ICR Chile

ACCIÓN DE RATING

7 de noviembre, 2025

Reseña anual de clasificación

RATINGS

Nexus Chile Health SpA.

Solvencia	B-
Bonos	B-
Tendencia	En observación
Estados financieros	2Q-2025

Para mayor información, ir a sección
Evolución de ratings

METODOLOGÍAS

Metodología general de clasificación de empresas

Metodología de industria de servicios

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Pablo Galleguillos +56 2 2896 8209
Director Senior Instituciones Financieras
pgalleguillos@icrchile.cl

Carolina Quezada
Analista Instituciones Financieras
cquezada@icrchile.cl

Nexus Chile Health SpA.

Informe de clasificación de riesgo anual

ICR ratifica en categoría B-/En observación, la solvencia, línea de bonos y series vigentes de Nexus Chile Health SpA.

La ratificación se fundamenta en la débil fortaleza financiera del emisor, la incertidumbre sobre los futuros flujos de la Isapre para afrontar la amortización del bono, y el limitado margen de flexibilidad de Nexus Intelligence para satisfacer los intereses del bono. Esto ocurre a pesar de las modificaciones al contrato de bonos que extienden su vencimiento, proporcionando mayor flexibilidad financiera y alivio en el perfil de vencimientos mientras la deuda por tabla de factores esté vigente.

Las implicancias de la Ley Corta[1] y la instrucción de la CMF llevaron a modificar el contrato de bonos serie A de UF 1.500.000. El periodo de amortización semestral, que comenzaba en abril de 2025, se reestructuró para iniciar en octubre de 2038 con nueve cuotas iguales. La tasa de interés aumentó de 4,2% a 4,5% anual desde abril de 2025, manteniendo pagos semestrales. Se realizó una amortización extraordinaria de UF 150.000 en mayo de 2025, y se incorporaron medidas de protección para los tenedores de bonos junto con un único covenant financiero de patrimonio mínimo de $17.500 millones, excluyendo el pasivo por tabla de factores.

En un escenario sin nuevos eventos exógenos, más probable tras la Ley Corta, se espera que la Isapre genere flujos suficientes para cubrir la deuda de la tabla de factores. Sin embargo, dado que el plazo de devolución finaliza cuando comienza la amortización del bono en 2038, el margen para estos pagos será limitado si la Isapre opera con un margen de ganancia nulo. En 2025, Isapre Nueva Masvida cubrió sus compromisos de la tabla de factores y pagó la amortización extraordinaria del bono a través de cuentas con partes relacionadas.

Con la restricción de dividendos vigente, la compañía espera cubrir los intereses del bono principalmente con los flujos de Nexus Intelligence, aunque de manera ajustada según nuestro análisis. La amortización extraordinaria y el aumento en la tasa de interés mantienen los pagos de intereses alineados con las utilidades de la filial. A pesar de enfrentar menos volatilidad y riesgos normativos que la Isapre y de contar con cierto acceso a financiamiento, la disminución de resultados en 2025 genera incertidumbre.

En 2024, Nexus Chile Health tuvo que constituir un pasivo por la devolución de la tabla de factores[2], resultando en pérdidas de $17.081 millones, usando el valor presente de los flujos de devolución. A junio de 2025, la compañía reportó una utilidad consolidada de $1.411 millones, en contraste con las pérdidas del año anterior, gracias al mejor desempeño de la Isapre. Por su parte, el patrimonio consolidado asciende a $12.497 millones, afectado por el pasivo de la tabla de factores. Esto ha impactado los indicadores de endeudamiento total y financiero neto, que se sitúan en 12,8 y 3,9 veces, respectivamente.

La tendencia "En observación" está condicionada a la evolución de los resultados de la Isapre durante 2025. Dado que los resultados actuales recién comienzan a reflejar los efectos del plan de pago y ajuste (PPA), es importante monitorear su evolución para determinar si se desarrolla una evolución positiva que permita fortalecer la posición financiera del holding.

Perfil de la Empresa

Nexus Chile Health SpA. (la compañía o la empresa) es la sociedad a través de la cual Nexus Chile SpA, subsidiaria indirecta del fondo estadounidense de *private equity* Nexus Partners, mantiene el 100% de la propiedad de Isapre Nueva Masvida y de Nexus Intelligence SpA.

Isapre Nueva Masvida nació el año 1984 como Isapre Ferrosalud y el año 2017 cambió su razón social a Nueva Masvida tras la compra de la cartera de contratos de la ex Isapre Masvida por parte del grupo Nexus. Con esta operación se adquirieron todos los contratos de salud que mantenía vigentes Isapre Masvida, así como también otros activos y contratación de personal, mientras que se renovó la totalidad de la administración mediante la contratación de ejecutivos de otras instituciones de salud previsional.

