



VALORACIÓN DE EMPRESA BANMÉDICA S.A.

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Matías Alcalde Fantoni
Profesor Guía: Marcelo González**

Santiago, Junio 2014

Contenido

1. Resumen Ejecutivo	4
2. Metodología.....	5
3. Descripción de la Empresa.....	11
3.1. Seguros de Salud.....	11
3.2. Prestadores de Salud	12
3.3. Operaciones Internacionales.....	13
3.4. Otras Operaciones	14
3.5. Estructura de Propiedad de la Compañía	14
3.6. Principales Accionistas.....	15
3.7. Principales Ejecutivos.....	16
4. Descripción de la Industria.....	17
4.1. Seguros de Salud.....	17
4.2. Prestación de Salud.....	18
5. Descripción del Financiamiento de la Empresa	19
6. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa	21
7. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa	22
8. Estimación del Costo de Capital de la Empresa	26
9. Análisis Operacional del Negocio e Industria	27
9.1. Estados financieros.....	27
9.2. Balance Consolidado.....	28
9.3. Análisis de Crecimiento en las Ventas de la Empresa.....	30
9.4. Análisis de Crecimiento en las Ventas de la Industria	32
9.5. Perspectivas de Crecimiento de la Industria.....	33
9.6. Análisis de Costos de Operación.....	34
9.7. Análisis de Cuentas no Operacionales.....	36
9.8. Análisis de Activos	37
10. Proyección de Estados Financieros	38
11. Proyección de Flujo de Caja Libre.....	40
11.1. Proyección de flujo de caja bruto.....	40
11.2. Estimación de Flujo de Caja Neto	41

12.	Valorización Económica de la Empresa y de su Precio de Acción	42
13.	Conclusiones.....	43
14.	Bibliografía.....	44
15.	Información de Respaldo	45
16.	Índice de Ilustraciones y Cuadros.....	49

1. Resumen Ejecutivo

Resulta interesante analizar en profundidad la coherencia con la que el mercado, a través del comportamiento diario de sus activos tranzados, intenta reflejar el valor justo de diversos y heterogéneos activos presentes en la economía. Resulta de gran interés indagar si la totalidad de la información disponible explica de forma argumentada los niveles de precio que observamos a diario, y con esto entender la percepción y reacción del mercado frente a diversos hechos económicos que puedan afectar a una empresa en particular o a diversas industrias en conjunto.

En el presente ensayo, se pretende analizar en profundidad lo mencionado anteriormente enfocándonos en una compañía en particular, Banmédica S.A., empresa perteneciente a la industria de la Salud en Chile y constituida como sociedad anónima abierta. La compañía opera principalmente en dos negocios, los seguros de salud a través de Isapre Banmédica y la prestación de servicios médicos a través de diversas clínicas y centros médicos tanto en Chile como en el extranjero.

El propósito del estudio se centra en determinar la existencia de una relación entre la información publicada por la empresa y la percepción del mercado reflejada en los precios de los títulos accionarios emitidos por la compañía. Para lo anterior, nos centraremos en analizar de forma exhaustiva la información histórica de la empresa desde una perspectiva financiera, indagando en el comportamiento de cada uno de los estados financieros publicados bajo norma IFRS. Lo anterior nos permitirá estimar el comportamiento futuro de la compañía y con esto la determinación del flujo de caja neto para cada año de la proyección, valores que al ser descontados y ajustados al valor del patrimonio de la compañía darán lugar al valor justo de las acciones transadas en ese momento.

El resultado del análisis nos sorprenderá al evidenciar la estrecha relación existente entre la estimación del valor justo de la acción alcanzado a través de datos fundamentales y el precio de mercado reflejado en los terminales de la Bolsa de Comercio de Santiago para la misma fecha. Lo anterior nos da señales de inversionistas bien informados y actuando de acuerdo a criterios adecuadamente fundamentados.

2. Metodología

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

2.1. Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

¹ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

2.2. Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD.

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

2.3. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos⁵:

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de

⁵ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

3. Descripción de la Empresa

Banmédica es una empresa Chilena que opera de forma activa en la industria de la Salud Chilena a través de dos principales áreas de negocios, los seguros de salud prestados a través de Isapre Banmédica e Isapre Vida Tres y la prestación de servicios médicos prestados a través de clínicas de alta y mediana complejidad, como también, centros médicos ambulatorios. Actualmente, el 80% de las operaciones se dan bajo territorio chileno, mientras que la diferencia, corresponde a operaciones realizadas tanto en Perú como Colombia.

La compañía se encuentra regulada principalmente por dos entes fiscalizadores. Por un lado se encuentra la Superintendencia de Salud, organismo sucesor de la Superintendencia de Isapres, encargada de la supervisión y fiscalización de prácticas ligadas a operaciones de salud, Isapres y prestadores, tanto público como privado. Por otra parte, la Superintendencia de Valores y Seguros regula y fiscaliza los servicios de seguros tanto generales como de vida y otras coberturas complementarias a los planes de Isapres.

Las principales áreas de negocio donde opera la compañía son:

3.1. Seguros de Salud

La compañía opera a través de Isapre Banmédica e Isapre Vida Tres. Isapre Banmédica posee actualmente un 20,7% de participación de mercado medida como número de cotizantes y con más de 617 mil beneficiarios. Lo anterior le permite posicionarse como una de las empresas líderes en la industria. Por otra parte, Isapre Vida Tres posee actualmente un 6,7% de participación de mercado con más de 137 mil beneficiarios en todo Chile.

En el área de seguros de salud, Banmédica posee un 27.4% de participación de mercado, posicionando al grupo como la empresa líder en la industria.

3.2. Prestadores de Salud

Actualmente Banmédica opera de forma activa en el área de prestadores de salud, operando clínicas de alta y mediana complejidad junto con una moderna red de centros de atención ambulatoria. Dentro de los principales centros prestadores de salud operados por el grupo, podemos mencionar:

Clínica Santa María: Opera servicios de salud de alta complejidad, durante el 2012 se observaron 25.000 cirugías junto a 701.000 consultas médicas. Cuenta con 335 camas hospitalarias, 18 pabellones y 153 box de consultas médicas. Lo anterior la posiciona en el país como una de las clínicas líderes en la industria. Durante el año 2011 la Clínica obtuvo la acreditación otorgada por la Superintendencia de Salud.

Clínica Dávila: De igual forma que la filial anterior, Clínica Dávila opera en el segmento de prestadores de salud privado. Durante el año 2012 se alcanzaron las 25.000 cirugías y un total de 583.000 consultas médicas. La clínica posee 538 camas hospitalarias, 24 pabellones y 113 box de consultas médicas. Durante el año 2011 la Clínica obtuvo la acreditación otorgada por la Superintendencia de Salud.

Clínica Vespuccio: Corresponde a una clínica de mediana complejidad, la constante preocupación por la calidad y la inversión, permitió alcanzar durante el año 2012 un total de 277.000 consultas médicas. El establecimiento cuenta con 82 camas, 6 pabellones y 52 box de consultas médicas.

Clínica Ciudad del Mar: Esta clínica es considerada actualmente como una importante alternativa en la V región, ofrece actualmente servicios de salud de mediana complejidad. Durante el 2012 se observó más de 110.000 consultas médicas. La clínica posee 97 camas, 5 pabellones y 37 box de consultas médicas.

En el año 2010 obtuvo la acreditación otorgada por la Superintendencia de Salud.

Clínica BioBio: Este establecimiento se encuentra ubicado en la VIII región, corresponde a una clínica de mediana complejidad y los estándares de calidad tanto en el equipo que la conforma, como en su infraestructura la han convertido en una oferta competitiva en la región. Durante el 2012 se observaron más de 78.000 consultas

médicas, más de 340.000 exámenes de laboratorio junto a 3.900 cirugías. Actualmente posee 61 camas, 5 pabellones y 23 box de consultas médicas.

Vida Integra: En cuanto a la atención ambulatoria, Vida Integra posee una de las redes más completas de la región metropolitana. El actual posicionamiento de marca ha generado una importante aceptación

Help: Help corresponde a una empresa de rescate domiciliario, en el último período ha presentado favorables resultados con una cartera de clientes actual superior a las 136.000 personas.

3.3. Operaciones Internacionales

Clínica San Felipe (Perú): Corresponde al segmento de prestación de servicios de salud ubicada en Perú. Actualmente posee 27.750 m² construidos, 83 camas, 47 box de consultas médicas y 6 pabellones.

Laboratorios ROE (Perú): Esta empresa ofrece servicios de toma de muestra y exámenes ambulatorios en Perú. Posee actualmente 16 sedes y un total de pacientes durante el año 2012 de 337.000. En el último ejercicio se registraron muy buenos resultados, como consecuencia de la atención de 1.112.709 exámenes médicos.

Colmédica (Colombia): Esta compañía está ubicada en Colombia, ofreciendo servicios de salud tanto obligatorios como complementarios. Durante el año 2012 se registraron 326.881 afiliados.

Clínica del Country (Colombia): Esta clínica ofrece servicios de salud en Colombia, se encuentra en el segmento de alta complejidad y obtuvo recientemente la acreditación en salud por parte del ministerio de protección social. Posee en la actualidad 29.240 m² construidos, 234 camas y 14 pabellones.

