



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Nexus Chile Health SpA

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

ANALISTAS:

Laura Ponce P.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

laura.ponce@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Septiembre 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia	BBB Estable¹
EEFF base	30 de junio de 2022 ²

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Línea de bonos	N°1016 de 27.03.20
Serie A (BNXUS-A)	Primera emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Ingresos	209.923.766	292.192.782	296.894.978	287.605.589	276.673.667	146.244.016
Costo de ventas	-187.255.715	240.813.879	261.448.281	226.675.601	-256.499.495	134.725.363
Ganancia Bruta	22.668.051	51.378.903	35.446.697	60.929.988	20.174.172	11.518.653
Gastos de administración	-18.909.736	-35.983.113	-39.789.357	-38.925.560	-31.410.179	-15.549.582
Costos financieros	-371.078	-2.358.157	-3.917.503	-2.619.075	2.678.023	-1.712.687
Ganancia (Pérdida)	24.115.981	10.022.544	-2.079.907	16.178.766	-8.480.360	-4.099.296
EBITDA	3.758.315	17.539.935	2.971.151	28.879.198	-7.458.869	-792.741

¹ Tendencia anterior: En Observación.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de marzo de 2022. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de junio de 2022, 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.

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Activos corrientes	14.467.190	50.763.861	76.657.279	71.822.363	48.061.210	45.228.746
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.868.321	301.536	1.024.352	8.527.105	234.660	332.332
Activos no corrientes	82.427.588	96.738.406	124.594.144	101.062.313	113.959.075	121.488.704
Total de activos	96.894.778	147.502.267	201.251.423	172.884.676	162.020.285	166.717.450
Pasivos corrientes	59.673.944	96.194.008	146.075.708	60.506.825	72.592.062	77.285.234
Pasivos no corrientes	13.102.705	17.168.097	21.403.221	64.043.468	64.670.424	67.354.076
Total pasivos	72.776.649	113.362.105	167.478.929	124.550.293	137.262.486	144.639.310
Patrimonio	24.118.129	34.140.162	33.772.494	48.334.383	24.757.799	22.078.140
Total pasivos y patrimonio	96.894.778	147.502.267	201.251.423	172.884.676	162.020.285	166.717.450
Deuda financiera total	0	21.365.900	64.884.251	52.793.767	62.282.215	63.575.428

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 2021, los ingresos consolidados de **Nexus Chile Health**, como grupo ascendieron a \$ 276.674 millones, con un resultado negativo de \$ 8.480 millones. Las filiales, Isapre Nueva Masvida tuvo una pérdida de \$ 8.725 millones, mientras que Nexus Intelligence SpA, tuvo una utilidad de \$ 2.602 millones. A junio de 2022, los ingresos del grupo alcanzaron los \$146.244 millones, por su parte, el resultado alcanzó valores negativos de \$ 4.099 millones. La deuda consolidada de **Nexus Chile Health** a junio de 2022, asciende a \$63.575 millones.

La tendencia de la clasificación de riesgo de **Nexus Chile Health** cambia desde "En Observación" a "Estable" dada la aprobación del reajuste de los planes base de los afiliados de la Isapre Nueva Masvida que debiese comenzar a regir a partir de noviembre de 2022. Cabe señalar que, las isapres debiesen restituir los reajustes de 7,6% realizados a sus afiliados, durante julio y agosto, no obstante, dada la aprobación del reajuste de los planes de la Isapre en los últimos meses de año, no se producirían problemas sustanciales de liquidez.

La clasificación de la línea de bonos, en "Categoría BBB", 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 actual. Bajo una situación normal, se esperaría para Nueva Másvida una siniestralidad en torno al 85% y gastos de administración sobre ingresos del 10% y, en consecuencia,

resultados que en el largo plazo promedien entre \$ 10.000 millones y \$ 13.000 millones, situación que se observó entre 2017 y 2020. Sin embargo, los resultados de los últimos años, asociado a las restricciones impuestas para reajustar tarifas, podrían conllevar niveles de siniestralidad más elevados y, por tanto, menores flujos de caja, pero siempre suficientes para permitir la viabilidad de la industria, ello en consideración que esta forma parte del sistema de salud pública del país.