Nexus Intelligence corresponde a la empresa enfocada al desarrollo de negocios complementarios a la Isapre, que actualmente administra, en base a metodologías de *Business Intelligence,* la gestión del consumo de medicamentos, prestaciones dentales, seguros complementarios de accidentes personales y otros servicios complementarios por los cuales percibe ingresos variables vinculados a los niveles de facturación o consumo de los proveedores externos de dichos servicios.

Clasificación de riesgo del negocio: BBB

Industria de Isapres enfrenta un escenario de mayor certeza en su entorno normativo

Desde el último trimestre de 2022, los fallos de la Corte Suprema han impactado las principales instancias de adecuación de precios aplicables por las Isapres: plan base, prima GES[3] y tabla de factores. En agosto de 2022, el máximo tribunal dejó sin efecto el alza del plan base y mandató al regulador para iniciar un nuevo proceso, permitiendo a Nueva Masvida acogerse al máximo de 7,6%, a diferencia de otras Isapres.

En noviembre del mismo año, la Corte Suprema instruyó a la Superintendencia de Salud a ajustar los precios finales de todos los contratos de salud según la tabla única de factores[4] y gestionar devoluciones cuando el precio final resultante sea menor a lo cobrado. Posteriormente, en agosto de 2023, resolvió dejar sin efecto el alza de la prima GES[5], afectando los ingresos desde enero de 2024.

La ley corta, aprobada en mayo de 2024, reguló la aplicación de la tabla de factores única y estableció medidas de mitigación para equilibrar financieramente a las Isapres, incluyendo la adecuación de los planes de salud al 7% de cotización legal. Para hacer efectiva la devolución de los cobros en exceso, las Isapres debieron presentar un Plan de Pago y Ajuste (PPA), que incluía un plan de restitución con un plazo máximo de 13 años, una prima extraordinaria por beneficiario, y elementos de contención de costos. Durante el período de deuda, las Isapres están impedidas de distribuir utilidades o dividendos.

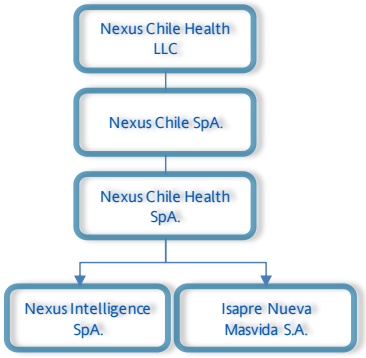
Para Nueva Masvida, las devoluciones por tabla de factores ascienden a cerca de UF 1,8 millones, la más baja de la industria. La prima extraordinaria por beneficiario fue de UF 0,35, inferior a la mayoría de sus pares. Además, incluyó la opción de pronto pago, permitiendo acelerar la liquidación de la deuda si las condiciones lo permiten.

Con todo, el sistema enfrenta un escenario de mayor estabilidad y certeza en su entorno normativo, lo que favorece la operación de Nueva Masvida. El mecanismo de reajuste del plan base, verificado y validado por la Superintendencia de Salud[6] ha proporcionado certeza jurídica a las Isapres frente a las históricas demandas por alzas de precios. La Ley Corta, que también reguló el proceso para la fijación del precio GES, debería ofrecer un efecto similar. Además, la Ley N°21.746 de 2025 introduce más control y supervisión sobre licencias médicas. Sin embargo, a pesar de estos avances, la industria sigue expuesta a posibles reformas futuras tras la crisis del sistema.

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Grupo Nexus mantiene el control de Isapre Nueva Masvida y Nexus Intelligence

Estructura de propiedad simplificada



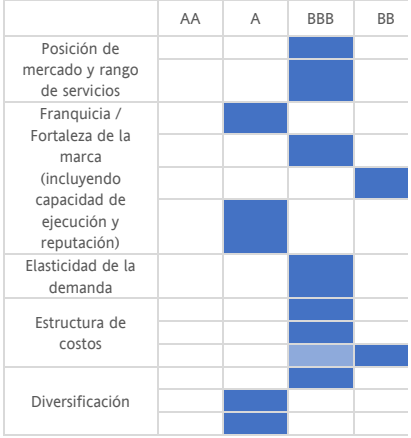
Fuente: Memoria Anual 2024

ADMINISTRACIÓN

Eduardo Sánchez W.	CEO Nexus Chile
Luis Atabales M.	Gerente General Nexus Chile Health y Nexus Intelligence
Gonzalo Arriagada L.	Presidente Directorio Nueva Masvida
Aldo Corradossi B.	Gerente General Nueva Masvida
Carlos Jara U.	Gerente de Administración y Finanzas Nueva Masvida

Fuente: Memoria 2024

MATRIZ DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL NEGOCIO DE NEXUS CHILE HEALTH



Nota: Cuando un punto de la matriz presenta dos colores, quiere decir que la nota asignada corresponde a un valor intermedio.

