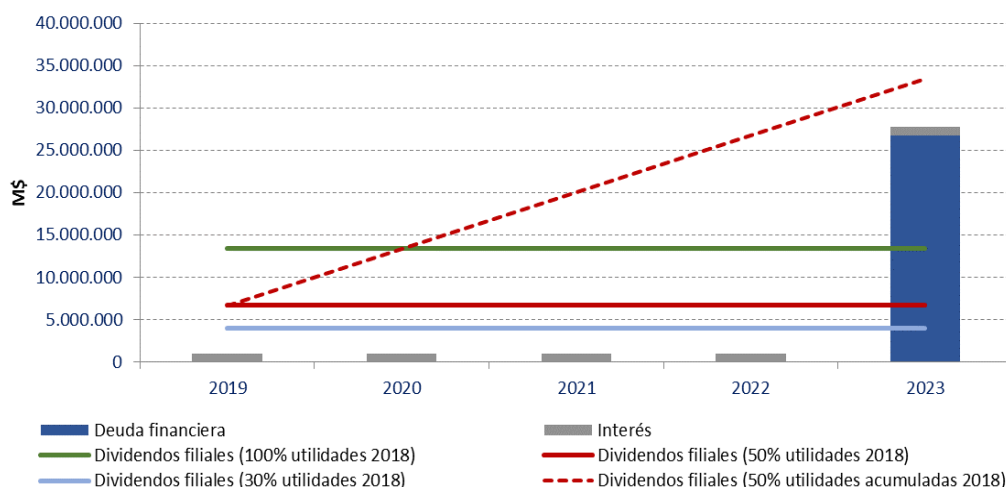
Deuda individual matriz y utilidades esperadas filiales

La Ilustración 3 muestra el perfil de vencimientos de **Nexus Chile Health**, posterior a la eventual emisión de un bono de tipo *bullet* con vencimiento a cinco años¹¹, contrastado con el nivel de dividendos estimados de las filiales Isapre Nueva Masvida y Nexus Intelligence, a partir de las ganancias registradas durante 2018.¹² Se aprecia que la compañía exhibe holgura hasta 2023 donde presentaría descalce, pero susceptibles de refinanciarse, en particular por la elevada holgura entre el valor de mercado estimado para sus activos productivos y el saldo insoluto de su deuda financiera.

¹¹ A la fecha de emisión del informe, no se disponía del calendario de vencimientos del bono. El presente análisis se realiza asumiendo un bono tipo *bullet* con fines meramente ilustrativos. Con todo, existe la posibilidad de que se emita un bono tipo *bullet* con vencimiento a 10 años.

¹² Dada la demora en la aplicación del reajuste de las patologías GES durante 2019, el comportamiento de las ganancias, no son representativas de su comportamiento en el mediano plazo. Por este motivo, en el análisis se optó por contrastar el perfil estimado de vencimientos con las utilidades de 2018.

Ilustración 3
Perfil de vencimientos (M\$)
2019-2023



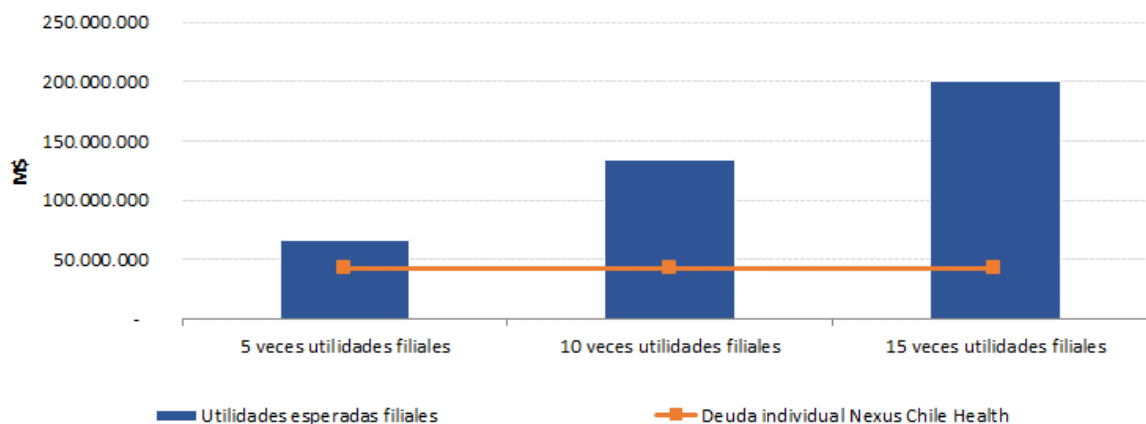
Relación deuda individual matriz y múltiplo utilidades filiales

Dado el carácter de *holding* de **Nexus Chile Health**, es importante contrastar el valor económico estimado de sus activos¹³ con el valor de su deuda financiera individual a junio de 2019. Para efectos de visualizar el valor económico, se utilizan diferente “múltiplos de utilidad” que reflejan escenarios disimiles, desde altamente pesimistas a otros muy optimistas¹⁴ (Ilustración 4).

¹³ El valor económico fue estimado a partir de las utilidades de las filiales registradas en 2018, dado, como se dijo, la poca representatividad de los resultados a junio de 2019.

¹⁴ La amplitud responde a que la estructura del bono es *bullet*, a mediano o largo plazo, por lo tanto, lo más probable es que la sociedad requiera refinanciar sus pasivos financieros, desconociéndose actualmente las condiciones del mercado y del sector de las isapres a esa fecha.

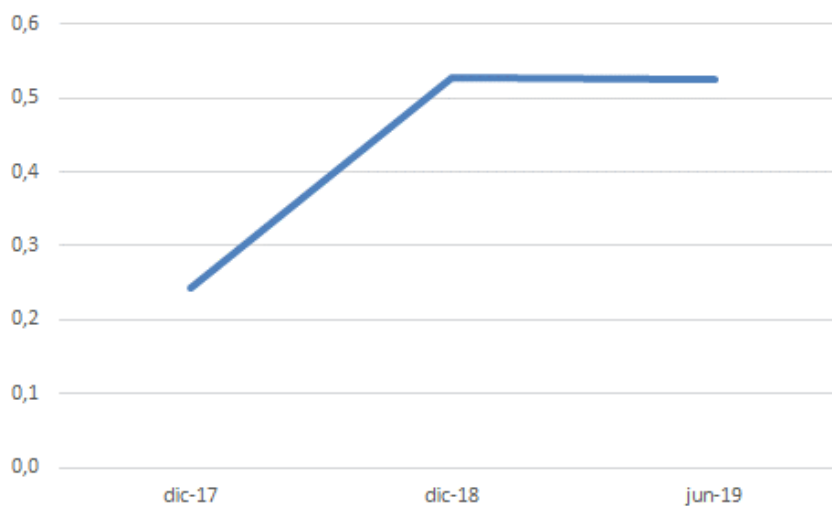
Ilustración 4
Valor económico estimado (M\$)



Liquidez

En relación con la liquidez del *holding*, medida a través de la razón circulante¹⁵, ha sido persistentemente inferior a uno. A diciembre de 2018, la liquidez de la compañía cerró en 0,53 veces, valor que se mantuvo a junio de 2019.

Ilustración 5
Indicadores de liquidez (veces)
2017-jun 19



¹⁵ Razón circulante = activo circulante / pasivo circulante.

"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".