La clasificadora, para efecto de la asignación del *rating*, también considera, asumiendo una regulación con carácter técnico, el bajo riesgo de la industria de isapres, en particular si los operadores presentan una amplia base de asegurados, y una administración profesional. Sin embargo, se observa una disminución en el tiempo en la cartera de clientes de la Isapre Nueva Masvisa, la que a marzo de 2022 cuenta con 188.159 cotizantes y 305.026 beneficiarios (incluye cargas), las que representan caídas de 1,84% con respecto a diciembre de 2021 y de un 7,05% con respecto a marzo de 2021, en términos de cotizantes, número que si continúa disminuyendo podría afectar el flujo de caja de la compañía.

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 2021, la sociedad tuvo utilidades por \$2.602 millones; de esta forma, la relación entre la deuda financiera individual de **Nexus Chile Health** y las utilidades³ de sus dos filiales, rondaría las 6,0 veces⁴. Con todo, se espera que los resultados mejoren una vez se comiencen a ver los mayores ingresos por el reajuste de precios de los planes base de sus afiliados.

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. Con todo, la clasificadora no desconoce que durante el último tiempo la regulación no ha sido compatible con las necesidades de las empresas del sector para acceder a un retorno, al menos, aceptable; no obstante, se presume que se trata de una situación reversible atendiendo a la importancia de las isapres dentro del sistema de salud pública (al entregar cobertura a aproximadamente el 20% de la población).

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, podrían afectar la viabilidad del negocio o presionar a la baja los resultados de un período particular; en este contexto, en parte, se entiende las pérdidas de Isapre Nueva Masvida y de las restantes isapres abiertas durante 2021 y lo avanzado en 2022, quienes -como consecuencia de la

³ Considera el 100% de las utilidades.

⁴ Índices calculados en base a distintos escenarios sobre un promedio de las utilidades de las filiales de 2018, 2019, 2020, 2021, no considerando marzo de 2022 por no ser representativa del futuro (por postergación en reajuste de planes base).

pandemia- tuvieron que congelar los precios a los planes de los afiliados, situación que se espera que comience a normalizarse a partir de noviembre de 2022.

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. Es poco probable que un cambio, por sí mismo, implique 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.

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.

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 (que indirectamente influye en Nexus Intelligence) y, la segunda, con los efectos en resultados posterior a la adecuación de los planes de salud de un 7,6% para Isapre Nueva Masvida. En consecuencia, de no revertirse los resultados y la caída en el número de afiliados la clasificación de riesgo podría ser revisada a la baja.

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.
- Riesgo reputacional.
- Fuerte competencia.

Hechos recientes

Enero-diciembre 2021

Al 31 de diciembre 2021, los ingresos consolidados de **Nexus Chile Health** sumaron \$276.674 millones, lo que corresponde a una disminución de 3,8% respecto de 2020, producto de menor recaudación de las cotizaciones previsionales.

Por su parte, los costos de ventas, a diciembre de 2021, aumentaron un 13,2% respecto de igual período de 2020, alcanzando \$ 256.450 millones, en parte porque durante el período más álgido de la pandemia hubo menores costos relacionados con licencias y cobertura de salud. Los gastos de administración disminuyeron un 19,3% durante el 2021, explicado por la aplicación de medidas de control interno.

Como consecuencia, el resultado del ejercicio registró pérdidas por \$14.413 millones, lo que representa una importante disminución respecto al año 2020 en el cual se registraron ganancias por \$ 23.633 millones. El EBITDA también tuvo una variación importante, llegando a - \$ 8.331 millones en 2021.

Resultados a junio 2022

Durante el primer semestre del presente año los ingresos de **Nexus Chile Health** presentaron un aumento de 5,09% respecto del mismo período de 2021, llegando a los \$ 146.244 millones. Por su parte, el costo de ventas aumentó en 8,37%, hasta los \$ 134.725 millones, lo cual se debe a un mayor uso de coberturas de salud. Los gastos de administración disminuyeron en 3,22%, debido menores provisiones de costas por recursos de protección presentados por alza de las primas. Como consecuencia, la ganancia bruta cayó 22,34%, hasta los \$ 11.519 millones.

El EBITDA⁵ de la compañía, por su parte, a marzo de 2022 totalizó un valor negativo de \$ 792.241, inferior al EBITDA al mismo periodo del año anterior, el cual había alcanzado los \$ 4.231 millones.

Finalmente, durante el semestre el emisor registró pérdidas por \$4.099 millones, lo que implicó una baja considerable en comparación con el primer semestre de 2021, en donde se habían registrado ganancias por \$ 2.945 millones.