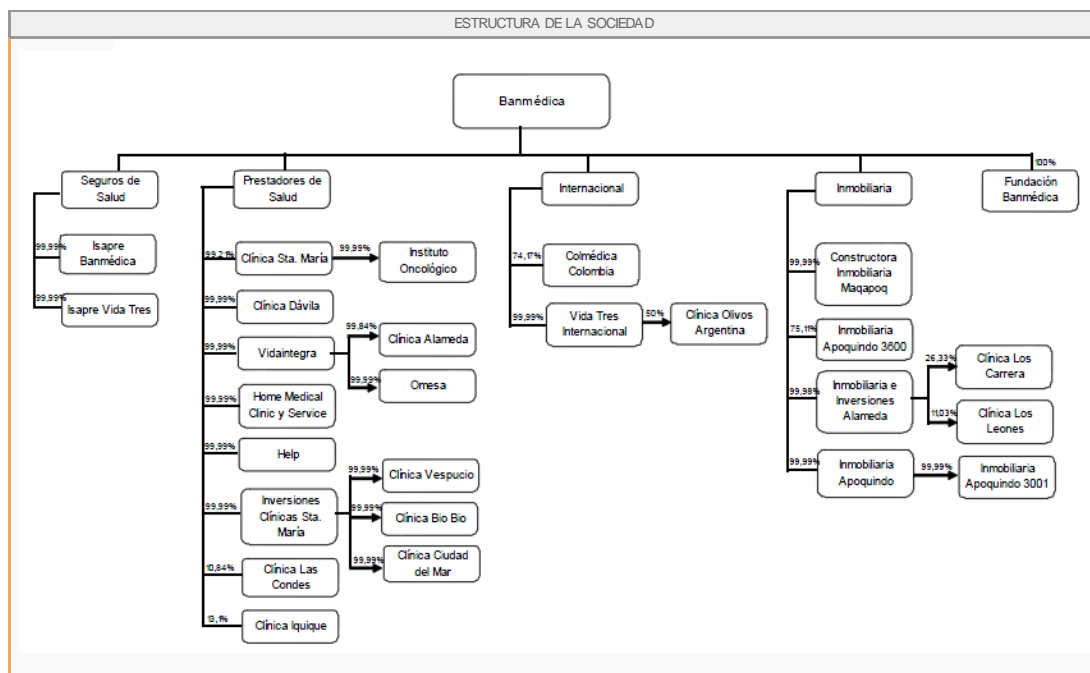
3.4. Otras Operaciones

En esta categoría, se encuentra la fundación Banmédica y la inmobiliaria acreedora de los bienes inmuebles del grupo.

3.5. Estructura de Propiedad de la Compañía

La estructura de propiedad de la empresa y sus filiales se detallan de forma gráfica a continuación:

Tabla 1. Estructura de la Sociedad



** Fuente SVS

Podemos Observar que la propiedad controla cinco áreas de negocios, siendo las principales las áreas de seguros y prestadores de salud. Por otra parte, Banmédica posee operaciones internacionales ligadas de igual forma a la industria de la salud, negocios inmobiliarios cuyas operaciones radican principalmente en la administración de los inmuebles ligados a las clínicas y centros de salud y por último la propiedad de fundación Banmédica.

3.6. Principales Accionistas

La propiedad de la compañía se concentra principalmente en dos grupos económicos, Empresas Penta S.A. e Inversiones Santa Valeria Ltda., de acuerdo a las siguientes participaciones:

Tabla 2. Principales Accionistas

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	% de propiedad
EMPRESAS PENTA SA	231.259.323	28,74%
INVERSIONES SANTA VALERIA LIMITADA	231.259.323	28,74%
MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSION	53.880.000	6,70%
LA S BARDENAS CHILE S A	29.198.431	3,63%
INVERSIONES GREEN LIMITADA	15.274.291	1,90%
INVERSIONES NUEVA SOFIA SA	12.052.268	1,50%
INV ITATI LTDA ITATI SA	12.021.553	1,49%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	11.640.164	1,45%
GORRITI S.A.	11.567.676	1,44%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	11.406.859	1,42%
PENTA C DE B S A	10.807.003	1,34%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	6.501.274	0,81%

** Fuente SVS

GRUPO PENTA	% de propiedad
Eduardo Fernández León	10,47%
Valerie Mac-Auliffe Granello	10,47%
Eduardo Fernández Mac-Auliffe	39,38%
Tomás Fernández Mac-Auliffe	39,38%

** Fuente Banmédica

GRUPO FERNANDEZ LEON (INVERSIONES SANTA VALERIA)	% de propiedad
Carlos Lavín García-Huidobro	22,08%
María Chadwick Hurtado	3,19%
Carlos Délano Abbott	11,24%
Verónica Méndez Ureta	11,23%

** Fuente Banmédica

3.7. Principales Ejecutivos

Respecto al actual directorio y los principales ejecutivos que desempeñan cargos de confianza al interior de la empresa, el detalle es el siguiente:

Tabla 3. Principales Ejecutivos

DIRECTORIO	CARGO
GONZALO IBÁÑEZ LANGLOIS	Presidente
CARLOS EUGENIO LA VÍN GARCÍA-HUIDOBRO	Vice Presidente
ANTONIO TUSET JORRATT	Director
HUGO BRAVO LÓPEZ	Director
CARLOS ALBERTO DÉLANO ABBOTT	Director
JUAN JOSÉ MAC-AULIFFE GRANELLO	Director
CRISTIAN ARNOLDS REYES	Director
MANUEL ANTONIO TOCORNAL BLACKBURN	Director
PATRICIO DANIEL PARODI GIL	Director

** Fuente SVS

EJECUTIVOS PRINCIPALES	CARGO
CARLOS KUBICK CASTRO	Gerente General
CAROLINA CELIS FICA	Gerente Contralor
EDUARDO URRUTIA HEWSTONE	Gerente de Desarrollo
JAVIER EGUIGUREN TAGLE	Gerente de Finanzas
ANA MARÍA RUBIO LA GOS	Asesor Legal

** Fuente SVS

4. Descripción de la Industria

Para un correcto análisis de la industria, se optó por analizar de forma separada el área de seguros de salud y el de prestación de salud.

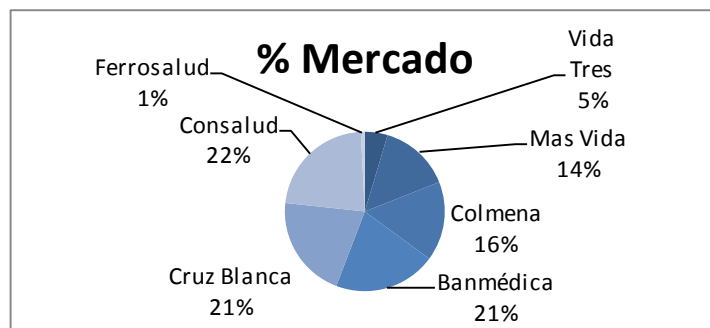
4.1. Seguros de Salud

Actualmente, y de acuerdo a la legislación vigente, existe la obligación por parte de los trabajadores dependientes de contar con un seguro de salud ya sea de carácter público como privado. Básicamente el seguro público es ofrecido por el estado a través de Fonasa, mientras que el seguro privado es ofrecido por las diversas Isapres presentes en el mercado Chileno. En cualquiera de los dos casos, el trabajador debe aportar con un 7% de su sueldo imponible para financiar el plan de salud que se acomode a su presupuesto. Actualmente un 78,2% de la población se encuentra acogida a un plan de salud público, mientras que el 21,8% a un seguro privado.

La industria de seguros de salud privados se compone de trece oferentes, de los cuales son solo siete los organismos abiertos al público en general, concentrando un 97,3% de la oferta privada. Las participaciones se detallan a continuación:

Tabla 4. Participación de Mercado Isapres

ISAPRE	% Mercado
Vida Tres	4,60%
Mas Vida	14,40%
Colmena	16,10%
Banmédica	20,70%
Cruz Blanca	20,90%
Consalud	22,50%
Ferrosalud	0,80%



Podemos observar que la mayor participación medida como número de cotizantes corresponde a IsapreConsalud con un 22%, pero considerando que IsapreBanmédica e Isapre Vida Tres son de propiedad del mismo grupo económico, la participación total de Banmédica asciende al 26%, posicionándose como la compañía líder en la industria.

4.2. Prestación de Salud

Para el análisis de la industria de los prestadores de salud, consideraremos como industria relevante las prestaciones privadas dentro del territorio de la región metropolitana, segmento relevante para nuestra empresa en estudio.

De acuerdo al estudio realizado por Clínicas de Chile AG, en el año 2011 existían 83 clínicas privadas en Chile, que corresponde al 45.1% del total de instituciones no pertenecientes al sistema público.

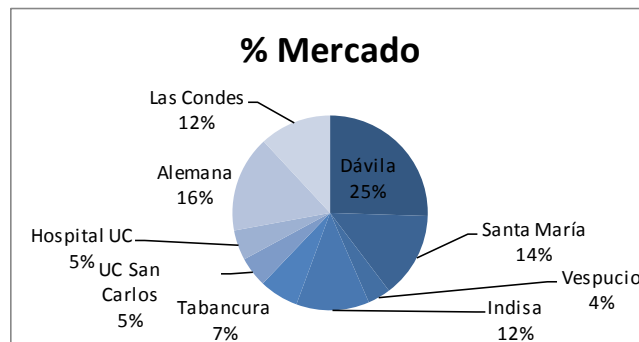
En cuanto a la ubicación, un 38.6% se encuentran en la región metropolitana, 15,7% en la región de Valparaíso y un 12% en la región del BioBio, representando estas tres regiones el 66,3% del total nacional.

En cuanto al número de camas disponibles en el país, las clínicas privadas aportan con un 15% del total, con un total de 6.101 unidades de un total de 39.508 camas.

