



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación



Analistas

Antonio González G.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

antonio.gonzalez@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Nexus Chile Health SpA

Septiembre 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos Tendencia	A- Estable ¹
EEFF base	30 junio 2020 ²

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos Serie A (BNXUS-A)	Nº 1016 de 27.03.20 Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado, cuentas seleccionadas IFRS				
M\$	2017	2018	2019	jun-20
Ingresos de actividades ordinarias	209.923.766	292.192.782	296.894.978	148.123.222
Costo de ventas	-187.255.715	-240.813.879	-268.751.487	-112.940.569
Ganancia Bruta	22.668.051	51.378.903	28.143.491	35.182.653
Gastos de administración	-18.909.736	-36.244.149	-39.194.634	-22.640.796
Costos financieros	-371.078	-2.358.157	-4.818.788	-1.403.264
Ganancia (Pérdida)	24.115.981	10.022.544	-7.411.247	9.591.846
EBITDA	5.017.593	15.575.512	-9.057.165	13.682.751

¹ Tendencia anterior: En Observación.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de marzo de 2020. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de junio de 2020, 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.

Balance General Consolidado IFRS				
M\$	2017	2018	2019	jun-20
Activos Corrientes	14.467.190	50.763.861	76.657.279	66.937.503
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.868.321	301.536	1.024.352	2.380.323
Activos No Corrientes	82.427.588	96.738.406	124.594.144	96.417.799
Total Activos	96.894.778	147.502.267	201.251.423	163.355.302
Pasivos Corrientes	59.673.944	96.194.008	146.075.708	54.554.357
Pasivos No Corrientes	13.102.705	17.168.097	21.403.221	65.435.605
Pasivos Totales	72.776.649	113.362.105	167.478.929	119.989.962
Patrimonio total	24.118.129	34.140.162	33.772.494	43.365.340
Patrimonio y Pasivos, Total	96.894.778	147.502.267	201.251.423	163.355.302
Deuda Financiera	0	21.365.900	67.533.138 ³	56.834.350 ⁴

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 2019, los ingresos consolidados de **Nexus Chile Health**, como grupo ascendieron a US\$ 397 millones⁵, con resultado negativo de US\$ 9,9 millones. Las filiales, Isapre Nueva Masvida y Nexus Intelligence SpA, tuvieron resultados de US\$ -7,4 millones y US\$ 4,0 millones, respectivamente. A junio de 2020, los ingresos del grupo alcanzaron los US\$ 180 millones⁶, por su parte, el resultado alcanzó los US\$ 12 millones. La deuda individual de **Nexus Chile Health** a junio de 2020, asciende a US\$ 69 millones.

La tendencia de la clasificación se modifica desde “En Observación” a “Estable”, no obstante la crisis provocada por la pandemia, respondiendo a los niveles de liquidez presentados por la compañía, los cuales le permitirán enfrentar los efectos económicos provocados por la crisis sanitaria en el corto y mediano plazo. De acuerdo con la información recopilada por la clasificadora, la empresa ha aumentado su nivel de liquidez llegando a fines de agosto a montos que le permitirán operar y hacer frente a los futuros vencimientos de forma

³ Deuda financiera incluye pasivos por arrendamiento.

⁴ Deuda financiera incluye pasivos por arrendamiento.

⁵ Tipo de cambio al 31 de diciembre de 2019: \$ 748,74/US\$.

⁶ Tipo de cambio al 30 de junio de 2020: \$ 821,23/US\$.

aceptable. Adicionalmente, los resultados durante los dos primeros trimestres del año 2020 se observaron resultados positivos reafirmando la capacidad operativa de la compañía.

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 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, al menos bajo períodos de normalidad (\$ 11.654 millones en 2018, pérdidas de \$ 5.514 millones en 2019, \$ 4.847 millones a marzo de 2020), 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 3,4 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. A junio de 2020 Isapre Nueva Masvida cuenta con 215.412 cotizantes y 351.137 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, no se descarta la posibilidad que en algún momento suscriba nuevos contratos, sustentado en la amplia base de afiliados que dispone la isapre del grupo. Durante 2019, la sociedad tuvo utilidades por \$ 2.958 millones; de esta forma, la relación entre la deuda financiera individual de **Nexus Chile Health** y las utilidades de sus dos filiales, oscilaría entre 3,9 veces y 6,2 veces (entre 4,1 veces y 5,1 veces si se asume que en el largo plazo Nexus Intelligence registraría utilidades equivalentes al 50% de las registradas en 2019)⁷.

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

⁷ Índices calculados en base a distintos escenarios sobre un promedio de las utilidades de las filiales de 2018, 2019 y una estimación para 2020.

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.

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 readjustar el precio de sus planes (muchas veces revocados por los tribunales de justicia), salvo cuando se introducen nuevas prestaciones.