⁵ EBITDA calculado como: Ganancia bruta - Gastos de administración - Otros gastos por función + depreciación

Definición de categorías de riesgo

Categoría BBB

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

Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación 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, los valores fluctúan entre 0,4 y 2,6 veces⁶ su deuda financiera directa (con desviación no relevante si se cambian los supuestos dentro de rangos razonables). Estos valores han mostrado una baja en los últimos periodos, explicado por la incertidumbre regulatoria que ha atravesado el sector y que ha afectado el reajuste de tarifas.

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 3.321.000, 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 siete 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.

⁶ Índices calculados en base a distintos escenarios sobre un promedio de las utilidades de las filiales de 2018, 2019, 2020, 2021, no considerando marzo de 2022 por no ser representativa del futuro (por postergación en reajuste de planes base).

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 9,1%⁷ del PIB, lo que está levemente bajo al promedio de los países de la OCDE igual a 9,7%. 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, a marzo de 2022, presentaba niveles de siniestralidad en torno al 97,7% y los gastos de administración son del orden del 10,9% de los ingresos, a diferencia de 2020 donde la siniestralidad de la industria rondó los 85,3%, lo anterior, llevó a que las utilidades de la compañía en particular, y del sector en general, se deterioran significativas reflejando los perjuicios que se tuvieron por no poder reajustar las tarifas en los planes de salud conforme se observaba una alza en el nivel de siniestros. Con todo, en la actualidad, la industria está en proceso de regulación de cómo se llevarán a cabo los traspasos de los mayores costos a los precios de los planes de los afiliados, por lo que en el futuro los precios debiesen ser más consistentes con la siniestralidad de los afiliados. En lo hechos, queda de manifiesto la alta sensibilidad de la industria a incrementos en los niveles de siniestralidad, sea por incremento en los pagos por prestaciones y licencias médicas y/o por una inadecuada estructura de precios.

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).

Industria con un alto nivel de competencia: El mercado en que participan las isapres mantiene cerca de 3.321.000 beneficiarios que se reparten en siete operadores, con una fuerte competencia por incrementar las economías de escalas y la integración vertical.

⁷ <https://data.oecd.org/healthres/health-spending.htm>

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, un ejemplo reciente fue el retraso, por la pandemia, de los reajustes de precios a los planes de salud, entre otros. Si bien la clasificadora opera con el supuesto que la regulación será bajo criterios técnicos y razonables y que errores al respecto serán corregidos a la brevedad, está atenta a si dicha premisa debe ser mantenida en el tiempo con la misma fuerza de períodos anteriores,

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 SpA 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 2022, Isapre Nueva Masvida representa el 98,91% 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 Masvida, quien, durante el periodo 2021, representó más de un 83,7% de la ganancia bruta consolidada, guarismo que llega a 77,47% en el primer trimestre de 2021, en tanto que el 25,76% restante se originó en la operación de Nexus Intelligence.⁸

En términos de ingresos, también sobresale la Isapre Nueva Masvida que a diciembre de 2021 representaba un 98,6% del total, porcentaje que a marzo de 2022 es de 98,9%.

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

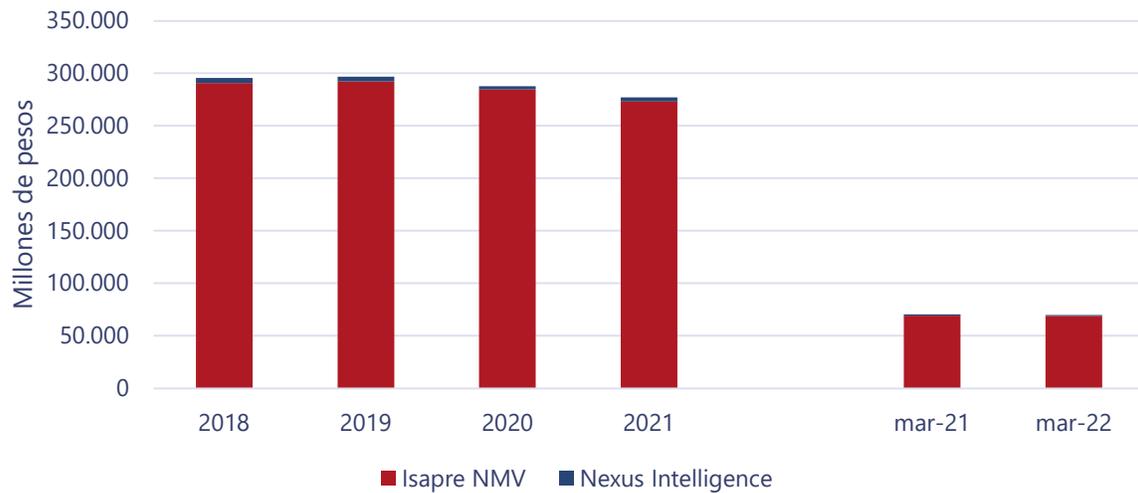


Ilustración 1: Estructura de ingresos por segmento

⁸ No 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.