La participación de mercado de las principales clínicas privadas dentro de la región metropolitana se detalla a continuación:

Tabla 5. Participación de Mercado Clínicas

Clínica	N° Camas	%
Dávila	540,855	25,50%
Santa María	301,182	14,20%
Vespucio	80,598	3,80%
Indisa	256,641	12,10%
Tabancura	137,865	6,50%
UC San Carlos	106,05	5,00%
Hospital UC	106,05	5,00%
Alemana	339,36	16,00%
Las Condes	252,399	11,90%



Podemos observar que el grupo Banmédica lidera la industria con un 43% de las camas disponibles considerando que Clínica Dávila, Santa María y Vespucio son filiales del grupo Banmédica.

5. Descripción del Financiamiento de la Empresa

Al profundizar en la estructura de financiamiento de la compañía podemos observar que gran parte del capital de trabajo junto a inversiones futuras y pago de obligaciones en el corto plazo, están financiadas con emisión de bonos corporativos a distintos plazos y variadas estructuras. Resulta interesante analizar que históricamente no se han observado aumentos de capital vía emisión de nuevas acciones y la política de financiamiento se restringe a títulos de deuda de largo plazo.

A la fecha de valoración, los bonos vigentes en el mercado son resumidos en la siguiente tabla:

Tabla 6. Resumen Emisión de Bonos

Serie	Fecha de Emisión Nominal	Fecha de Vencimiento	Unidad de Reajuste	Monto Colocado (M\$)	Tasa Cupón	Años Emisión	TIR
B	15/05/2005	15/05/2026	U.F.	13.726.862	0,0400	21,0137	0,0408
D	02/05/2008	02/05/2019	U.F.	17.938.078	0,0325	11,0055	0,0445
G	15/03/2012	15/03/2033	U.F.	32.940.508	0,0375	21,0137	0,0399
I	10/04/2013	10/04/2020	\$	23.208.109	0,0650	7,0055	0,0612
J	10/04/2013	10/04/2034	U.F.	27.106.237	0,0380	21,0137	0,0393

Podemos observar cinco emisiones vigentes, de las cuales cuatro son emitidas en unidades de fomento y solo una en peso. Las estructuras son homogéneas para todas las emisiones al ser tipo francés, con amortizaciones presentes en cada uno de los pagos. Es importante mencionar que existen períodos de gracia al inicio de cada instrumento, con el propósito de contar con holgura de caja necesaria por parte de la empresa.

Las emisiones se generan a precios muy cercanos al valor Par, generalmente con descuento, a diferencia de la emisión en pesos cuya transacción fue realizada a una Tir menor que la tasa carátula.

Con el propósito de contar con una tasa relevante a la cual la empresa podría disponer de instrumentos de deuda, optamos por analizar las transacciones llevadas a cabo durante el mes de Septiembre de 2013 y considerar la TIR transada en el instrumento

más representativo por monto y plazo, en nuestro caso el bono serie D. Analizado este punto, se consideró como tasa relevante para endeudarse un 3,89%, de acuerdo a lo siguiente:

Tabla 7. Ultimas Transacciones Bonos

INSTRUMENTO	UNIDADES TRANSADAS	TOTAL	P R E C I O S (%)			T I R (%)		
		TRANSADO (MILES \$)	MAYOR	MENOR	MEDIO	MAYOR	MENOR	MEDIA
BANMÉDICA S.A.								
BBANM-I	6.170.000.000	6.442.574	101,41	101,17	101,37	6,21	6,15	6,16
BBANM-D	14.000	264.228	95,85	95,80	95,84	3,90	3,89	3,89
BBANM-B	500	7.235	100,05	100,05	100,05	3,99	3,99	3,99
TOTAL		6.714.037			101,15			6,07

6. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

Previo al desarrollo para la estimación del costo de capital relevante a los flujos generados por los activos de la compañía, se hace necesario profundizar en la estructura de capital de la empresa. Nos interesa comprender y analizar la composición de los activos de la compañía, el comportamiento y evolución del patrimonio económico y deuda financiera. De igual forma resulta necesario revisar el comportamiento histórico de las razones de deuda y patrimonio respecto a los activos y con eso estimar una estructura objetivo que nos permita proyectar de forma fundamentada la tasa relevante para descontar los flujos de nuestra estimación. Las variables analizadas son las siguientes:

Tabla 8. Estructura de Capital Histórica

ESTRUCTURA DE CAPITAL	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF
DEUDA FINANCIERA	8,979,733	8,264,772	6,742,712	6,826,804	7,647,572
PATRIMONIO ECONOMICO (N° ACCIONES * PRECIO ACCION)	32,408,864	41,043,060	30,903,363	32,816,523	21,132,479
ACTIVOS ECONOMICOS (DEUDA FINANCIERA + PATRIMONIO ECONOMICO)	41,388,598	49,307,832	37,646,075	39,643,328	28,780,051
B/V	21.70%	16.76%	17.91%	17.22%	26.57%
P/V	78.30%	83.24%	82.09%	82.78%	73.43%
B/P	27.71%	20.14%	21.82%	20.80%	36.19%

Como criterio para estimar la estructura de capital objetivo, optaremos por considerar un promedio de los últimos cinco registros reales desde el año 2009 a Septiembre de 2013. El resultado es el siguiente:

Tabla 9. Estructura de Capital Objetivo

ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO	PROMEDIO
B/V	20.03%
P/V	79.97%
B/P	25.33%

Dado lo anterior, consideraremos que los activos de la compañía están financiados casi en un 80% por patrimonio mientras que la diferencia correspondería a deuda. Podemos concluir respecto a la estructura que la empresa se encuentra con una sólida posición financiera que mostraría índices que justifican correctamente el bajo riesgo de las emisiones de deuda.

7. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa

Para la estimación del costo patrimonial de la empresa, se procedió a descargar los precios semanales tanto de la acción Banmédica, como del índice representativo del mercado IGPA. Una vez obtenido los valores, fue calculado el retorno semanal de forma discreta. Con los retornos ya obtenidos, se procedió a calcular, por medio del modelo de mercado, el beta patrimonial con deuda, para lo cual se utilizó una historia de 105 retornos previos a la fecha del 30 de Septiembre de cada año.

La herramienta utilizada para la regresión fue Eviews, a través de la siguiente expresión $R_{it} = \alpha + \beta_i * R_{mt} + \epsilon_t$

Los resultados de la regresión para cada año fueron los siguientes:

Tabla 10. Resultado Regresión

2009:

Equation: EQ01 Workfile: 2009:Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: BAN09									
Method: Least Squares									
Date: 01/05/14 Time: 21:40									
Sample: 10/08/2007 10/05/2009									
Included observations: 105									
BAN09 = C(1) + IGPA09*C(2)									
				Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.		
	C(1)			-0.001381	0.003061	-0.450998	0.6529		
	C(2)			0.784965	0.102668	7.645640	0.0000		
R-squared	0.362055	Mean dependent var	-0.000454						
Adjusted R-squared	0.355861	S.D. dependent var	0.039051						
S.E. of regression	0.031342	Akaike info criterion	-4.068861						
Sum squared resid	0.101178	Schwarz criterion	-4.018309						
Log likelihood	215.6152	Hannan-Quinn criter.	-4.048376						
F-statistic	58.45581	Durbin-Watson stat	2.227096						
Prob(F-statistic)	0.000000								

2010:

Equation: EQ01 Workfile: 2010:Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: DBAN10									
Method: Least Squares									
Date: 01/05/14 Time: 21:49									
Sample: 10/06/2008 10/04/2010									
Included observations: 105									
DBAN10 = C(1) + DIGPA10*C(2)									
				Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.		
	C(1)			0.001360	0.003142	0.432735	0.6661		
	C(2)			0.760533	0.134482	5.655268	0.0000		
R-squared	0.236936	Mean dependent var	0.005756						
Adjusted R-squared	0.229527	S.D. dependent var	0.035544						
S.E. of regression	0.031199	Akaike info criterion	-4.077989						
Sum squared resid	0.100259	Schwarz criterion	-4.027437						
Log likelihood	216.0944	Hannan-Quinn criter.	-4.057505						
F-statistic	31.98206	Durbin-Watson stat	2.021965						
Prob(F-statistic)	0.000000								

2011:

Equation: EQ01 Workfile: 2011:Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: DBAN11									
Method: Least Squares									
Date: 01/05/14 Time: 21:52									
Sample: 10/05/2009 10/03/2011									
Included observations: 105									
DBAN11 = C(1) + DIGPA11*C(2)									
				Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.		
	C(1)			0.003749	0.003307	1.133706	0.2595		
	C(2)			0.740705	0.135780	5.455169	0.0000		
R-squared	0.224157	Mean dependent var	0.005026						
Adjusted R-squared	0.216625	S.D. dependent var	0.038188						
S.E. of regression	0.033800	Akaike info criterion	-3.917846						
Sum squared resid	0.117672	Schwarz criterion	-3.867294						
Log likelihood	207.6869	Hannan-Quinn criter.	-3.897362						
F-statistic	29.75687	Durbin-Watson stat	2.033001						
Prob(F-statistic)	0.000000								

2012:

Equation: EQ01 Workfile: 2012:Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: DBAN12									
Method: Least Squares									
Date: 01/05/14 Time: 21:55									
Sample: 10/04/2010 10/01/2012									
Included observations: 105									
DBAN12 = C(1) + C(2)*DIGPA12									
				Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.		
	C(1)			0.003673	0.003153	1.165136	0.2467		
	C(2)			0.796104	0.132389	6.013385	0.0000		
R-squared	0.259849	Mean dependent var	0.003282						
Adjusted R-squared	0.252663	S.D. dependent var	0.037363						
S.E. of regression	0.032300	Akaike info criterion	-4.008648						
Sum squared resid	0.107458	Schwarz criterion	-3.958096						
Log likelihood	212.4540	Hannan-Quinn criter.	-3.988163						
F-statistic	36.16079	Durbin-Watson stat	2.217890						
Prob(F-statistic)	0.000000								