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.

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

Resultados a diciembre de 2019

Al 31 de diciembre 2019, los ingresos consolidados de **Nexus Chile Health** sumaron \$ 296.895 millones, lo que corresponde a un aumento de 1,6% respecto de 2018, considerando que el alza de la prima GES de los planes individuales por parte de Isapre Nueva Más Vida, producto de las mayores coberturas entregadas, se aplicó solo para tres meses.

Por su parte, los costos de ventas, a diciembre de 2019, aumentaron un 11,6% respecto de igual período de 2018, como consecuencia de un aumento en la siniestralidad, la cual pasó de 84,2% en diciembre de 2018 a 90,5% en diciembre de 2019, levemente superior al promedio de la industria, según los datos de la Superintendencia de Salud. Los gastos de administración y ventas crecieron durante el 2019 un 8,1%.

Como consecuencia, el resultado del ejercicio registró pérdidas por \$ 7.411 millones, lo que representa una disminución de 173,9% respecto al año 2018. El EBITDA tuvo una variación de 158,2%, llegando a \$ -9.057 millones en 2019.

Resultados primer semestre 2020

Durante el primer semestre del presente año los ingresos de **Nexus Chile Health** presentaron una disminución de 0,3% respecto del mismo período de 2019. Por su parte, el costo de ventas cayó en 12,7%, hasta los \$ 112.941 millones, lo cual se debe a un menor uso de coberturas de salud. Los gastos de administración se incrementaron en 11,6%, debido provisiones de costas por recursos de protección presentados por alza de la prima GES el año 2019 y adecuación de precios de planes individuales aplicada en marzo del presente año,

por parte de Isapre Nueva Masvida S.A. Como consecuencia, la ganancia bruta creció 82,7%, hasta los \$35.183 millones.

El EBITDA⁸ de la compañía, por su parte, a junio de 2020 totalizó \$ 13.683 millones, superior al EBITDA negativo al mismo periodo del año anterior, el cual había alcanzado los -\$ 690 millones.

Finalmente, durante el semestre el emisor registró ganancias por \$ 9.592 millones, lo que implicó un aumento considerable en comparación con el primer semestre de 2019, en donde se habían registrado pérdidas por \$ 135 millones.

Definición Categorías 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 1,2 y 3,5 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 2020 los beneficiarios llegan a 3.300.000, número que se ha mantenido estable durante los últimos años, una amplia base de asegurados sobre la cual operar, considerando que las isapres abiertas concentran el 97,5% de los beneficiarios, los cuales pueden elegir entre los 6 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 14 años de ejercicio profesional y con nueve

⁸

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

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 9,1%⁹ del PIB, lo que levemente mayor al promedio de los países de la OCDE igual a 8,8%. Por otra parte, las políticas gubernamentales, por ejemplo plan Auge/GES, también favorecen el desarrollo del sector. Las cifras históricas avalan esta postura, dado que desde el año 2000 a 2015, en términos reales, el gasto privado como público ha crecido un 168,1%¹⁰.

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 84,3% y los gastos de administración son del orden del 12,9% 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).

⁹ <https://data.oecd.org/healthres/health-spending.htm>

¹⁰ Estudio realizado por la asociación gremial Clínicas de Chile, que reúne a los principales prestadores de salud privados de Santiago y regiones.

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: La constante demanda existente en el mercado en el que participan las isapres, cercano a los 3.300.000 de beneficiarios (las isapres abiertas concentran el 97,5% de los beneficiarios) se ve intensificada al observar que éstas se reparten en 6 operadores. En donde algunas tienen integraciones de distintas líneas de negocios que les permiten operar con eficiencias.

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.

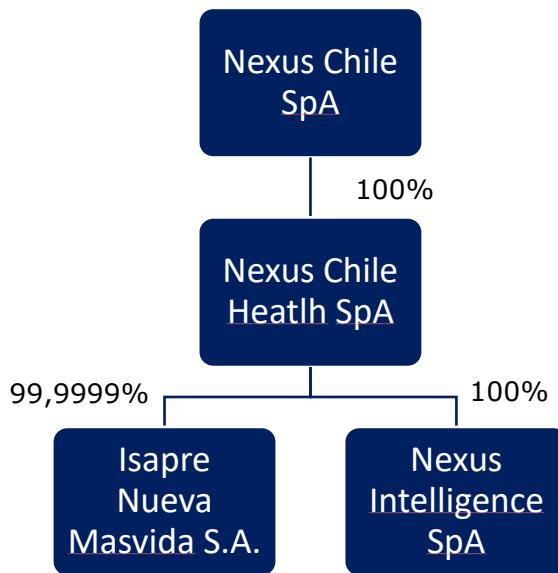
Riesgo de reputación: El riesgo de bajar la reputación de la compañía está presente constantemente, ya sea por algún acto y/o decisión interna o externa la cual podría perjudicar a la compañía ante una posible migración de clientes a la competencia.