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 marzo 2022, excluyendo las isapres cerradas, su participación alcanza a un 9,7% 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	2021	mar-22
Ingresos de actividades ordinarias	209.923.766	290.830.112	292.219.912	284.526.890	273.027.759	68.893.890
Costo de ventas	-181.192.662	-244.773.059	-260.968.281	-226.225.601	-256.143.337	-66.621.870
Ganancia Bruta	28.731.104	46.057.053	31.251.631	58.301.289	16.884.422	2.272.020
Gastos de administración	-18.766.270	-35.055.952	-38.271.579	-30.330.618	-7.422.114	-7.424.465
Resultado operacional ^[1]	10.863.789	12.704.488	-1.759.154	32.379.638	10.765.285	-4.009.166
Costos financieros	753.063	-39.135	-1.049.820	-681.761	-757.569	-329.330
Ganancia (Pérdida)	8.132.314	13.411.777	-182.361	18.673.170	-8.724.770	-2.609.720
EBITDA	10.297.537	11.441.859	-5.025.970	30.436.474	11.936.469	-4.602.514

Balance General Consolidado IFRS						
M\$	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Activos Corrientes	13.849.115	28.580.074	46.164.165	39.672.324	26.421.140	25.736.364
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.605.016	300.694	962.718	5.140.761	223.694	152.975
Activos No Corrientes	55.552.441	70.743.985	103.574.111	80.009.402	92.924.116	81.550.873
Total Activos	69.401.556	99.324.059	149.738.276	119.681.726	119.345.256	107.287.237
Pasivos Corrientes	50.975.662	69.183.924	105.185.911	58.076.416	68.797.026	59.484.221
Pasivos No Corrientes	254.822	2.063.211	21.403.221	19.979.790	18.182.814	18.047.320
Pasivos Totales	51.230.484	71.247.135	126.589.132	78.056.206	86.979.840	77.531.541
Patrimonio total	18.171.072	28.076.924	25.121.009	41.625.520	32.365.416	29.968.267
Patrimonio y Pasivos, Total	69.401.556	99.324.059	151.710.141	119.681.726	119.345.256	107.499.808
Deuda Financiera	0	4.593.612	16.424.460	11.447.526	11.346.013	13.936.848

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 ha dificultado la recuperación de la cartera; todo lo cual se puede observar en la Ilustración 2, donde se aprecia que a marzo de 2022 la cartera de cotizantes ha disminuido un 1,83% con respecto a diciembre de 2021 y un 7,05% con respecto a marzo de 2021.