2013:

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.003119	0.002821	1.105536	0.2715
C(2)	0.435013	0.174222	2.496883	0.0141

R-squared	0.057074	Mean dependent var	0.003245
Adjusted R-squared	0.047919	S.D. dependent var	0.029624
S.E. of regression	0.028906	Akaike info criterion	-4.230681
Sum squared resid	0.086062	Schwarz criterion	-4.180129
Log likelihood	224.1108	Hannan-Quinn criter.	-4.210197
F-statistic	6.234425	Durbin-Watson stat	2.071853
Prob(F-statistic)	0.014114		

El resumen de la información se expresa en la siguiente tabla:

Tabla 11. Resumen Resultado Regresión

MODELO DE MERCADO ($R_{it} = \alpha + \beta_i * R_{mt} + \epsilon_t$)	2009	2010	2011	2012	2013
BETA DE LA ACCION	0.784965	0.760533	0.740705	0.796104	0.435013
P-VALUE (SIGNIFICANCIA)	0.0000%	0.0000%	0.0000%	0.0000%	1.4114%
PRESENCIA BURSATIL (30-09)	77.78%	88.33%	83.33%	46.67%	73.89%

Podemos observar que los valores obtenidos son estadísticamente significativos, el modelo no arrojó evidencia de problemas econométricos por lo que creemos representan de forma clara el comportamiento de nuestra acción. Queda en evidencia que las variaciones de la acción de Banmédica fluctúan con un menor dinamismo que el mercado al observar un beta menor a uno.

Para la estimación de la tasa de costo patrimonial de la empresa consideraremos como beta de la acción el valor registrado durante el 2013.

Una vez obtenido el valor del beta de la acción con deuda, se procedió a desapalancar la variable para lo cual se utilizó el modelo de Rubinstein a través de la siguiente expresión:

$$\beta p^{C/D} = \left(1 + (1 - tc) * \frac{B}{P}\right) * \beta p^{S/D} - (1 - tc) * \left(\frac{B}{P}\right) * \beta d$$

Dado que el modelo supone que la compañía se endeuda a una tasa distinta a la libre de riesgo, resulta necesario incorporar el beta de la deuda para el cálculo del beta patrimonial sin deuda de la compañía. Para esto se utilizó el modelo de mercado junto a los supuestos de la tasa libre de riesgo de 2,58%, una prima por riesgo de mercado de 7,2% y el costo de la deuda anteriormente estimado de 3,89% real. El resultado de la estimación es el siguiente:

$$\beta_d = \frac{kb - rf}{PPR} = \frac{3,89\% - 2,58\%}{7,2\%} = 0.1819$$

Una vez estimado el valor del beta de la deuda, y considerando la estructura de capital histórica calculada anteriormente, procederemos a desapalancar el beta patrimonial, dando como resultado la siguiente expresión:

$$\beta_p^{C/D} = \left(1 + (1 - tc) * \frac{B}{P}\right) * \beta_p^{S/D} - (1 - tc) * \left(\frac{B}{P}\right) * \beta_d$$

$$0,435 = (1 + (1 - 0,2) * 0,2771) * \beta_p^{S/D} - (1 - 0,2) * 0,2771 * 0,1819$$

De lo anterior, podemos despejar el valor de $\beta_p^{S/D}$ de la siguiente forma:

$$(0,435 + (1 - 0,2) * 0,2771 * 0,1819) / (1 + (1 - 0,2) * 0,2771) = \beta_p^{S/D}$$

$$\beta_p^{S/D} = 0.3891$$

Luego de la estimación del beta patrimonial sin deuda, se procedió a apalancar nuevamente la expresión incorporando la estructura de capital objetivo. Se consideró para tal efecto el modelo de Rubinstein. El resultado del cálculo es el siguiente:

$$\beta p^{C/D} = \left(1 + (1 - tc) * \frac{B}{P}\right) * \beta p^{S/D} - (1 - tc) * \left(\frac{B}{P}\right) * \beta d$$

$$\beta p^{C/D} = (1 + (1 - 0,2) * 0,2533) * 0,3891 - (1 - 0,2) * 0,2533 * 0,1819$$

Dando como resultado el siguiente valor:

$$\beta p^{C/D} = 0.4311$$

Ya obtenido el valor del beta patrimonial con deuda utilizando la estructura de capital objetivo, junto a los supuestos de tasa libre de riesgo y prima por riesgo de mercado, el valor del costo patrimonial de la empresa se obtiene a partir de la siguiente expresión:

$$Kp = rf + \beta p^{C/D} * PPR = 2.58\% + 0.4311 * 7,2\% = 5,68\%$$

8. Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Anteriormente ya hemos estimado la tasa relevante a la que la empresa puede endeudarse correspondiente a 3,89%. Por otra parte ya fue estimada la tasa de costo patrimonial de la empresa de acuerdo a la estructura de capital objetivo correspondiente a 5,68%. Considerando una tasa de impuesto a la renta de un 20% y de acuerdo a la estructura de capital objetivo, la tasa de costo de capital puede estimarse a partir de la siguiente expresión:

$$k_o = k_b * \left(\frac{B}{V}\right) * (1 - t_c) + k_p * \left(\frac{P}{V}\right)$$

$$k_o = 3,89\% * 20,03\% * (1 - 20\%) + 5,68\% * 79,97\%$$

$$k_o = 5,17\%$$

9. Análisis Operacional del Negocio e Industria

Para la correcta proyección de los flujos futuros de la compañía que servirán como base para la valoración del patrimonio, resulta importante realizar un profundo análisis operacional que nos entrega información valiosa para la proyección futura de las diversas cuentas de resultado. Para esto, se procedió por analizar los estados financieros históricos de la compañía, deteniéndonos en el crecimiento experimentado por las ventas, con el propósito de estimar el comportamiento que sufrirán a futuro. Por otro lado, nos detendremos en el análisis de los costos operacionales, cuentas no operacionales y el análisis de los activos relevantes para la compañía.

9.1. Estados financieros

El estado de resultados de la compañía consolidado bajo norma IFRS se observa a continuación:

Tabla 12. Estado de Resultados Consolidado

ESTADO DE RESULTADO CONSOLIDADO	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF
GANANCIA (PERDIDA)					
Ingresos de Actividades Ordinarias, Total	30.255.389	39.365.574	35.317.812	32.935.259	31.364.502
Costo de Ventas	-23.362.161	-30.591.629	-27.082.201	-25.027.047	-24.339.014
Ganancia Bruta	6.893.228	8.773.945	8.235.611	7.908.212	7.025.488
Ganancias que surgen de la baja en cuentas de Activos Financieros medidos al Costo	0	0	0	0	0
Pérdidas que surgen de la baja en cuentas de Activos Financieros medidos al Costo Amortizado	0	0	0	0	0
Otros Ingresos, por Función	423.926	634.903	681.290	1.033.669	629.425
Costos de Distribución	0	0	0	0	-5.345
Gastos de Administración	-4.569.617	-5.797.149	-5.535.770	-5.473.193	-5.205.369
Otros Gastos, Por Función	-226.491	-304.520	-307.135	-513.645	-354.334
Otras Ganancias (Pérdidas)	-3.016	14	656	877	-1.189
Ingresos Financieros	221.441	289.999	221.326	255.076	285.409
Costos Financieros	-406.561	-548.861	-427.413	-399.841	-442.390
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	95.577	61.632	50.018	49.497	56.762
Diferencias de cambio	12.091	-22.027	21.928	-21.242	2.887
Resultados por Unidades de Reajuste	-66.083	-114.699	-173.496	-121.625	136.204
Ganancias (Pérdidas) que surgen de la diferencia entre el Valor Libro anterior y el Valor Justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable	0	0	0	0	329
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	2.374.495	2.973.238	2.767.014	2.717.785	2.127.878
Gasto por impuestos a las ganancias	-565.792	-770.215	-667.240	-502.661	-385.321
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	1.808.703	2.203.023	2.099.774	2.215.124	1.742.558
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida)	1.808.703	2.203.023	2.099.774	2.215.124	1.742.558
Ganancia (Pérdida) Atribuible a:					
Ganancia (Pérdida) Atribuible a los Propietarios de la Controladora	1.689.845	2.019.465	1.943.392	2.063.501	1.625.391
Ganancia (Pérdida) Atribuible a Participaciones No Controladoras	118.858	183.557	156.381	151.623	117.167
Ganancia (Pérdida)	1.808.703	2.203.023	2.099.774	2.215.124	1.742.558

9.2. Balance Consolidado

Tabla 13. Balance Consolidado

ACTIVOS	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.769.047	1.479.924	1.000.634	1.102.692	599.694
Otros Activos Financieros, corrientes	1.151.609	1.377.259	1.179.832	1.098.198	1.498.110
Otros Activos No Financieros, corrientes	918.163	827.867	785.082	823.890	842.423
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, corrientes	5.553.252	5.110.636	4.574.816	4.756.712	3.712.058
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, corrientes	184	376	263	10.399	1.109
Inventarios, corrientes	238.815	246.142	230.576	199.018	171.911
Activos Biológicos, corrientes	0	0	0	0	0
Activos por Impuestos corrientes	496.179	417.184	299.963	275.835	280.802
Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	10.127.250	9.459.387	8.071.165	8.266.745	7.106.108
Activos No corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta	0	6.029	0	0	0
Activos No corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para Distribuir a los Propietarios	0	0	0	0	0
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	0	6.029	0	0	0
Activos corrientes totales	10.127.250	9.465.416	8.071.165	8.266.745	7.106.108
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Otros Activos Financieros, no corrientes	863.051	903.273	826.053	719.287	1.100.823
Otros Activos No Financieros, no corrientes	2.189.226	2.067.398	1.948.728	2.130.928	2.097.991
Cuentas por Cobrar, no corrientes	5.148	24.973	213.754	156.058	63.936
Inventarios, no corrientes	0	0	0	0	0
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, no corrientes	0	1.890	0	0	0
Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación	1.144.590	111.425	126.941	102.440	124.933
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	183.556	168.198	139.763	112.171	180.943
Plusvalía	1.079.339	1.100.703	1.091.807	833.915	854.328
Propiedades, Planta y Equipo	13.174.498	13.785.712	12.613.360	12.284.184	11.883.221
Activos Biológicos, no corrientes	0	0	0	0	0
Propiedades de Inversión	84.261	98.050	107.848	110.297	103.200
Activos por Impuestos Corrientes, no corrientes	0	0	0	0	0
Activos por Impuestos Diferidos	1.281.880	1.036.946	918.467	918.633	890.940
Total de activos no corrientes	20.005.550	19.298.569	17.986.721	17.367.912	17.300.315
TOTAL ACTIVOS	30.132.800	28.763.985	26.057.886	25.634.656	24.406.423