Antecedentes generales

La compañía

Nexus Chile Health SpA se creó en 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 31 de marzo de 2020, Isapre Nueva Masvida representa el 98,7% 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.

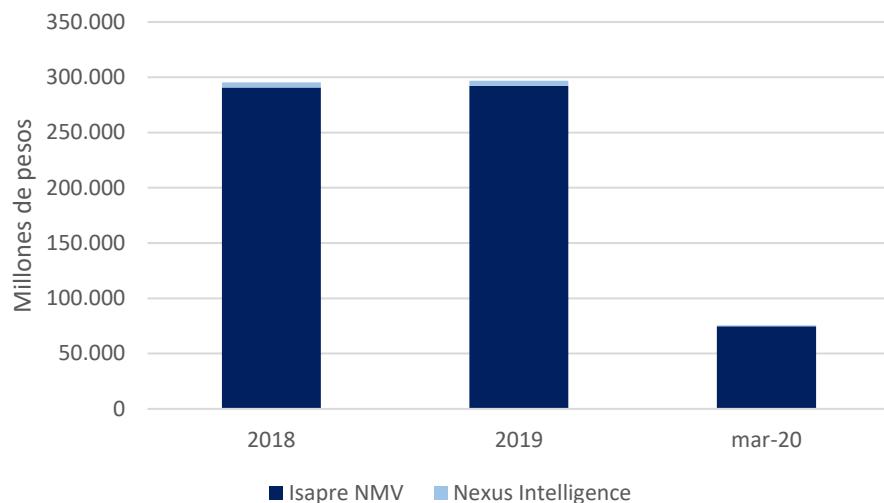
En términos de ganancia bruta, destaca la importancia de la Isapre Nueva Masvida, quien, durante el periodo 2019, representó más de un 85,1% de la ganancia bruta consolidada, guarismo que llega a 93,4% en el primer trimestre de 2020, en tanto que el 6,6% restante se originó en la operación de Nexus Intelligence.¹¹

En términos de ingresos, también sobresale la Isapre Nueva Masvida a diciembre de 2019 un 98,4% del total, y a marzo de 2020 esta cifra registraba el 98,7% de los ingresos de la compañía.

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

¹¹ 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.

Ilustración 1
Estructura de ingresos por segmento
2018 – Marzo 2020



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 diciembre de 2019, su participación asciende a 11,8% excluyendo las isapres cerradas. A junio 2020, excluyendo las isapres cerradas, su participación alcanza a un 10,6% 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:

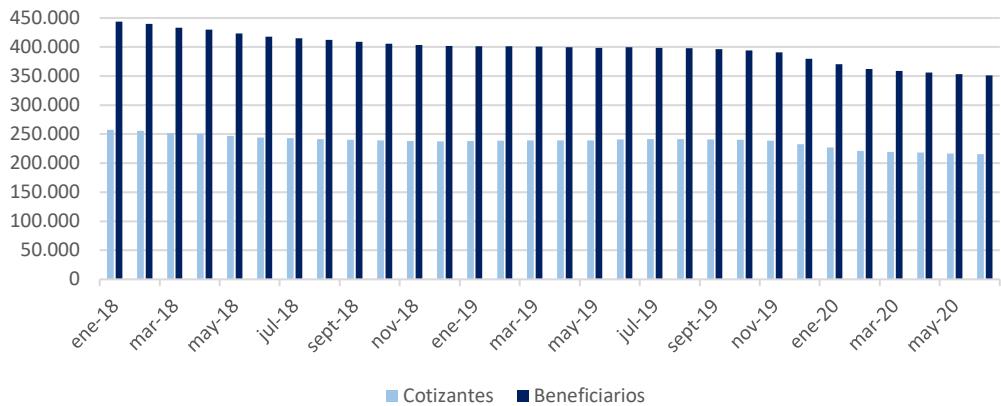
Estado de Resultados Consolidado, cuentas seleccionadas IFRS				
M\$	2017	2018	2019	mar-20
Ingresos de actividades ordinarias	209.923.766	290.830.112	292.219.912	74.694.997
Costo de ventas	-181.192.662	-244.773.059	-268.271.487	-60.916.468
Ganancia Bruta	28.731.104	46.057.053	23.948.425	13.778.529
Gastos de administración	-18.766.270	-33.952.882	-38.578.141	-8.788.568
Resultado operacional[1]	10.863.789	14.242.241	-12.491.646	6.229.108
Costos financieros	753.063	1.607.560	-1.049.820	-204.392
Ganancia (Pérdida)	8.132.314	11.653.944	-5.513.702	4.847.258
EBITDA	10.297.537	12.544.929	-12.635.738	5.509.237