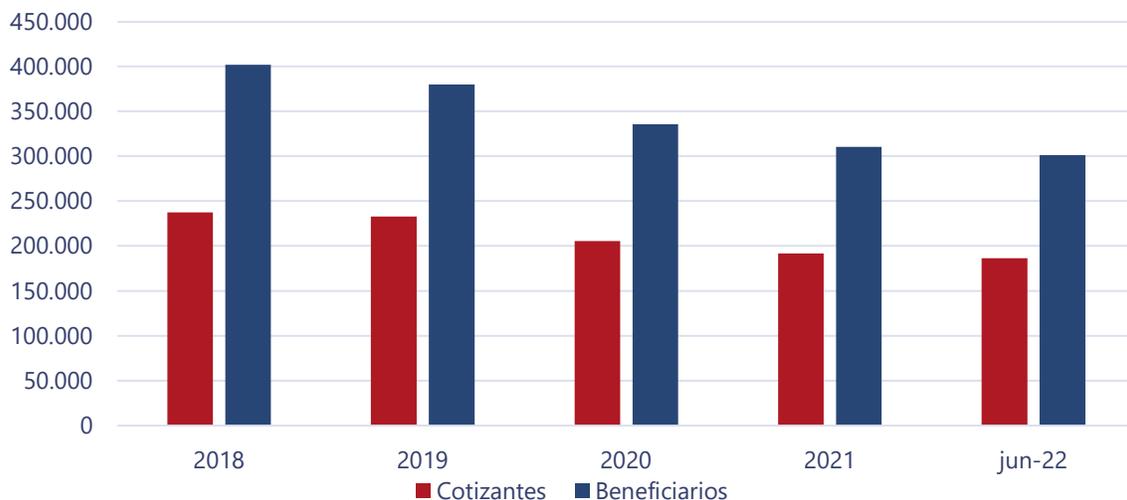


Ilustración 2: Evolución cartera de afiliados

Antecedentes del sector

En términos generales, el sistema de salud en Chile está compuesto por un mecanismo mixto de atención, en donde cada persona, al menos teóricamente, 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 80,2.⁹

Según datos a marzo de 2022¹⁰, participan en este mercado diez sociedades para un universo de 3.288.110 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 97,7% del mercado en términos de afiliados.

⁹ Fuente: Prospecto de emisión.

¹⁰ Fuente: Superintendencia de Salud

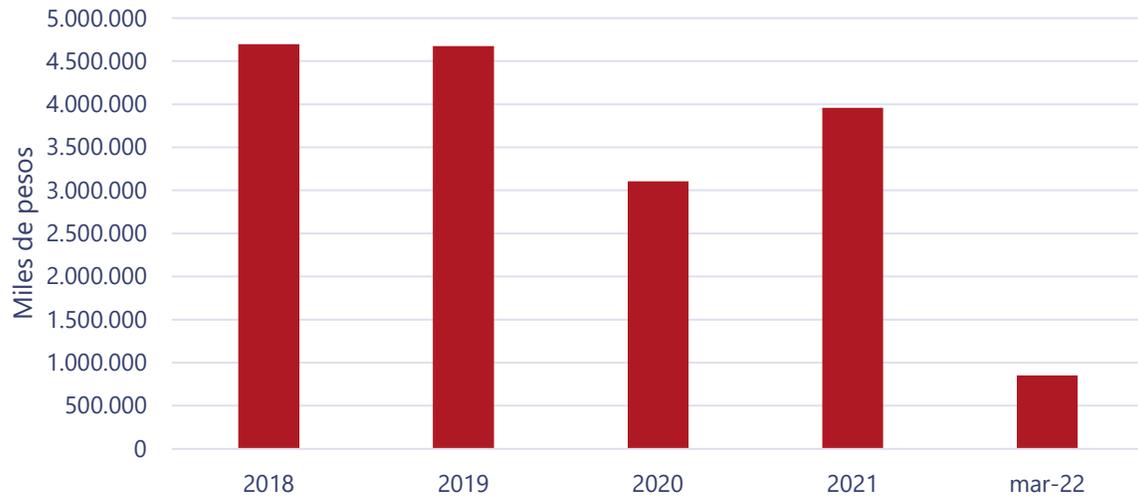
Sistema de Isapres 2022						
MM\$	Ingresos	Utilidad	Siniestralidad	Nº afiliados	Participación de mercado	Patrimonio
Colmena Golden Cross	388.258	-5.128	93,53%	424.410	21,36%	153.907
Cruz Blanca	357.557	-26.822	99,19%	408.822	20,57%	43.941
Vida Tres	102.668	1.700	93,98%	86.339	4,34%	33.559
Nueva Másvida	144.596	-233.805	93,03%	188.159	9,47%	31.880
Isapre Banmédica	365.324	-16.592	98,78%	417.354	21,00%	44.624
Consalud	323.186	-26.531	102,95%	423.380	21,31%	65.106
Total isapres abiertas	1.681.591	-73.607	97,67%	1.948.464	98,05%	373.017
Isalud	51.503	225.882	97,47%	22.561	1,14%	9.784
Fundación	16.025	-1248.867	99,13%	15.387	0,77%	8.596
Cruz del Norte	1.644	118.103	82,58%	747	0,04%	695.227
Total isapres cerradas	69.171	-904.882	97,50%	38.695	1,95%	19.075
Total sistema	1.750.762	-74.512	97,66%	1.987.159	100%	392.092

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 2022, alrededor de 186.510 cotizantes y 301.242 beneficiarios¹¹.

¹¹ Beneficiarios: cotizantes + cargas.