PASIVOS Y PATRIMONIO					
	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF
PASIVOS CORRIENTES					
Otros Pasivos Financieros, corrientes	1.636.514	2.193.495	1.636.258	1.377.106	1.325.140
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar, corrientes	8.505.715	7.973.356	6.995.662	6.690.969	5.550.859
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, corrientes	144.008	73.711	76.651	94.446	88.316
Otras Provisiones, corrientes	978.268	1.013.003	1.223.352	1.868.105	1.749.552
Pasivos por Impuestos corrientes	375.030	557.382	434.076	433.149	359.522
Provisiones por Beneficios a los Empleados, corrientes	13.170	10.336	12.458	0	0
Otros Pasivos No Financieros, corrientes	572.136	444.616	745.264	642.589	700.010
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	12.224.841	12.265.899	11.123.721	11.106.364	9.773.399
Pasivos Incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta	0	0	0	0	0
Pasivos corrientes totales	12.224.841	12.265.899	11.123.721	11.106.364	9.773.399
PASIVOS NO CORRIENTES					
Otros Pasivos Financieros, no corrientes	7.343.219	6.071.277	5.106.454	5.449.698	6.322.432
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar, no corrientes	279	315	289	393	10.545
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, no corrientes	0	0	0	0	0
Otras Provisiones, no corrientes	374.929	343.984	305.952	305.538	265.914
Pasivos por Impuestos Corrientes, no corrientes	0	0	0	0	0
Pasivo por Impuestos Diferidos	1.428.021	1.405.115	1.256.938	1.086.091	1.174.019
Provisiones por Beneficios a los Empleados, no corrientes	62.986	56.217	49.789	46.568	40.455
Otros Pasivos no Financieros, no corrientes	24	9.711	19.448	21	0
Total de pasivos no corrientes	9.209.458	7.886.619	6.738.871	6.888.309	7.813.366
TOTAL PASIVOS	21.434.299	20.152.517	17.862.592	17.994.673	17.586.766
PATRIMONIO					
Capital Emitido	1.400.187	1.415.530	1.450.243	1.506.918	1.543.807
Ganancias (Pérdidas) Acumuladas	7.108.129	6.643.541	6.090.608	5.541.270	4.610.231
Primas de Emisión	0	0	0	0	0
Acciones Propias en Cartera	0	0	0	0	0
Otras Participaciones en Patrimonio	0	0	0	0	0
Otras Reservas	-350.952	-361.959	-224.059	-240.520	-234.727
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora	8.157.364	7.697.112	7.316.792	6.807.668	5.919.311
Participaciones No Controladoras	541.137	914.356	878.502	832.316	900.346
TOTAL PATRIMONIO	8.698.501	8.611.468	8.195.295	7.639.983	6.819.657
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVOS	30.132.800	28.763.985	26.057.886	25.634.656	24.406.423

9.3. Análisis de Crecimiento en las Ventas de la Empresa

Tabla 14. Crecimiento Ingresos Banmédica

INGRESOS ORDINARIOS	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF
Ingresos por Seguros de Salud	15.285.315	19.308.429	18.172.406	17.293.404	16.548.981
Ingresos por Prestaciones	19.351.553	25.647.571	22.109.952	20.193.761	18.857.427
Otros + Ajustes de Consolidación	-4.381.479	-5.590.426	-4.964.545	-4.551.906	-4.041.906
TOTAL	30.255.389	39.365.574	35.317.812	32.935.259	31.364.502

INGRESOS ORDINARIOS	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF
Variación % Ingresos por Seguros de Salud	-20,8%	6,3%	5,1%	4,5%	-
Variación % Ingresos por Prestaciones	-24,5%	16,0%	9,5%	7,1%	-
Variación % Otros + Ajustes de Consolidación	-21,6%	12,6%	9,1%	12,6%	-
TOTAL VARIACION %	-23,1%	11,5%	7,2%	5,0%	-

En cuanto a las ventas de la empresa, podemos observar que es posible clasificarlas en 3 principales grupos. En primer lugar la compañía percibe ingresos a través del área de seguros de salud, por medio de las Isapres Banmédica y Vida Tres, ambas compañías en conjunto representan más del 25% del mercado, posicionándose como el mayor oferente de seguros de salud en Chile. Los Ingresos obtenidos a Septiembre del año 2013 corresponden a un 44.1% del total de ingresos de la empresa.

El segundo grupo de ingresos corresponde a la prestación de servicios médicos a través de clínicas y centros ambulatorios, tanto en Chile como en países donde opera la empresa, Colombia y Perú. En la industria de clínicas privadas de la región metropolitana, la compañía posee una facturación equivalente al 36% del total del mercado.

En cuanto al crecimiento en las ventas, es observable tasas constantes relacionadas con el área de seguros, dada la estructura propia del negocio, adicional a la legislación vigente en nuestro país, los incrementos en ingresos tienden a verse estables. Es importante mencionar que los factores que inciden en un alza en los ingresos son el aumento en los salarios al dar la posibilidad de optar por mejores planes de salud, en crecimiento real de la población y la migración de una compañía a otra.

Respecto al área de prestación de salud, la empresa ha mostrado en los últimos años variaciones significativas en el crecimiento de los ingresos, explicado por una mayor venta tanto en los establecimientos situados en Chile como en el extranjero, específicamente durante el año 2012. Es importante destacar que el fuerte incremento fue motivado en parte por la inauguración de un nuevo centro hospitalario para la filial Empremédica en Perú.

El último componente en los ingresos de la compañía corresponde a ajustes de consolidación, dada la estrecha relación entre áreas de negocio, específicamente entre la Aseguradora y las clínicas, se hace necesario realizar ajustes de consolidación para reflejar la generación real de ingresos de la empresa.

9.4. Análisis de Crecimiento en las Ventas de la Industria

De acuerdo a lo mencionado en el punto anterior, la industria de la salud relevante para nuestro análisis se descompone en 2 ejes principales, las Isapres abiertas en Chile y las Clínicas Privadas en la región metropolitana. Dado lo anterior, se procederá a analizar las dos áreas de forma separada en cuanto al comportamiento de los ingresos en los últimos años.

Tabla 15. Crecimiento en Ingresos Industria de Isapres

INGRESOS INDUSTRIA ISAPRES UF	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF
Colmena Golden Cross	11.239.510	14.197.763	13.272.702	12.341.554	11.168.865
Cruz Blanca	11.896.576	15.027.771	13.897.177	12.747.901	11.781.042
Ferrosalud	164.050	207.228	208.492	212.278	238.603
Masvida	7.232.546	9.136.162	8.376.853	7.484.764	6.680.569
Banmédica + Vida Tres	15.285.315	19.308.429	18.172.406	17.293.404	16.548.981
Consalud	9.544.419	12.056.523	11.159.851	10.215.248	9.854.486
TOTAL INDUSTRIA	55.362.416	69.933.875	65.087.481	60.295.149	56.272.546
Crecimiento	-20,8%	7,4%	7,9%	7,1%	-

En cuanto al comportamiento de los ingresos de la industria de las Isapres abiertas en Chile, podemos observar que se muestra un comportamiento muy estable en el tiempo, las tasas de crecimiento anual fluctúan en torno al 7% anual.

Tabla 16. Crecimiento en Ingresos Industria de Clínicas

INGRESOS INDUSTRIA CLINICAS PRIVADAS RM UF	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF
GRUPO BANMEDICA	12.042.943	15.559.619	13.183.355	11.352.326	10.716.153
RED SALUD CCHC	6.146.623	7.171.859	6.007.847	4.953.217	4.512.812
CLINICA INDISA	2.961.871	3.382.556	2.936.878	2.579.337	2.341.451
CLINICA LAS CONDES	4.058.759	5.174.639	4.706.969	4.559.418	4.405.871
*CLINICA ALEMANA	5.457.156	6.957.498	6.328.698	6.130.310	5.923.860
**UC	2.762.031	3.444.612	2.986.867	2.663.614	2.512.805
TOTAL INDUSTRIA	33.429.383	41.690.783	36.150.613	32.238.223	30.412.953
Crecimiento	-19,8%	15,3%	12,1%	6,0%	-

Respecto al crecimiento de la industria de clínicas privadas de la Región Metropolitana, se ha observado un incremento significativo en los últimos dos años, motivado por una mayor inversión en clínicas y establecimientos hospitalarios en general.

Si bien se espera un crecimiento importante a fines del 2013, el dinamismo debiera ser menor que el visto en los dos años anteriores. La industria ha mostrado tasas de ocupación históricamente altas, lo que sumado a las fuertes inversiones en el sector hace que se genere una madurez que podría disminuir las perspectivas futuras.