Balance General Consolidado IFRS				
M\$	2017	2018	2019	mar-20
Activos Corrientes	13.849.115	28.580.074	46.164.165	45.972.724
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.605.016	300.694	962.718	977.677
Activos No Corrientes	55.552.441	70.743.985	105.545.976	91.605.175
Total Activos	69.401.556	99.324.059	151.710.141	137.577.899
Pasivos Corrientes	50.975.662	69.183.924	105.185.911	85.507.194
Pasivos No Corrientes	254.822	2.063.211	21.403.221	22.102.438
Pasivos Totales	51.230.484	71.247.135	126.589.132	107.609.632
Patrimonio total	18.171.072	28.076.924	25.121.009	29.968.267
Patrimonio y Pasivos, Total	69.401.556	99.324.059	151.710.141	137.577.899
Deuda Financiera	-	4.593.612	13.775.573	13.936.848

Cartera de afiliados

La cartera de afiliados de la compañía mostró un deterioro desde 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 recuperó parte de sus clientes hacia la segunda mitad del año 2019. Durante el periodo 2020 se observa una baja en la cartera de afiliados y beneficiarios, considerando las dificultades sociales del país sumados a los impactos de la pandemia, como se puede observar en la Ilustración 2.

Ilustración 2
Evolución cartera de afiliados
Ene 2018 – Jun 2020



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 80,2.¹²

Según datos a junio de 2020¹³, participan en este mercado 9 sociedades para un universo de 1.996.972 afiliados. Dentro del rubro se distinguen las isapres abiertas, con oferta pública de planes, y las cerradas,

¹² Fuente: Prospecto de emisión.

¹³ Fuente: Superintendencia de Salud

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 96,9% del mercado en términos de afiliados.

Sistema de Isapres 2020 ¹⁴						
MM\$	Ingresos	Utilidad	Siniestralidad	Nº afiliados	Participación de mercado	Patrimonio
Nueva Masvida	146.516	5.760	79,08%	351.137	10,3%	38.225
Colmena Golden Cross	340.725	5.639	85,24%	649.627	19,1%	162.310
Cruz Blanca	345.412	-3.861	88,78%	712.306	20,9%	52.062
Vida Tres	90.297	5.509	82,75%	155.497	4,6%	21.720
Isapre Banmédica	309.626	2.929	87,25%	713.645	21,0%	61.407
Consalud	294.880	2.891	85,23%	715.490	21,0%	44.399
Total isapres abiertas	1.527.456	18.867	85,71%	3.297.702	96,9%	380.124
Isalud Ltda.	45.054	396	98,25%	55.121	1,62%	8.698
Fundación	14.613	1.812	72,60%	27.194	0,80%	10.575
Cruz del Norte	1.197	40	86,46%	1.958	0,06%	469
Total isapres cerradas	60.864	2.248	91,86%	84.273	2,5%	19.742
Total sistema	1.588.320	21.115	85,94%	3.381.975	99%	399.866

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, Operaciones, Administración y Finanzas, Innovación y Tecnología, y Personas y Legal.

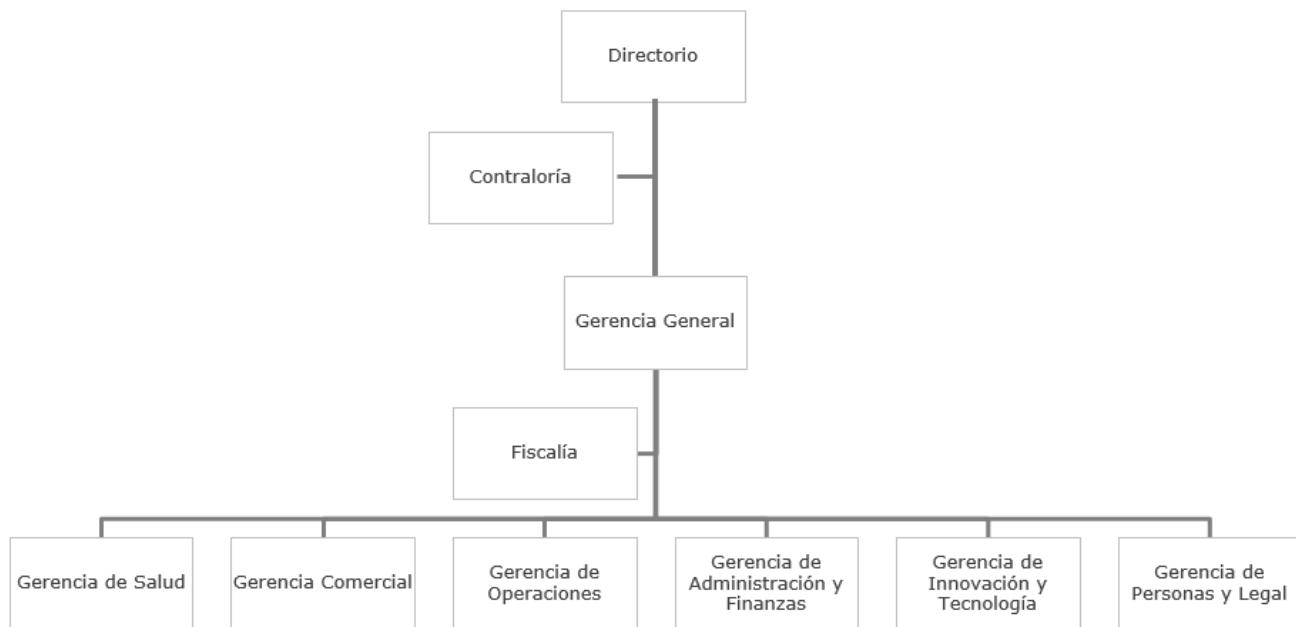
El directorio de Isapre se presenta a continuación:

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

A continuación, se presenta el organigrama de la Isapre.

¹⁴

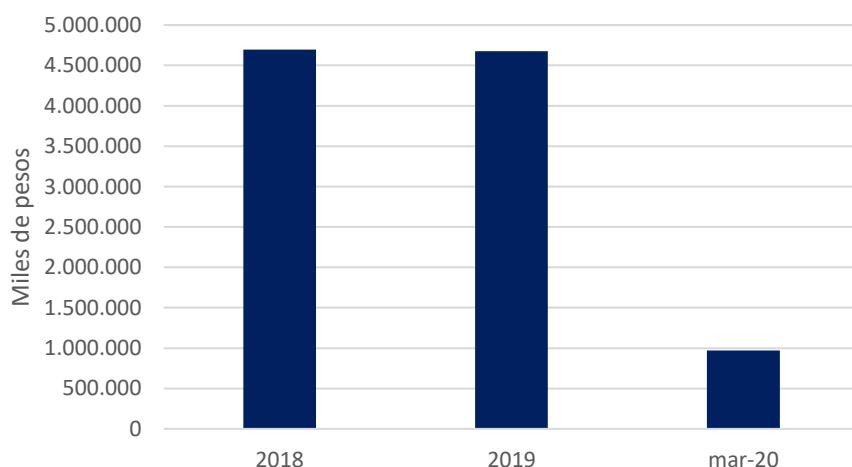
Fuente: Superintendencia de Salud, datos a junio de 2020.



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 2020, alrededor de 215.412 cotizantes y 351.137 beneficiarios¹⁵.

Ilustración 3
Evolución de ingresos
2018 – marzo 2020



¹⁵

Beneficiarios: cotizantes + cargas.

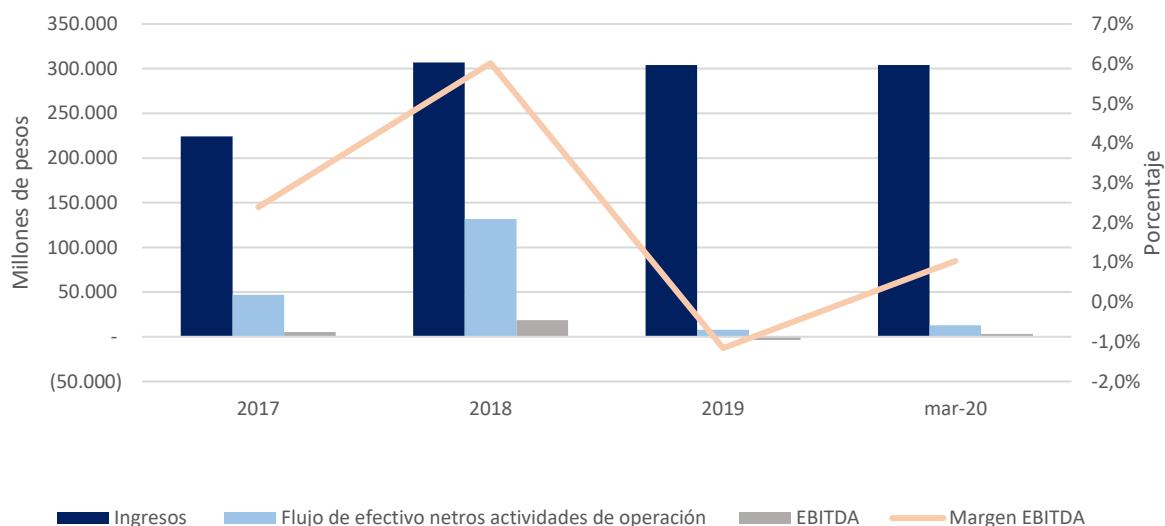
Análisis financiero

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Nexus Chile Health** para el periodo 2019 al año móvil finalizado en marzo de 2020.¹⁶

Evolución de los ingresos y EBITDA

La evolución de los ingresos **Nexus Chile Health** ha sido estable durante los últimos periodos, rondando los \$ 300.000 millones, en donde, anualizando los datos a marzo de 2020 alcanzó ingresos, por \$ 304.192 millones, lo que corresponde a un aumento de 0,1% y respecto de diciembre de 2019 y un EBITDA de \$ 3.157 millones, el cual había sido negativo durante el año 2019. (Ver Ilustración 4).