Ilustración 3
Evolución de ingresos
2018 – marzo 2022



Análisis financiero

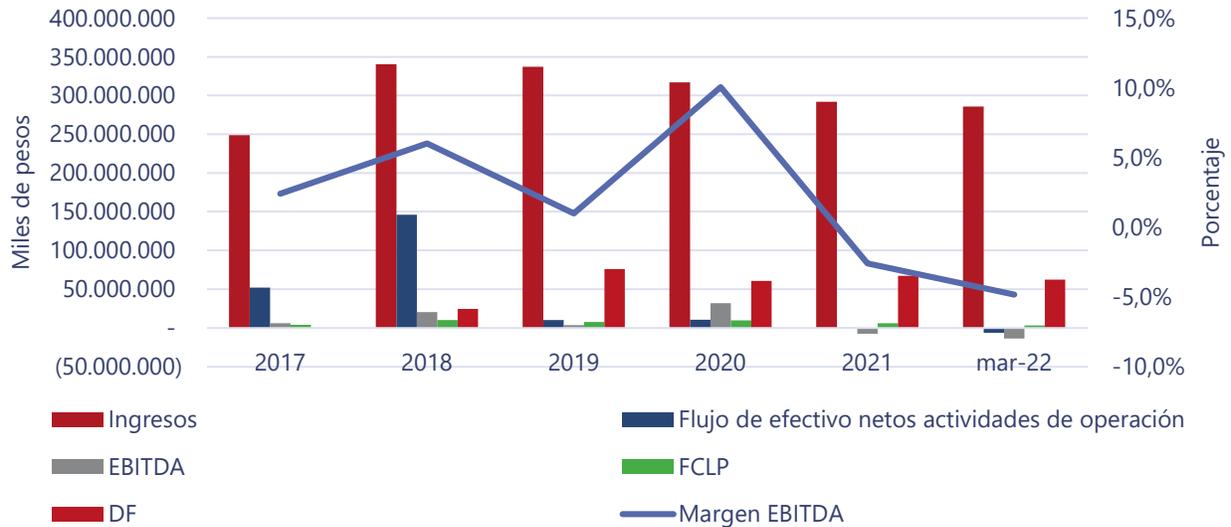
A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de Nexus Chile Health para el periodo 2021 al año móvil finalizado en marzo de 2022.¹²

Evolución de los ingresos y EBITDA

La evolución de los ingresos Nexus Chile Health ha mostrado una tendencia a la baja en los últimos periodos, en donde, anualizando los datos a marzo de 2021 alcanzó ingresos por \$ 285.958 millones, lo que corresponde a una disminución de 2,1% y respecto de diciembre de 2021 y un EBITDA de \$ -13.818 millones (Ver Ilustración 4). A su vez, el margen EBITDA cayó con respecto al periodo 2021, debido mayores costos en licencias médicas y prestaciones ambulatorias y hospitalarias y la postergación de los reajustes a los planes de salud, alcanzando en los últimos doce meses a marzo de 2022 un -4,8%.

¹² 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 marzo de 2021.

Ilustración 4
Evolución de Ingresos y EBITDA
 2017 - Marzo 2022 (UDM)



Evolución del endeudamiento

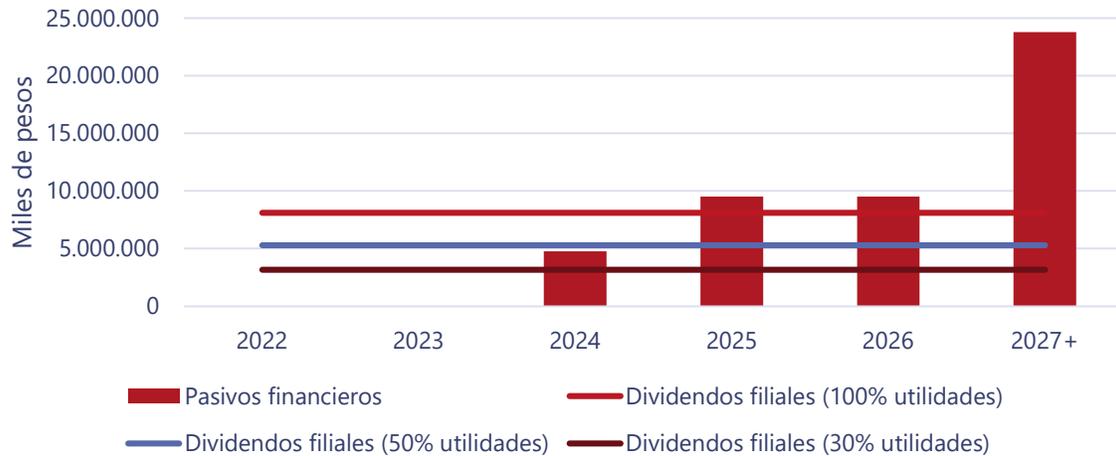
Deuda individual matriz y utilidades esperadas filiales

Al 31 de marzo de 2022, la deuda financiera individual de **Nexus Chile Health** ascendía a \$ 47.592 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 periodos¹⁴, 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, se estima que los flujos comenzaran a mejorar dada la regulación del reajuste de los planes de salud.