9.5. Perspectivas de Crecimiento de la Industria

De acuerdo a lo descrito en el punto anterior, las perspectivas de crecimiento de la industria para los años siguientes se describen a continuación:

Tabla 17. Perspectivas de Crecimiento Industria

PERSPECTIVAS CRECIMIENTO	31-12-13 UF	31-12-14 UF	31-12-15 UF	31-12-16 UF	31-12-17 UF
* INDUSTRIA ISAPRES	74.464.889	78.544.246	82.841.039	87.285.972	91.964.355
INDUSTRIA ISAPRES CRECIMIENTO	6,5%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%
** INDUSTRIA CLINICAS	45.933.880	50.067.930	54.073.364	57.858.500	61.330.010
INDUSTRIA CLINICAS CRECIMIENTO	10,2%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%
TOTAL INDUSTRIA	120.398.770	128.612.176	136.914.403	145.144.472	153.294.365
Crecimiento Esperado Industria Salud	7,9%	6,8%	6,5%	6,0%	5,6%
Crecimiento Banmédica ISAPRE	6,5%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%
Crecimiento Banmédica Clínicas	7,2%	6,5%	6,5%	6,0%	5,5%

En cuanto a la industria de Isapres, se proyectan tasas de crecimiento estables, en línea con lo observado en años anteriores pero ajustando aquellos valores al impacto que tendrá la entrada en vigencia de la Ley de Isapres, que en parte aplica mecanismos para el control en el alza de los planes de salud.

Para Banmédica, los ingresos provenientes del área de seguros, la tasa de crecimiento esperada en los ingresos se encontraría alineada con la de la industria.

Respecto al área prestadora, las tasas de crecimiento se comportarían de acuerdo a la tendencia histórica, pero aplicando un ajuste de maduración como se observó a

Septiembre del 2013 respecto del año anterior. De esta forma, proyectamos una disminución gradual desde un 10.2% en el 2013 hasta un 6.0% en el año 2017, lo anterior justificado con la inexistente información respecto a nuevos proyectos programados para el futuro.

9.6. Análisis de Costos de Operación

Los costos de Operación de la compañía se describen a continuación:

Tabla 18. Análisis de Costos y Gastos

COSTOS Y GASTOS RELEVANTES	DESCRIPCIÓN	Tipo de Egreso
Gasto de Salud	Gastos Incurridos por la ISAPRE al reembolsar tanto prestaciones de salud como medicamentos cubiertos por el plan a los beneficiarios.	El gasto se comporta de manera variable, sujeto al número de beneficiarios del seguro de salud
Gasto de Subsidios	Gasto generado por el pago de licencias médicas presentadas por los beneficiarios del seguro de salud.	De igual forma al caso anterior, el gasto se comporta de forma variable, en función del número de beneficiarios
Gastos del personal	Gastos de sueldos pagados al personal.	Gasto con comportamiento Fijo
Participaciones Médicas	Gasto incurrido por el pago de honorarios médicos.	Gasto variable, en función del número de atenciones médicas realizadas.
Costo de Materiales Clínicos	Costo por compra de materiales clínicos.	Gasto variable en función del número de atenciones médicas
Costos de Mantenimiento de Equipos	Costo por mantenimiento de equipos médicos.	Gasto variable en función del número de atenciones médicas
Otros Costos de Servicios	Costos de servicios externos	-
Depreciaciones y amortizaciones	Depreciaciones y amortizaciones	Egreso con comportamiento fijo
Otros	Otros gastos no clasificados.	-

Es observable que en gran medida el comportamiento de los costos de la compañía posee un factor variable. Principalmente la compañía se ve expuesta a egresos de

gastos en salud, representando un 40% del total de egresos a Septiembre de 2013. Otro gasto relevante tiene como origen el pago de remuneraciones del personal, en este caso estamos frente a un gasto fijo que representa un 21% del total de costos a Septiembre de 2013.

El detalle de los costos y gastos incurridos históricamente se observa a continuación:

Tabla 19. Detalle Costos de Operación

COSTOS Y GASTOS RELEVANTES	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF
Gasto de Salud	11.396.614	14.672.867	13.886.413	13.197.322	13.079.810
Gasto de Subsidios	2.188.965	2.730.038	2.543.124	2.688.348	2.503.818
Gastos del personal	5.899.737	7.058.687	6.619.912	6.174.058	5.804.715
Participaciones Médicas	2.397.755	3.601.665	2.516.964	2.047.168	2.183.221
Costo de Materiales Clínicos	1.834.285	2.594.866	2.277.387	2.042.475	1.778.331
Costos de Mantenimiento de Equipos	315.897	361.578	300.351	306.132	244.796
Otros Costos de Servicios	1.145.308	1.148.345	1.129.838	1.053.010	1.110.317
Depreciaciones y amortizaciones	720.511	894.244	809.622	811.293	741.357
Otros	2.259.196	3.631.008	2.841.495	2.694.078	2.457.698
TOTAL COSTOS	28.158.269	36.693.298	32.925.106	31.013.885	29.904.063

9.7. Análisis de Cuentas no Operacionales

Tabla 20. Análisis de Cuentas no Operacionales

OTROS INGRESOS POR FUNCION	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF	-
Arriendo de Oficinas	35.849	65.572	109.594	56.708	46.238	Carácter Recurrente
Documentos prescritos	205.438	243.501	242.627	171.741	223.367	Carácter Recurrente
Cotizaciones más de 1 año	0	11.969	29.978	24.255	29.329	Carácter Recurrente
Recuperación de gastos	95.904	125.442	110.609	68.773	69.512	Carácter Recurrente
Ingresos por dividendos	0	463	9.569	0	0	Carácter no recurrente
Utilidad venta de inversiones Clínica Las Condes	0	0	0	518.877	0	Carácter no recurrente
Ventas a terceros	0	31.055	46.033	0	0	Carácter no recurrente
Utilidad en venta de activo fijo	0	6.094	8.882	0	0	Carácter no recurrente
Recuperación de impuestos	0	18.307	0	0	0	Carácter no recurrente
Otros Ingresos	86.735	132.501	123.998	193.314	260.980	Carácter Recurrente
TOTAL	423.926	634.903	681.290	1.033.669	629.425	-

OTROS GASTOS POR FUNCION	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF	-
OTROS GASTOS POR FUNCION	Se encuentra incorporado en los costos operacionales, de esta forma es clasificado al interior de la empresa					

OTRAS GANANCIAS (PERDIDAS)	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF	-
OTRAS GANANCIAS (PERDIDAS)	-3.016	14	656	877	-1.189	Carácter no Recurrente

INGRESOS FINANCIEROS	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF	-
INGRESOS FINANCIEROS	221.441	289.999	221.326	255.076	285.409	Carácter Recurrente

COSTOS FINANCIEROS	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF	-
COSTOS FINANCIEROS	-406.561	-548.861	-427.413	-399.841	-442.390	Carácter Recurrente

Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF	-
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	95.577	61.632	50.018	49.497	56.762	Carácter Recurrente

DIFERENCIAS DE CAMBIO	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF	-
DIFERENCIAS DE CAMBIO	12.091	-22.027	21.928	-21.242	2.887	Carácter Recurrente

Resultados por Unidades de Reajuste	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF	-
Resultados por Unidades de Reajuste	-66.083	-114.699	-173.496	-121.625	136.204	Carácter Recurrente

Ganancias (Pérdidas) que surgen de la diferencia entre el Valor Libro anterior y el Valor Justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable	30-09-13 UF	31-12-12 UF	31-12-11 UF	31-12-10 UF	31-12-09 UF	-
Ganancias (Pérdidas) que surgen de la diferencia entre el Valor Libro anterior y el Valor Justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable	0	0	0	0	329	Carácter no Recurrente

El impacto más significativo en el resultado producto de cuentas no operacionales no recurrentes es el observable en el año 2010 cuando se materializa la venta de la inversión existente en Clínica Las Condes, por un valor de UF 518.877.

Por otra parte, los principales movimientos recurrentes en cuentas no operacionales están dados por arriendos de oficinas, documentos prescritos (Generados, en su mayor parte, por devolución de créditos fiscales al adquirir servicios y/o productos

grabados), ingresos financieros, costos financieros y participación en utilidades de sociedades no controladas.

9.8. Análisis de Activos

Los activos de la empresa pueden resumirse en la siguiente tabla:

Tabla 21. Análisis de Activos

ACTIVOS		
ACTIVOS CORRIENTES		CLASIFICACION
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	Operacional	Caja + Inversiones de facil liquidación
Otros Activos Financieros, corrientes	No Operacional	Inversiones en instrumentos de renta variable e instrumentos derivados
Otros Activos No Financieros, corrientes	Operacional	Gastos Diferidos
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, corrientes	Operacional	Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, corrientes
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, corrientes	Operacional	Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, corrientes
Inventarios, corrientes	Operacional	Inventarios, corrientes
Activos por Impuestos corrientes	Operacional	Activos por Impuestos corrientes
Activos corrientes totales	-	
ACTIVOS NO CORRIENTES		
Otros Activos Financieros, no corrientes	No Operacional	Inversiones en instrumentos de renta variable e instrumentos derivados
Otros Activos No Financieros, no corrientes	Operacional	Gastos Diferidos
Cuentas por Cobrar, no corrientes	Operacional	Cuentas por Cobrar, no corrientes
Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación	No Operacional	Inversiones contabilizadas en sociedades no controladas por la matriz
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	No Operacional	Costos de desarrollo programas informáticos
Plusvalía	No Operacional	GoodWill, plusvalía generada como valor "Justo"
Propiedades, Planta y Equipo	Operacional	Propiedades, Planta y Equipo
Propiedades de Inversión	No Operacional	Inversion en propiedades con el propósito de obtener futuros ingresos por la venta
Activos por Impuestos Corrientes, no corrientes	-	-
Activos por Impuestos Diferidos	Operacional	Activos por Impuestos Diferidos
Total de activos no corrientes	-	-
TOTAL ACTIVOS	-	

10. Proyección de Estados Financieros

De acuerdo a la información detallada en puntos anteriores, la proyección de resultados de la compañía para el período comprendido entre el año 2013 y diciembre del año 2017 fue elaborada de acuerdo a los siguientes supuestos:

El crecimiento en los ingresos fue proyectado en base a las tasas esperadas descritas en el punto 3.1 “Perspectivas de Crecimiento” como un promedio de las tasas esperadas para el sector Isapres y Clínicas, ponderadas por la participación que posee para la empresa cada una de las áreas sobre los ingresos totales a septiembre del año 2013.