Ilustración 4
Evolución de Ingresos y EBITDA.
2017 - marzo 2020 (UDM)



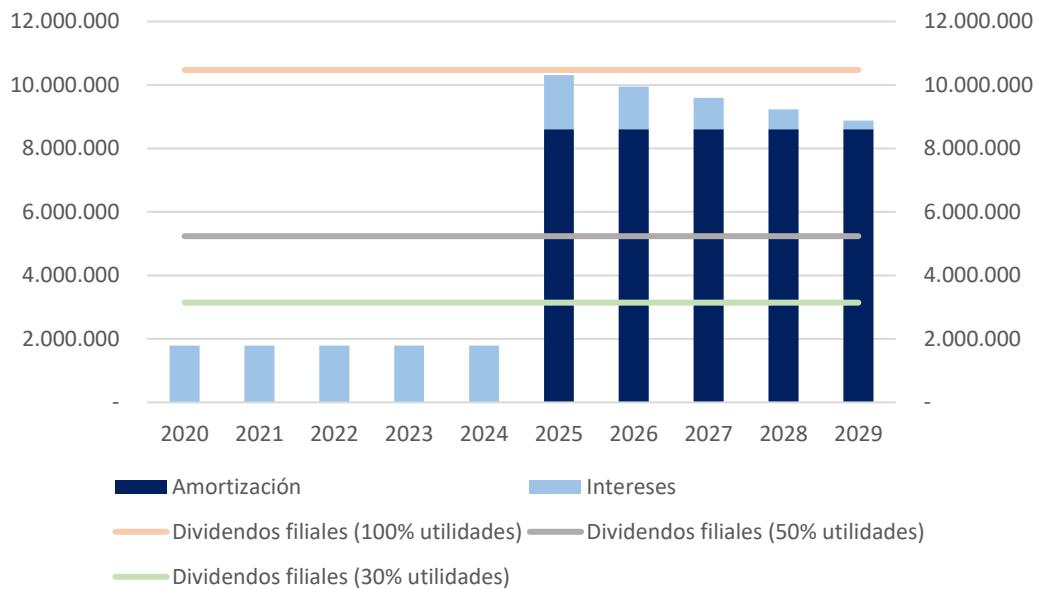
¹⁶ Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a marzo de 2020.

Evolución del endeudamiento

Deuda individual matriz y utilidades esperadas filiales

Al 31 de marzo de 2020, la deuda financiera individual de **Nexus Chile Health** ascendía a \$44.747 millones, la cual fue refinaciada en abril a través de la emisión de un bono, la que al 30 de junio de 2020¹⁷, alcanza los \$ 43.492 millones, concentrando el 100% en el largo plazo. Al contrastar la deuda financiera individual¹⁸ con el nivel de dividendos estimados de las filiales Isapre Nueva Masvida y Nexus Intelligence, a partir de las ganancias registradas durante los últimos períodos¹⁹, se aprecia que la compañía exhibe holgura hasta 2024 incluso con el 30% de los dividendos, a partir de 2025 se observan vencimientos más elevados, sin embargo, podrían ser pagados con el 100% de las utilidades.