Fuente: Metodología clasificación industria de servicios, ICR.

Estructura de costos promedio genera inestabilidad en los márgenes

En 2020, la pandemia provocó una disminución temporal en los costos de prestaciones médicas al reducir la demanda de servicios de salud. Esto llevó a una mejora en la siniestralidad de la industria, con Nueva Masvida alcanzando un máximo en sus resultados. Al año siguiente, los costos de la industria se incrementaron, por la mayor actividad en salud y alza de los costos por licencias médicas, con un impacto más acotado en el caso de Nueva Masvida, dada la composición de su cartera.

En 2022 la tasa de siniestralidad de la industria se mantuvo desfavorable con respecto al desempeño histórico, con costos de licencias médicas equilibrándose y un aumento en costos por prestaciones con la normalización de la actividad en salud. Nueva Masvida, sin embargo, evitó pérdidas. En 2023, la siniestralidad de industria mejoró gracias al reajuste de la prima GES, especialmente en aquellas compañías que aplicaron una mayor alza, como es el caso de Nueva Masvida, que registró utilidades, a diferencia del sistema.

En 2024, el fallo sobre la prima GES redujo los ingresos, impactando en la siniestralidad de la industria. Nueva Masvida mitigó parcialmente este efecto con el reajuste del plan base del 7,4% en abril[7]. A partir del último trimestre del año, la implementación de la tabla de factores única afectó negativamente los ingresos, efecto mitigado por la cotización mínima del 7% y la aplicación de la prima extraordinaria. Estas medidas permitieron que en 2025 se observe una mejora en la siniestralidad, con Nueva Masvida sosteniendo el indicador más favorable de la industria.

Menor participación de mercado respecto a los líderes de la industria

El alcance de los servicios de Nexus Chile Health SpA. se concentra en el negocio de la Isapre, representando sobre un 98% de los ingresos consolidados. Mientras tanto, el negocio de Nexus Intelligence complementa los servicios de la Isapre, ofreciendo beneficios adicionales a clientes y proveedores de salud.

En el sector de Isapres abiertas en Chile, hay siete participantes. Las tres principales, Colmena, Consalud y Banmédica reúnen el 65,8% de los cotizantes. Cruz Blanca ha visto su participación de mercado reducirse a 14,7% debido a un decrecimiento sostenido de su cartera, generando una brecha con los líderes. Nueva Masvida ocupa el quinto lugar con un 12,3% de participación a septiembre de 2025, seguida por Vida Tres y Esencial.

La industria de Isapres ha experimentado una disminución sostenida en el número de cotizantes, impulsada por la crisis del sector, que llevó a una reducción de los esfuerzos comerciales para disminuir gastos, y la migración de cotizantes hacia FONASA. En contraste, Nueva Masvida ha revertido años de pérdida de cotizantes, aumentando moderadamente su cartera de afiliados y participación de mercado en los últimos años, gracias a una estrategia enfocada en expandir su cartera.

Respecto a la nueva Modalidad de Cobertura Complementaria (MCC) de Fonasa, incorporada en la Ley Corta, que podría haber promovido una mayor migración hacia FONASA, no tuvo éxito en su primera licitación, generando dudas sobre su implementación y sostenibilidad futura.

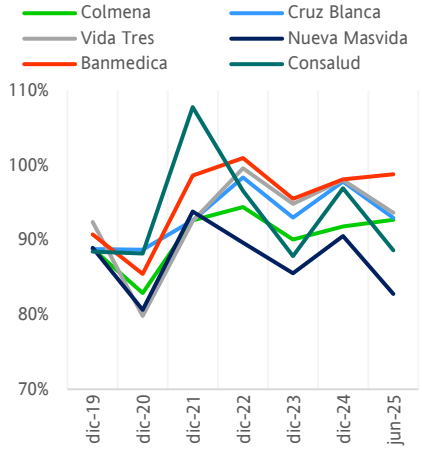
Administración con alto nivel de expertise, calidad de servicio promedio y adecuada diversificación regional y de clientes

La alta administración de la compañía está compuesta por ejecutivos con amplia experiencia en el sector, manteniéndose relativamente estable a lo largo del tiempo. El directorio de la Isapre, presidido por Gonzalo Arriagada Lillo, consta de tres miembros.