Los costos variables de operación fueron proyectados de acuerdo a la participación histórica del costo sobre los ingresos totales. El índice se ha comportado de forma muy estable en el tiempo. De igual forma, se pondera con mayor fuerza el índice obtenido en el período inmediatamente anterior, con el propósito de no perder la historia más reciente de la compañía.

Los gastos de administración fueron proyectados de acuerdo al crecimiento histórico mostrado en años anteriores, para los años siguientes será de un 6% constante.

En cuanto a partidas no operacionales, fueron cuidadosamente estudiadas con el propósito de aislar acontecimientos no recurrentes como la venta de activos fijos y participación en sociedades. La proyección de los valores recurrentes fue estimada en base al promedio de los períodos anteriores.

En cuanto a la base imponible, se observó que para períodos anteriores, el pago de impuestos a la renta representa en promedio un 25% del resultado según balance, para períodos con impuesto a la renta del 20%. Esto nos da señales de que, de forma recurrente y estable, existen partidas de gasto no consideradas para la renta líquida, por lo que se optó por proyectar el pago de impuesto a la renta en base a una tasa del 24%, con el fin de cubrir en gran parte esa eventualidad.

El resultado de la proyección puede ser observado en el siguiente cuadro:

Tabla 22. Proyección de Estados Financieros

GANANCIA (PERDIDA)	31-12-13 UF *	31/12/2014 UF	31-12-15 UF	31-12-16 UF	31-12-17 UF
Ingresos de Actividades Ordinarias, Total	41.131.517	43.619.600	46.256.709	48.902.614	51.562.008
Costo de Ventas	-31.836.850	-33.762.690	-35.803.880	-37.851.878	-39.910.318
Ganancia Bruta	9.294.667	9.856.910	10.452.829	11.050.735	11.651.690
Otros Ingresos, por Función	658.097	658.097	658.097	658.097	658.097
Costos de Distribución	0	0	0	0	0
Gastos de Administración	-6.170.255	-6.540.470	-6.932.898	-7.348.872	-7.789.805
Otros Gastos, Por Función	-369.908	-369.908	-369.908	-369.908	-369.908
Otras Ganancias (Pérdidas)	89	89	89	89	89
Ingresos Financieros	262.953	262.953	262.953	262.953	262.953
Costos Financieros	-488.137	-488.137	-488.137	-488.137	-488.137
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen	54.477	54.477	54.477	54.477	54.477
Diferencias de cambio	-4.613	-4.613	-4.613	-4.613	-4.613
Resultados por Unidades de Reajuste	-136.607	-136.607	-136.607	-136.607	-136.607
Ganancias (Pérdidas) que surgen de la diferencia entre el Valor Libro anterior y el Valor Justo de	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	3.100.762	3.292.790	3.496.281	3.678.213	3.838.236
Gasto por impuestos a las ganancias	-744.183	-790.270	-839.107	-882.771	-921.177
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	2.356.579	2.502.520	2.657.173	2.795.442	2.917.059

11. Proyección de Flujo de Caja Libre

Para la estimación del flujo de caja libre para los distintos años de la proyección, se procedió por tomar como base la proyección de estado de resultado y realizar los ajustes correspondientes a las cuentas no operacionales. El proceso anterior nos permite generar una estimación del flujo de caja bruto de la compañía, el que luego de ajustar de acuerdo a las necesidades futuras de inversión, dará lugar al flujo de caja neto.

11.1. Proyección de flujo de caja bruto

Tabla 23. Proyección Flujo de Caja Bruto

FLUJO DE CAJA BRUTO	31-12-13 UF *	31/12/2014 UF	31-12-15 UF	31-12-16 UF	31-12-17 UF	31-12-18 UF
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	2.356.579	2.502.520	2.657.173	2.795.442	2.917.059	
+ (Depreciación + Amortización)	720.511	720.511	720.511	720.511	720.511	
+ Costo Financiero	370.984	171.140	171.140	171.140	171.140	
- Ingresos Financieros	-199.844	-199.844	-199.844	-199.844	-199.844	
- Diferencia de Cambio	4.613	4.613	4.613	4.613	4.613	
- Resultado por Unidades de Reajuste	136.607	136.607	136.607	136.607	136.607	
- Otros Ingresos por Función	-500.153	-500.153	-500.153	-500.153	-500.153	
- Otros Gastos por Función						
- Otras Ganancias (Pérdidas)	-68	-68	-68	-68	-68	
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	-41.403	-41.403	-41.403	-41.403	-41.403	
= FLUJO DE CAJA BRUTO	2.847.826	2.793.923	2.948.576	3.086.845	3.208.462	3.208.462

Para la determinación del flujo de caja bruto, se tomo como base la ganancia después de impuestos para cada año de la valoración, y a partir de eso, se procedió a realizar los ajustes correspondientes a las cuentas no operacionales que de alguna forma distorsionan la generación real de flujo por parte de los activos de la compañía. Los ajustes consideran la depreciación y amortización, costos financieros, diferencia de cambio, resultado por unidades de reajuste, otros ingresos por función, otras ganancias y el resultado proveniente de otras sociedades y negocios conjuntos.

11.2. Estimación de Flujo de Caja Neto

Tabla 24. Proyección Flujo de Caja Neto

FLUJO DE CAJA NETO	31-12-13 UF *	31/12/2014 UF	31-12-15 UF	31-12-16 UF	31-12-17 UF	31-12-18 UF
= FLUJO DE CAJA BRUTO	2.847.826	2.793.923	2.948.576	3.086.845	3.208.462	3.208.462
+ Inversión de Reposición	-720.511	-720.511	-720.511	-720.511	-720.511	-720.511
+ Inversión Proyectos Futuros	-1.446.073	-1.569.340	-1.699.620	-1.837.313	-1.982.839	
+ Inversión en Capital de Trabajo	-68.167	-72.250	-72.491	-72.860	-72.860	
= FLUJO DE CAJA NETO	613.076	431.823	455.955	456.161	432.252	2.487.951
VALOR TERMINAL					48.136.299	
FLUJO CAJA LIBRE + VALOR TERMINAL	-219.719	431.823	455.955	456.161	48.568.551	

El flujo de caja bruto fue ajustado de acuerdo a los siguientes criterios:

Históricamente, se observa que el incremento porcentual en la depreciación se encuentra fuertemente correlacionado con el incremento en los activos de la compañía, por lo que se consideró para la evaluación económica una inversión de reposición equivalente al 100% de la depreciación.

De acuerdo al CAPEX de los años anteriores, se observa que las inversiones en la compra de propiedades, plantas y equipos, poseen un comportamiento constante equivalente a un 7.19% promedio sobre los activos de cada año. Para las estimaciones futuras fue utilizado el mismo parámetro respecto la estimación de activos totales de cada año.

Fue observado que existe para todos los años estudiados un déficit en el capital de trabajo de la compañía, por lo que el criterio conservador adoptado fue considerar como capital de trabajo mínimo 10 días venta.

Respecto al valor terminal, fue considerado como flujo perpetuo a partir del año 2018 el valor del flujo de caja bruto registrado a Diciembre de 2017, valor que fue ajustado de acuerdo a la inversión de reposición para dar lugar al flujo de caja neto del año 2018.

12. Valorización Económica de la Empresa y de su Precio de Acción

Una vez obtenida la estimación de los flujos de caja libre de la compañía adicional al valor terminal correspondiente a los años posteriores a la valoración, se procedió a descontar los flujos a valor presente considerando la tasa de costo de capital previamente estimada. El resultado del valor presente de los activos es el siguiente:

Tabla 25. Valorización Económica

Valorización Económica	UF
VALOR PRESENTE ACTIVOS AL 31-09-13	40.187.689
DEUDA FINANCIERA	-8.979.733
ACTIVOS PRESCINDIBLES	1.144.590
DEFICIT CAPITAL DE TRABAJO OPER	0
VALOR PATRIMONIO	32.352.546

Podemos observar que el valor presente de los activos de la compañía a Septiembre de 2013 corresponde a U.F. 40.187.689, valor que incorpora el flujo de caja neto proyectado para los años 2013 al 2017, incorporando el valor terminal para el período posterior a la valoración. Para poder estimar el valor del patrimonio, se descontó del valor de los activos la deuda financiera vigente a Septiembre de 2013 y se incorporó el monto correspondiente a activos prescindibles, en este caso las inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación. El valor resultante de U.F. 32.352.546 da lugar a la valoración del patrimonio a Septiembre 2013.