¹³ Considera amortización.

¹⁴ Índices calculados en base a distintos escenarios sobre un promedio de las utilidades de las filiales de 2018, 2019, 2020, 2021, no considerando marzo de 2022 por no ser representativa del futuro (por postergación en reajuste de planes base).

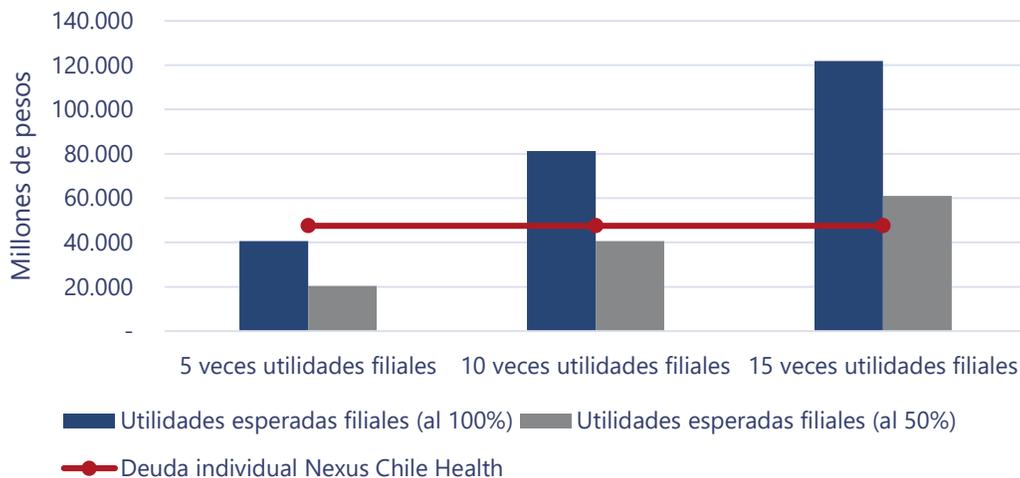
Ilustración 5
Perfil de vencimientos
 2022-2027+



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 0,4 y 2,6 veces de la deuda financiera individual (Ilustración 6).

Ilustración 6
Valor económico estimado



¹⁵ El valor económico fue estimado a partir de un promedio de las utilidades de las filiales de 2018, 2019, 2020, 2021, no considerando marzo de 2022 por no ser representativa del futuro (por postergación en reajuste de planes base).

Evolución de la liquidez

En relación con la liquidez de la compañía, medida a través de la razón circulante¹⁶, ha mostrado un valor a deteriorado desde 2021, situándose a marzo de 2022 en un ratio 0,75 veces.