La Isapre ofrece una amplia gama de planes, respaldados por su red de convenios preferentes que incluyen coberturas hospitalarias de hasta el 100% y ambulatorias de hasta el 80%. Todos los planes incluyen beneficios de telemedicina y cobertura del copago en urgencias. La atención al cliente se realiza mediante un modelo multicanal, con un enfoque en la afiliación electrónica.

Nueva Masvida opera con la siniestralidad más baja de la industria

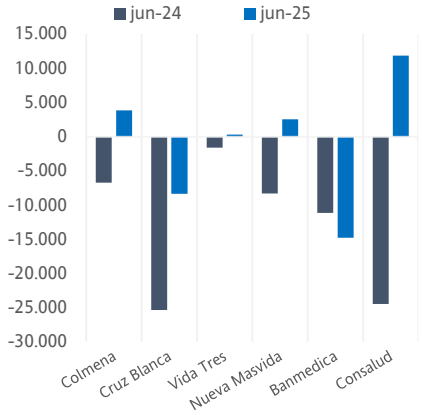
Tasa de siniestralidad (costos sobre ingresos, %)



Fuente: Superintendencia de Salud

Isapres abiertas muestras resultados mixtos al primer semestre de 2025

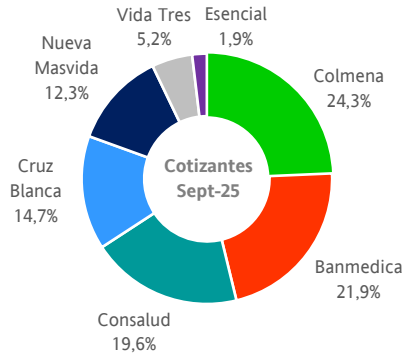
Utilidad (pérdida) por isapres abiertas (millones de pesos)



Fuente: Superintendencia de Salud

Nueva Masvida mantiene la quinta posición en la industria de Isapres

Participación de mercado por número de cotizantes (%), septiembre 2025



Fuente: Superintendencia de Salud

Hasta el segundo semestre de 2023, la Isapre experimentó una variación neta de contratos negativa. Sin embargo, posteriormente se observó un aumento en la suscripción de contratos y una disminución en los desahucios, alineado a la estrategia de la compañía. En el último trimestre de 2024, la aplicación de la prima extraordinaria no tuvo un impacto significativo, ya que Nueva Masvida implementó una de las primas más bajas de la industria. La tasa de desahucios voluntarios ha sido superior a la de sus pares.

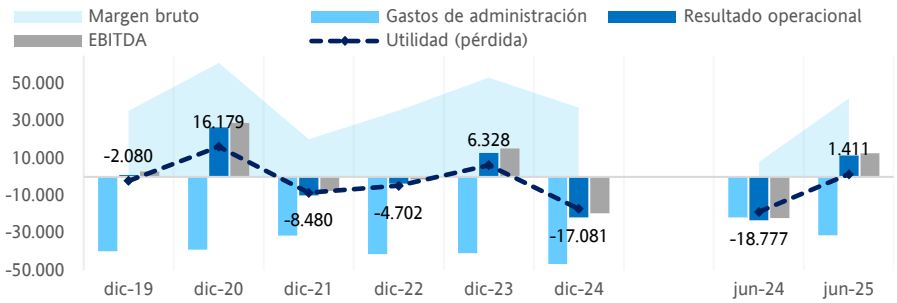
Pese a administrar una menor cartera que su benchmark, Nueva Masvida mantiene una diversificación geográfica adecuada, con presencia en todo Chile a través de su red de sucursales. A septiembre de 2025, el 45% de sus cotizantes se concentra en la región metropolitana. La cartera de afiliados está demográficamente inclinada hacia hombres, que representan el 63,3% del total, y se enfoca en segmentos de menor riesgo, especialmente en tramos etarios más jóvenes.

Evaluación de la fortaleza financiera: Débil

Emisor mantiene una situación financiera debilitada

El holding muestra una alta volatilidad en sus resultados, debido principalmente a la estructura de costos del sector, con niveles de siniestralidad superiores a 85% y un indicador de eficiencia por encima de 10%. Esto significa que, pequeñas variaciones en siniestralidad o eficiencia pueden impactar significativamente el resultado final. Además, los efectos de la pandemia y posteriormente los fallos de la Corte Suprema en materia de correcciones de precios (plan base, tabla de factores y GES), han afectado los márgenes de la compañía.