Ilustración 5
Perfil de vencimientos (M\$)
2020-2029



Relación deuda individual matriz y múltiplo utilidades filiales

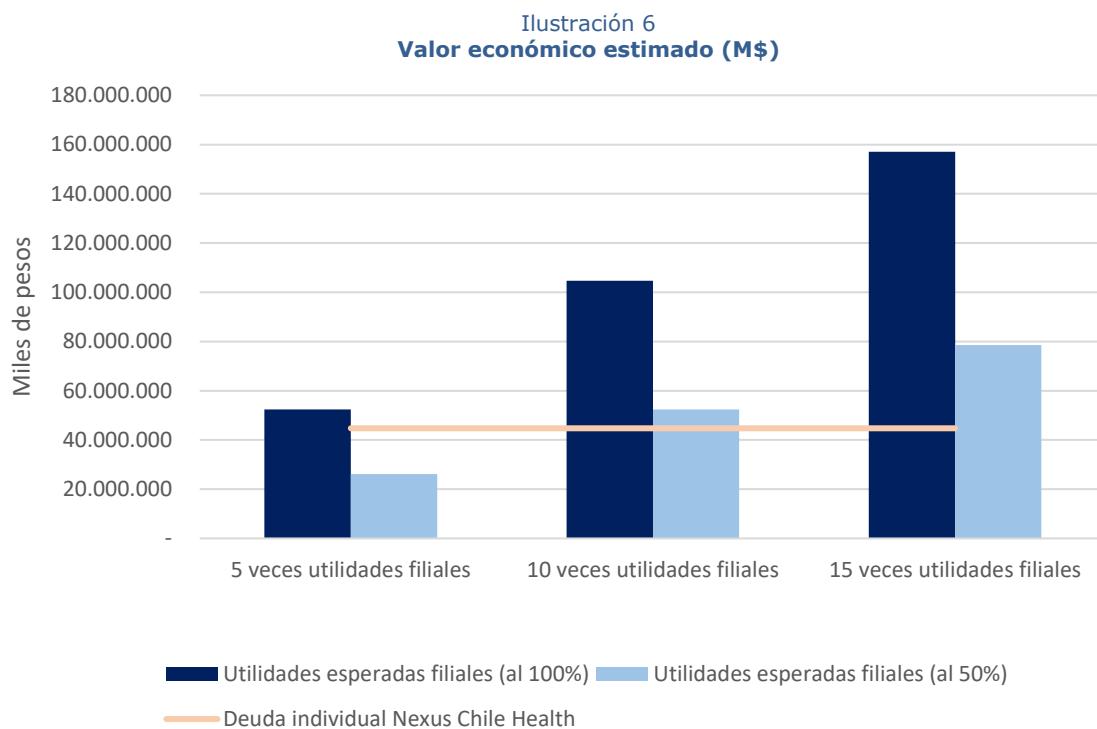
Dado el carácter de holding de **Nexus Chile Health**, es importante contrastar el valor económico estimado de sus activos²⁰ con el valor del vencimiento del bono, actualizando sus valores a junio de 2020. Para efectos de visualizar el valor económico, se utilizan diferentes “múltiplos de utilidad” que reflejan escenarios disímiles, desde altamente pesimistas a otros muy optimistas, alcanzando valores entre las 1,2 y 3,5 veces de la deuda financiera individual. (Ilustración 6).

¹⁷ Bono por U.F. 1.500.000, el cual considerando intereses y ajustado a UF junio 2020: \$28.696,42.

¹⁸ Considera amortización e intereses.

¹⁹ 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 y una estimación para 2020.

²⁰ El valor económico fue estimado a partir de un promedio de las utilidades de 2018, 2019 y una estimación para 2020.



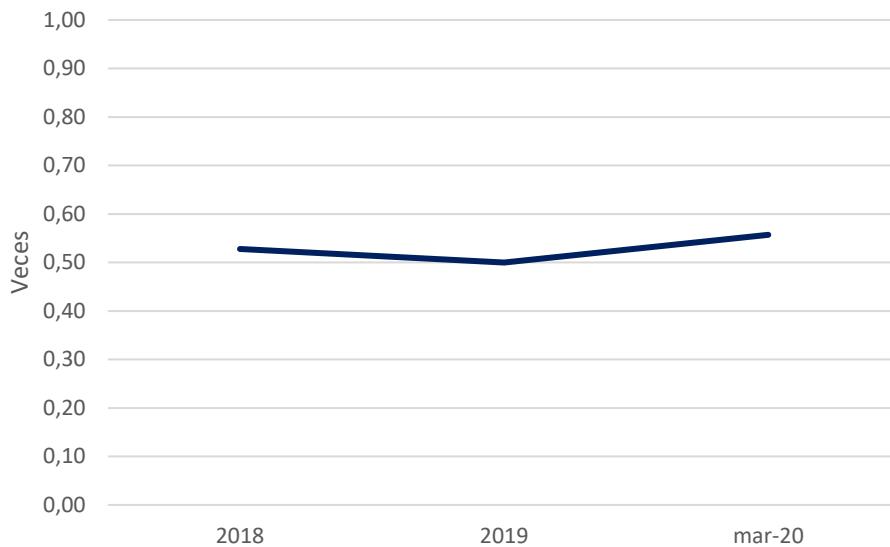
Evolución de la liquidez

En relación con la liquidez de la compañía, medida a través de la razón circulante²¹, ha sido estable en el tiempo cercana a las 0,6 veces. A marzo de 2020, la liquidez de la compañía cerró en 0,56 veces.

²¹

Razón circulante = activo circulante / pasivo circulante.