Ilustración 7
Indicadores de liquidez
2017 - marzo 2022

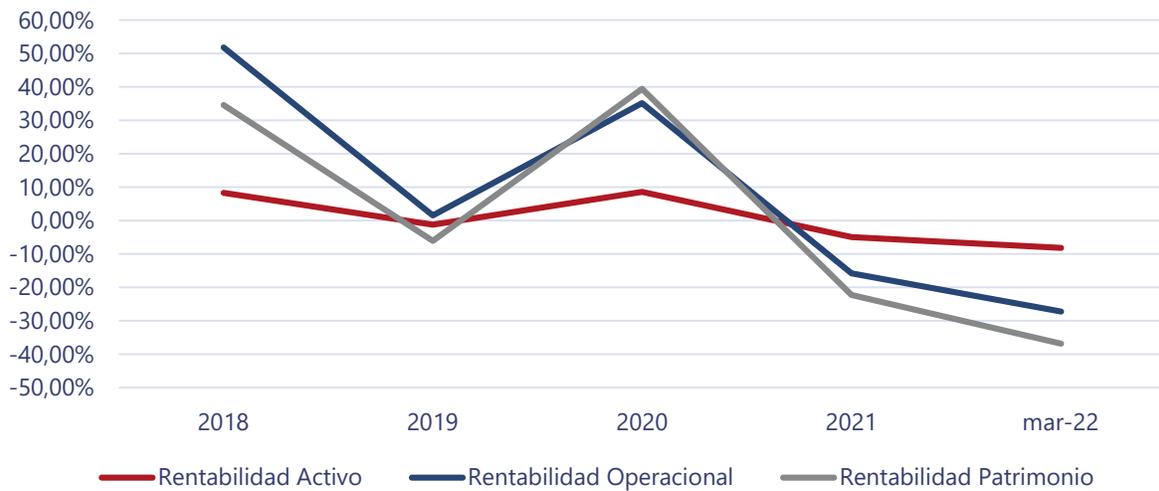


Evolución de la rentabilidad

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 2022 la rentabilidad sobre el patrimonio alcanzó un -36,8%, la rentabilidad del activo un -8,1% y la rentabilidad operacional un -27,2%, valores influenciados principalmente debido a los resultados negativos obtenidos durante el 2021.

¹⁶ Razón circulante = activo circulante / pasivo circulante.

Ilustración 8
Indicadores de rentabilidad (%)
2018 - marzo 2022



Covenants financieros

Covenants financieros línea de bonos		
	Límite	Indicador a marzo 2022
Endeudamiento financiero neto	No superior a 2,75 veces	2,66
Endeudamiento financiero de filiales	No superior al 30% de las obligaciones consolidadas del emisor	0,19
Patrimonio Mínimo	Superior a \$17.500 millones	\$ 20.828 millones

Ratios financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Liquidez (veces)	1,12	1,22	1,14	1,28	1,09	1,07
Razón Circulante (Veces)	0,24	0,53	0,52	1,19	0,66	0,75
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,24	0,53	0,49	1,1	0,66	0,75
Razón Ácida (veces)	0,24	0,53	0,52	1,19	0,66	0,75
Rotación de Inventarios (veces)	8379,45	4596,56	4590,63	14988,98	--	--
Promedio Días de Inventarios (días)	0,04	0,08	0,08	0,02	--	--
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	25,09	7,75	5,87	6,9	8,22	8,50
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	14,55	47,07	62,19	52,89	44,38	42,92
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,87	4,65	3,69	6,66	6,32	7,35
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	74,89	78,43	99,03	54,77	57,76	49,64
Diferencia de Días (días)	60,34	31,37	36,85	1,88	13,37	6,72
Ciclo Económico (días)	60,29	31,29	36,77	1,85	--	--

Ratios de endeudamiento	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Endeudamiento (veces)	0,75	0,77	0,83	0,72	0,85	0,86
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	3,02	3,32	4,96	2,58	5,54	6,19
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	4,55	5,6	6,82	0,94	1,12	0,97
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	0	1,2	22,57	1,9	-8,84	-4,51
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	--	0,83	0,04	0,53	-0,11	-0,22
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	0,00%	18,80%	40,30%	44,60%	0,48	0,48
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,13	0,14	0	0,01	0,01	0,01
Veces que se gana el Interés (veces)	69,51	6,33	-0,23	9,04	-5,28	-7,15

Ratios de rentabilidad	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Margen Bruto (%)	10,80%	17,60%	11,90%	21,20%	7,33%	5,42%
Margen Neto (%)	11,50%	3,50%	-0,70%	5,60%	-2,98%	-4,76%
Rotación del Activo (%)	216,70%	200,20%	149,30%	168,10%	176,24%	190,84%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	24,90%	8,20%	-1,20%	8,60%	-4,92%	-8,13%
Rentabilidad Total del Activo (%)	24,90%	8,20%	-1,20%	8,60%	-4,92%	-8,13%
Inversión de Capital (%)	0,30%	3,30%	2,80%	1,60%	2,09%	2,35%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-4,64	-6,5	-4,33	25,69	-11,64	-17,71
Rentabilidad Operacional (%)	34,20%	51,80%	1,50%	35,10%	-15,86%	-27,22%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	100,00%	34,60%	-6,10%	39,50%	-22,32%	-36,80%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	89,20%	82,30%	87,40%	77,90%	91,78%	93,71%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	89,20%	82,40%	88,10%	78,80%	92,67%	94,58%

Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	9,00%	12,30%	13,40%	13,60%	11,36%	11,33%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	20,60%	58,70%	2,90%	64,40%	-26,18%	-44,13%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	2,40%	6,00%	1,00%	10,10%	-2,61%	-4,83%

"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."