Compañía registra utilidades en 2025 como resultado de las medidas de mitigación del PPA
Resultado del ejercicio Nexus Chile Health (millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con datos CMF

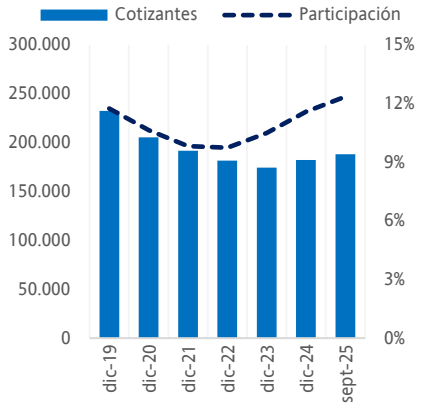
Nueva Masvida, la principal filial generadora de flujos ha experimentado un impacto más limitado en comparación con sus pares, mostrando utilidades o pérdidas más acotadas. Al segundo trimestre de 2025, la Isapre presenta un desempeño positivo gracias al incremento de ingresos por la prima extraordinaria y la cotización mínima obligatoria del 7%, lo que ha compensado el aumento de costos operativos. Los gastos financieros también aumentaron, debido al deterioro de instrumentos financieros.

Cabe recordar que la Isapre se encuentra impedida de repartir dividendos a su matriz mientras no haya pagado la totalidad de la deuda derivada de la aplicación de tabla de factores, con un plazo máximo de devolución de trece años, que podría reducirse en caso de un fortalecimiento de los resultados futuros, dada la opción de pronto pago.

Nexus Intelligence, aunque tiene una participación menor en los ingresos consolidados, contribuye positivamente con altos márgenes debido a su liviana estructura de costos. Ha generado una utilidad promedio de $2.230 millones entre 2019 y 2024, aunque a junio de 2025, la utilidad se redujo a $704 millones, un 45,8% menos que el año anterior, debido a una menor actividad comercial.

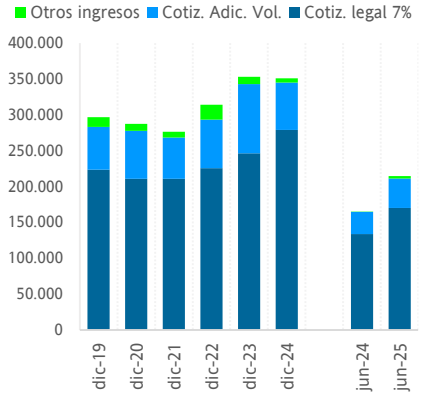
Respecto al resultado individual de Nexus Chile Health, las pérdidas generadas por la reajustabilidad del bono presionaron el resultado consolidado a la baja, especialmente

Cartera de afiliados aumenta en los últimos dos años, en contraste con el sistema
Cantidad de afiliados y participación de mercado de Nueva Masvida por número de cotizantes (%)



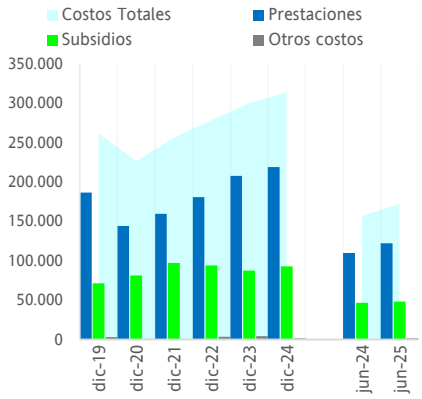
Fuente: Superintendencia de Salud

Prima extraordinaria y cotización obligatoria mínima de 7% favorecen los ingresos en 2025
Ingresos Nexus Chile Health (millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con datos CMF

Al 2Q-2025, costos operacionales aumentan en mayor medida por prestaciones médicas
Costos Nexus Chile Heath (millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con datos CMF

en 2022 debido a la alta inflación. Este impacto se ha moderado en años posteriores con la disminución de la presión inflacionaria.

En 2024, bajo instrucciones de la CMF[8], Nexus Chile Health tuvo que constituir un pasivo por la devolución de la tabla de factores, resultando en pérdidas de $17.081 millones. Esto se realizó usando el valor presente de los flujos de devolución, totalizando UF 412.779. Al 2Q-2025, la compañía reporta una utilidad consolidada de $1.411 millones, en contraste con pérdidas del año anterior, gracias al mejor desempeño de la Isapre.

Modificaciones al contrato de bonos como resultado de los efectos de la Ley Corta

En marzo de 2025, la Junta de Tenedores del bono serie A del emisor por un monto de UF 1.500.000, línea N° 1.016, discutió los efectos de la Ley Corta de Isapres, que impactó directamente en su principal activo, Isapre Nueva Masvida. También se abordaron las implicaciones de la instrucción de la CMF, que exigió registrar pasivos por devoluciones de cobros en exceso. Como resultado, se acordó modificar el contrato de bonos.