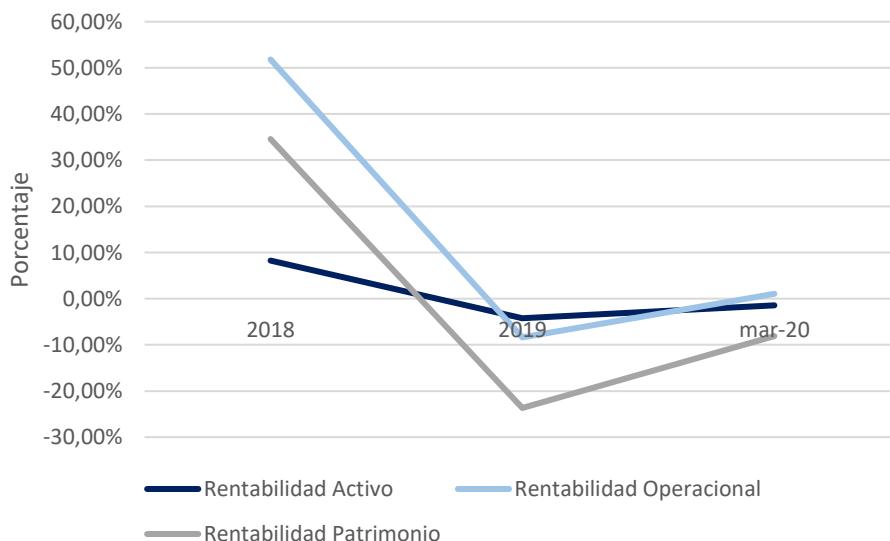
Ilustración 7
Indicadores de liquidez
2018 - marzo 2020



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 8, en donde a marzo de 2020 la rentabilidad sobre el patrimonio alcanzó un -8,14%, la rentabilidad del activo un -1,45% y la rentabilidad operacional un 1,07%.

Ilustración 8
Indicadores de rentabilidad (%)
2018 - marzo 2020



Bonos



Línea de bonos N° 1016 de 27 de marzo de 2020	
Monto Máximo Línea (UF)	1.500.000
Plazo Vencimiento Línea (años)	10
Fecha de Vencimiento de la Línea	27 de marzo de 2030
Estado	Colocada
Primera Emisión (Serie A)	<ul style="list-style-type: none"> • Monto inscrito: UF 1.500.000 • Fecha: 24/04/2020 • Tasa de carátula: 4,2% • Vencimiento: 9,42 años

Covenants línea		
	Límite	Valor a Junio 2020
Endeudamiento financiero neto	No superior a 2,75 veces	1,10 veces
Endeudamiento financiero de filiales	No superior al 30% de las obligaciones consolidadas del emisor	0,24 veces
Patrimonio	Superior a \$17.500 millones	\$43.365 millones

Principales *ratios* financieros

Ratios Financieros				
Ratios de liquidez	2017	2018	2019	2020.T1
Liquidez (veces)	1,12	1,22	1,11	1,14
Razón Circulante (Veces)	0,24	0,53	0,50	0,56
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,24	0,53	0,47	0,51
Razón Ácida (veces)	0,24	0,53	0,50	0,56
Rotación de Inventarios (veces)	8379,45	4596,56	4720,28	12039,17
Promedio Días de Inventarios (días)	0,04	0,08	0,08	0,03
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	25,09	7,75	5,87	6,65
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	14,55	47,07	62,18	54,85
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,87	4,65	3,79	5,07
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	74,89	78,43	96,31	72,03
Diferencia de Días (días)	60,34	31,37	34,14	17,18
Ciclo Económico (días)	60,29	31,29	34,06	17,15
Ratios de endeudamiento	2017	2018	2019	2020.T1
Endeudamiento (veces)	0,75	0,77	0,86	0,82
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	3,02	3,32	6,15	4,63
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	4,55	5,60	7,17	5,89
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	0,00	1,20	-19,34	19,38
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	--	0,83	-0,05	0,05
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	0,00%	18,85%	38,64%	40,20%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	12,71%	13,64%	0,01%	0,01%
Veces que se gana el Interés (veces)	69,51	6,33	-1,70	-0,44
Ratios de rentabilidad	2017	2018	2019	2020.T1
Margen Bruto (%)	10,80%	17,56%	9,47%	11,85%
Margen Neto (%)	11,49%	3,45%	-2,50%	-0,88%
Rotación del Activo (%)	216,65%	200,15%	147,92%	164,35%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	24,89%	8,24%	-4,24%	-1,45%
Rentabilidad Total del Activo (%)	24,89%	8,24%	-4,24%	-1,45%
Inversión de Capital (%)	0,30%	3,27%	3,37%	2,91%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-4,64	-6,50	-3,92	-5,28
Rentabilidad Operacional (%)	34,16%	51,81%	-8,39%	1,07%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	99,99%	34,57%	-23,68%	-8,14%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	89,18%	82,29%	89,86%	87,37%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	89,20%	82,44%	90,53%	88,15%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	9,01%	12,29%	13,10%	13,17%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	20,60%	58,75%	-17,30%	2,40%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	2,39%	6,01%	-1,16%	1,04%

"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".