En el detalle, el periodo de amortización semestral que comenzaba en abril de 2025 fue reestructurado, y el capital se amortizará en nueve cuotas iguales a partir de octubre de 2038. La tasa de interés se incrementó del 4,2% al 4,5% anual a partir del 2 de abril de 2025, manteniendo el pago de intereses semestral. Además, se estableció una amortización extraordinaria de UF 150.000, pagada el 2 de mayo del mismo año.

Se incorporaron medidas de resguardo para los tenedores de bonos, como garantías sobre las filiales y limitaciones en la distribución de dividendos. Además, se estableció un único covenant financiero de patrimonio mínimo de $17.500 millones, excluyendo el pasivo por tabla de factores. Esto eliminó la restricción de endeudamiento financiero neto, que tenía un límite de 2,75 veces.

A junio de 2025, Nexus Chile Health presenta un patrimonio consolidado de $12.497 millones, afectado por el pasivo de la tabla de factores. La reducción patrimonial ha impactado los indicadores de endeudamiento total y financiero neto, que alcanzaron 12,8 y 3,9 veces respectivamente.

Bajo un escenario sin nuevos eventos exógenos, más probable tras la Ley Corta, la Isapre debería generar flujos suficientes para cubrir la deuda de la tabla de factores. Sin embargo, dado que el plazo máximo de devolución coincide con el inicio de la amortización del bono en 2038, el margen para este pago sería reducido si la Isapre operara con una última línea nula. Durante 2025, Isapre Nueva Masvida ha generado flujos suficientes para cubrir los compromisos de la tabla de factores y pagó la amortización extraordinaria del bono a través de cuentas con partes relacionadas.

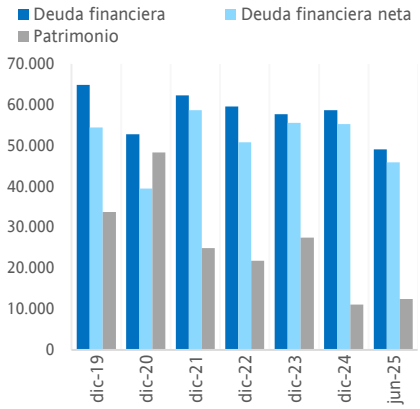
Con la restricción de dividendos vigente, la compañía espera cubrir los intereses del bono principalmente con los flujos de Nexus Intelligence, aunque de manera ajustada según nuestro análisis. La amortización extraordinaria y el aumento en la tasa de interés mantienen los pagos de intereses alineados con las utilidades de la filial. A pesar de enfrentar menos volatilidad y riesgos normativos que la Isapre y de contar con cierto acceso a financiamiento, la disminución de resultados en 2025 genera incertidumbre.

Las modificaciones al contrato extienden el plazo de vencimiento, ofreciendo flexibilidad financiera y alivio en el perfil de vencimientos, mientras la deuda por tabla de factores esté vigente. Sin embargo, la clasificación sigue restringida debido a la débil fortaleza financiera del emisor, la incertidumbre sobre los flujos futuros de la Isapre para afrontar el periodo de amortización del bono, y el limitado margen de flexibilidad de Intelligence para satisfacer los intereses del bono.

La tendencia "En observación" está condicionada a la evolución de los resultados de la Isapre durante 2025. Dado que los resultados actuales recién comienzan a reflejar los efectos del PPA, es importante monitorear su evolución para determinar si se consolida una tendencia positiva que permita fortalecer la posición financiera del holding.

Disminución de deuda financiera por amortización extraordinaria y patrimonio en niveles muy bajos

Deuda financiera total, neta y patrimonio (millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con datos CMF

Perfil de amortización se extiende tras modificación al contrato de bonos

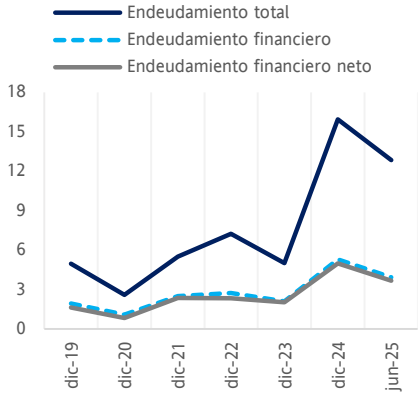
Calendario de pago de intereses y amortización, bono serie A (UF)

Año	Intereses anuales	Amortización anual
2020 a 2024	62.352	
2025	61.760	150.000
2026 a 2037	60.080	
2038	60.080	150.000
2039	50.067	300.000
2040	36.716	300.000
2041	23.365	300.000
2042	10.013	300.000

Fuente: Elaboración propia con datos CMF

Indicadores de endeudamiento profundizan su debilitamiento

Endeudamiento total, financiero y financiero neto (veces)



Fuente: Elaboración propia con datos CMF

Instrumentos clasificados

Bonos corporativos

En marzo de 2025 se celebró la Junta de Tenedores del Bono Serie A, línea N° 1.016, emitido por Nexus Chile Health SpA, en la cual se expusieron los efectos que ha tenido sobre el grupo la dictación de la Ley N°21.674, conocida como "Ley Corta de Isapres", la que impactó directamente en su principal activo, Isapre Nueva Masvida.

Asimismo, se abordaron los efectos de la instrucción emitida por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) con fecha 21 de enero de 2025, que obligó a la compañía a registrar el pasivo por devoluciones de cobros en exceso contra los resultados del ejercicio.

En atención a las consideraciones anteriores, se acordaron las siguientes modificaciones al Contrato de Emisión y a la Escritura Complementaria de Emisión de los bonos serie A:

- Se otorgó una renuncia específica a los siguientes incumplimientos: nivel de endeudamiento financiero, patrimonio mínimo y obligaciones de información.
- Añadir, sustituir o dejar sin efecto ciertas definiciones utilizadas en dichos documentos.
- Prorrogar la fecha de vencimiento de los bonos hasta el día 1°de octubre de 2042, estableciéndose para dichos efectos una nueva tabla de desarrollo.
- Acordar la constitución de garantías para caucionar las obligaciones del emisor
- Adecuar las obligaciones financieras y, de manera particular, la de endeudamiento financiero y de patrimonio mínimo,
- Modificar ciertas obligaciones de hacer y no hacer del Emisor
- Modificar la tasa de interés de los bonos, 4,2% al 4,5% anual a partir del 2 de abril de 2025, manteniendo el pago de intereses semestral.

Las modificaciones antes señaladas constituyen los acuerdos alcanzados entre Nexus y los Tenedores de Bonos Serie A no relacionados al Emisor.

El 2 de mayo de 2025 se efectuó el pago de un cupón de amortización por 150.000 U.F. según lo establecido en la Escritura Complementaria de la Primera Emisión de Bonos por Línea de Títulos de Deuda del 8 de agosto de 2019 y sus modificaciones de fechas 30 de octubre de 2019, 6 de marzo de 2020 y 20 de marzo de 2025.

En nuestra opinión, la estructura estipulada en el contrato de emisión, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no incluye condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los dos componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

Evolución de ratings

Fecha	Solvencia	Bonos	Tendencia	Motivo
06-nov-19	A-	A-	Estable	Primera clasificación y nuevo instrumento
30-oct-20	A-	A-	Estable	Reseña anual de clasificación
24-may-21	A-	A-	En observación	Cambio de tendencia
29-oct-21	A-	A-	En observación	Reseña anual de clasificación
30-jun-22	A-	A-	Negativa	Cambio de tendencia
05-ago-22	BBB-	BBB-	En observación	Cambio de clasificación
01-sep-22	BB+	BB+	En observación	Cambio de clasificación
09-sep-22	BB+	BB+	En observación	Hecho relevante
13-oct-22	BBB-	BBB-	Positiva	Hecho relevante
28-oct-22	BBB-	BBB-	Positiva	Reseña anual de clasificación
01-dic-22	BBB-	BBB-	En observación	Hecho relevante
17-mar-23	BBB-	BBB-	En observación	Hecho relevante
30-mar-23	BB	BB	Negativa	Cambio de clasificación
22-may-23	C	C	En observación	Cambio de clasificación
30-ago-23	C	C	En observación	Hecho relevante
31-oct-23	C	C	En observación	Reseña Anual
23-may-24	C	C	En observación	Hecho relevante
30-oct-24	C	C	En observación	Reseña Anual
26-mar-25	B-	B-	En observación	Hecho relevante
30-oct-25	B-	B-	En observación	Reseña Anual

Definición de categorías

Categoría B

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retrasos en el pago de intereses y el capital.

La subcategoría "-" denota una menor protección dentro de la categoría B.

Anexo 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)

Estados financieros (millones de pesos)	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
Activos corrientes	76.657	71.822	48.061	57.555	21.116	39.475	34.826	30.446
Activos no corrientes	124.594	101.062	114.177	122.176	144.364	148.398	144.102	142.421
Activos totales	201.251	172.885	162.238	179.731	165.479	187.874	178.928	172.867
Efectivo y equivalentes	1.024	8.527	235	428	465	294	545	2.374
Otros activos financieros corrientes	9.381	4.771	3.358	8.300	1.610	3.103	1.663	815
Pasivos corrientes	146.076	60.507	72.592	82.341	65.727	98.222	92.718	89.429
Pasivos no corrientes	21.403	64.043	64.670	75.552	72.218	78.566	76.820	70.941
Pasivos totales	167.479	124.550	137.262	157.892	137.945	176.788	169.538	160.370
Deuda financiera	64.884	52.794	62.282	59.568	57.671	58.660	57.199	49.122
Deuda financiero corriente	56.434	2.430	11.699	5.329	2.487	6.797	6.477	566
Deuda financiera no corriente	8.450	50.363	50.583	54.239	55.184	51.863	50.722	48.555
Deuda financiera neta	54.478	39.495	58.689	50.840	55.596	55.262	54.991	45.933
Patrimonio	33.772	48.334	24.976	21.839	27.534	11.086	9.390	12.497
Ingresos de explotación	296.895	287.632	276.674	314.239	352.990	350.876	165.318	214.524
Costos de explotación	-261.448	-226.676	-256.499	-278.704	-299.907	-313.735	-157.198	-172.536
Gastos de administración	-39.789	-38.952	-31.410	-41.287	-40.844	-46.616	-21.635	-31.240
Resultado operacional	977	26.413	-9.933	-3.587	12.850	-21.759	-23.177	11.494
Ingresos financieros	2.339	1.378	739	3.658	3.843	3.382	1.830	1.297
Costos financieros	-3.918	-2.619	-2.678	-3.662	-3.330	-2.869	-1.565	-7.367
Resultados por unidades de reajuste	-294	-1.067	-3.167	-3.319	-3.838	-3.748	-2.212	-2.039
Utilidad (pérdida) antes de impuestos	-895	23.633	-14.413	-6.910	9.525	-24.994	-25.124	3.385
Utilidad (pérdida)	-2.080	16.179	-8.480	-4.702	6.328	-17.081	-18.777	1.411
Eficiencia	13,4%	13,5%	11,4%	13,1%	11,6%	13,3%	13,1%	14,6%
Liquidez	0,52	1,19	0,66	0,70	0,32	0,40	0,38	0,34
Endeudamiento total	4,96	2,58	5,50	7,23	5,01	15,95	18,06	12,83
Endeudamiento financiero	1,92	1,09	2,49	2,73	2,09	5,29	6,09	3,93
Endeudamiento financiero neto	1,61	0,82	2,35	2,33	2,02	4,98	5,86	3,68
Endeudamiento neto	4,65	2,30	5,35	6,83	4,93	15,64	17,82	12,58
Flujo operacional neto	9.138	9.720	395	17.452	6.203	412	5.589	21.875
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses	1,88	23,27	-3,85	-313,53	-29,53	37,90	18,75	2,63

Fuente: Elaboración propia con datos CMF

[1] La ley, aprobada el 13 de mayo de 2024, regula la implementación del fallo de la Corte Suprema en materia de tabla de factores. También incorpora la creación de la Modalidad de Cobertura Complementaria (MCC) de Fonasa, junto a otras disposiciones.

[2] El registro contable de dicha obligación ha sido efectuado en los términos instruidos por la Comisión para el Mercado Financiero, en su Oficio Reservado N°10.232, de fecha 21 de enero de 2025.

[3] Garantías Explícitas en Salud.

[4] Corresponde a la tabla de factores establecida por el regulador en la Circular N°343 al cierre de 2019, la cual comenzó a regir a partir de abril de 2020. Dicha tabla elimina la discriminación por sexo, y restringe la segmentación por edad, estableciendo factores diferenciados por cotizantes y cargas, acorde a siete tramos etarios.

[5] Se conservó para el período 2022-2024 el valor de la prima GES que las aseguradoras fijaron para el periodo anterior (trienio 2019-2022) y un ajuste de UF 7,225 anual para aquellas compañías que hayan aplicado un monto inferior al costo esperado individual promedio por beneficiario. Cuyo monto fue establecido en el estudio de Verificación de Costos elaborado por la Facultad de Economía de la Universidad de Chile para el periodo 2022-2024

[6] La Superintendencia de Salud, mediante resolución anual, fija un indicador de variación porcentual máximo para el precio base de los planes y exige el cumplimiento de metas del examen de medicina preventiva. Cabe mencionar, que se extiende el criterio usado el 2024 para definir el Índice de Costos de la Salud (ICSA) a los años 2025, 2026 y 2027, de manera que el indicador seguirá excluyendo de su cálculo los costos y prestaciones de la Modalidad de Libre Elección de Fonasa.

[7] El máximo permitido.

[8] El registro contable de dicha obligación ha sido efectuado en los términos instruidos por la Comisión para el Mercado Financiero, en su Oficio Reservado N°10.232, de fecha 21 de enero de 2025.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRIA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.