Una vez estimado al valor del patrimonio, se procedió a calcular el valor de la acción de acuerdo al número de acciones vigentes a Septiembre de 2013 de acuerdo al siguiente procedimiento:

Tabla 26. Determinación Precio de la Acción

Valorización Económica	
VALOR PATRIMONIO UF	32.352.546
Número de Acciones	804.681.783
Valor Acción UF al 30-09-13	0,0402
Valor Acción \$ al 30-09-13	928
Valor Acción \$ Real al 30-09-13	930
Diferencia	-0,2%

13. Conclusiones

El presente estudio tuvo como propósito la valoración de la compañía Banmédica, a través de la estimación de flujos de caja libre. El procedimiento considero el análisis de la compañía desde una perspectiva financiera como operacional, como también se indagó en el comportamiento y perspectivas económicas de la industria.

Para la consecución de nuestros objetivos, se realizó una proyección del estado de resultados hasta el año 2017, como base para la elaboración del flujo de caja libre. Los flujos estimados fueron descontados a la tasa de costo de capital previamente justificada, dando como resultado el valor de los activos de la compañía. Posterior a eso, se procedió a realizar los ajustes necesarios para dar lugar al valor del patrimonio de Banmédica, el que al ser dividido por el número de acciones registradas a Septiembre 2013, nos dio como resultado el precio de la acción.

Una vez obtenido el valor de la acción por medio de los flujos de caja proyectados, el resultado es de \$ 928 por acción, valor prácticamente idéntico al registrado en los terminales de la bolsa de comercio al 30 de septiembre de 2013 de \$ 930. Podemos concluir que la acción se tranzó a un valor justo y justificado por la información disponible en el mercado. Creemos que estamos frente a inversionistas bien informados cuyas decisiones fueron correctamente fundamentadas.

Por otra parte, podemos concluir que el mercado no anticipa cambios significativos en el comportamiento de la empresa, nuestras estimaciones responden a criterios conservadores los cuales son acogidos por el mercado al analizar el resultado del precio de la acción.

14. Bibliografía

- Clínicas de Chile A.G., Dimensionamiento del Sector de Salud Privada en Chile
- Superintendencia de Salud, Ficha Económica Financiera de Isapres
- Instituto Nacional de Estadísticas, Informe Demográfico, Proyecciones 1950-2050
- ICR, Informe Industria de la Salud Privada en Chile
- Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, Mercado de la Salud Privada en Chile
- International Monetary Fund, World Economic Outlook 2012
- Organización Panamericana de Salud, Salud en Sudamérica Edición 2012
- Bolsa de Comercio de Santiago
- Fitch Ratings, Análisis de Riesgo Sector Salud Chile
- Superintendencia de Valores y Seguros, Información Financiera
- Bolsa Electrónica de Chile, Tablas de Desarrollo Bonos Corporativos Banmédica

15. Información de Respaldo

Tablas de desarrollo bonos Banmédica:

Tabla 27. Tabla de Desarrollo Bono Serie B

Fecha Vencimiento	Cupón	Interés	Amortización	Flujo Total	Saldo Amortización	Valor Par	Valor Mercado
15/05/2006	1	4	5	8,76	952.381	8,425	8,418
15/05/2007	2	4	5	8,57	904.762	7,925	7,913
15/05/2008	3	4	5	8,38	857.143	7,451	7,433
15/05/2009	4	3	5	8,19	809.524	7,001	6,980
15/05/2010	5	3	5	8,00	761.905	6,575	6,550
15/05/2011	6	3	5	7,81	714.286	6,172	6,144
15/05/2012	7	3	5	7,62	666.667	5,790	5,759
15/05/2013	8	3	5	7,43	619.048	5,428	5,395
15/05/2014	9	2	5	7,24	571.429	5,085	5,050
15/05/2015	10	2	5	7,05	52.381	4,761	4,725
15/05/2016	11	2	5	6,86	476.191	4,454	4,417
15/05/2017	12	2	5	6,67	428.572	4,164	4,126
15/05/2018	13	2	5	6,48	380.953	3,889	3,851
15/05/2019	14	2	5	6,29	333.334	3,630	3,591
15/05/2020	15	1	5	6,10	285.715	3,384	3,346
15/05/2021	16	1	5	5,90	238.096	3,153	3,114
15/05/2022	17	0,95238	5	5,71	190.477	2,934	2,895
15/05/2023	18	0,7619	5	5,52	142.858	2,727	2,689
15/05/2024	19	0,57144	5	5,33	95.239	2,531	2,495
15/05/2025	20	0,38096	5	5,14	4.762	2,347	2,311
15/05/2026	21	0,19048	5	4,95	0.0	2,173	2,139
						100,0000	99,3395
						TIR Emisión	0,0408

** Fuente SVS www.bolchile.cl

Tabla 28. Tabla de Desarrollo Bono Serie D

Fecha Vencimiento	Cupón	Interés	Amortización	Flujo Total	Saldo Amortización	Valor Par	Valor Mercado
02/05/2009	1	3,2500	0	3,25000	100.0	3,148	3,112
02/05/2010	2	3,2500	0	3,25000	100.0	3,049	2,979
02/05/2011	3	3,2500	5,26316	8,51316	9.473.684	7,734	7,471
02/05/2012	4	3,0789	5,26316	8,34210	8.947.368	7,340	7,009
02/05/2013	5	2,9079	5,26316	8,17106	8.421.052	6,964	6,573
02/05/2014	6	2,7368	5,26316	8,00000	7.894.736	6,603	6,161
02/05/2015	7	2,5658	5,26316	7,82894	736.842	6,259	5,772
02/05/2016	8	2,3947	5,26316	7,65790	6.842.104	5,929	5,406
02/05/2017	9	2,2237	5,26316	7,48684	6.315.788	5,614	5,060
02/05/2018	10	2,0526	5,26316	7,31580	5.789.472	5,313	4,733
02/05/2019	11	1,8816	5,26316	7,14474	5.263.156	5,026	4,426
02/05/2020	12	1,7105	5,26316	6,97368	473.684	4,751	4,136
02/05/2021	13	1,5395	5,26316	6,80264	4.210.524	4,489	3,862
02/05/2022	14	1,3684	5,26316	6,63158	3.684.208	4,238	3,605
02/05/2023	15	1,1974	5,26316	6,46052	3.157.892	3,999	3,362
02/05/2024	16	1,0263	5,26316	6,28948	2.631.576	3,770	3,134
02/05/2025	17	0,8553	5,26316	6,11842	210.526	3,552	2,919
02/05/2026	18	0,6842	5,26316	5,94736	1.578.944	3,344	2,716
02/05/2027	19	0,5132	5,26316	5,77632	1.052.628	3,146	2,526
02/05/2028	20	0,3421	5,26316	5,60526	526.312	2,957	2,347
02/05/2029	21	0,1711	5,26316	5,43422	0.0	2,776	2,178
						100,000	89,485
						TIR Emisión	0,0445

** Fuente SVS www.bolchile.cl

Tabla 29. Tabla de Desarrollo Bono Serie G

Fecha Vencimiento	Cupón	Interés	Amortización	Flujo Total	Saldo Amortización	Valor Par	Valor Mercado
15/03/2013	1	3,75		3,75	100.0	3,614	3,606
15/03/2014	2	3,75		3,75	100.0	3,484	3,468
15/03/2015	3	3,75		3,75	100.0	3,358	3,335
15/03/2016	4	3,75		3,75	100.0	3,237	3,207
15/03/2017	5	3,75		3,75	100.0	3,120	3,084
15/03/2018	6	3,75		3,75	100.0	3,007	2,965
15/03/2019	7	3,75		3,75	100.0	2,898	2,852
15/03/2020	8	3,75		3,75	100.0	2,793	2,742
15/03/2021	9	3,75		3,75	100.0	2,692	2,637
15/03/2022	10	3,75		3,75	100.0	2,595	2,536
15/03/2023	11	3,75	9	12,8409	909.091	8,565	8,350
15/03/2024	12	3	9	12,5	818.182	8,036	7,816
15/03/2025	13	3	9	12,1591	727.273	7,535	7,312
15/03/2026	14	3	9	11,8182	636.364	7,059	6,834
15/03/2027	15	2	9	11,4773	545.455	6,607	6,382
15/03/2028	16	2	9	11,1364	454.546	6,179	5,955
15/03/2029	17	2	9	10,7954	363.637	5,774	5,551
15/03/2030	18	1	9	10,4545	272.728	5,389	5,170
15/03/2031	19	1	9	10,1136	181.819	5,025	4,809
15/03/2032	20	0,6818	9	9,7727	9.091	4,680	4,469
15/03/2033	21	0,3409	9	9,4319	0.0	4,354	4,147

** Fuente SVS www.bolchile.cl

100,000 **97,226**

TIR Emisión	0,0399
-------------	--------

Tabla 30. Tabla de Desarrollo Bono Serie I

Fecha Vencimiento	Cupón	Interés	Amortización	Flujo Total	Saldo Amortización	Valor Par	Valor M ²
10/04/2014	1	6.5	0.0	6,50	100.0	6,103	6,125
10/04/2015	2	6.5	0.0	6,50	100.0	5,731	5,772
10/04/2016	3	6.5	0.0	6,50	100.0	5,381	5,439
10/04/2017	4	6.5	25	31,50	75.0	24,486	24,838
10/04/2018	5	4.875	25	29,88	50.0	21,805	22,198
10/04/2019	6	3.25	25	28,25	25.0	19,361	19,780
10/04/2020	7	1.625	25	26,63	0.0	17,133	17,567
						100,000	101,721
						TIR Emisión	0,0612

** Fuente SVS www.bolchile.cl

Tabla 31. Tabla de desarrollo Bono Serie J

Fecha Vencimiento	Cupón	Interés	Amortización	Flujo Total	Saldo Amortización	Valor Par	Valor M ²
10/04/2014	1	3.8	0.0	3,8	100.0	3,661	3,656
10/04/2015	2	3.8	0.0	3,8	100.0	3,527	3,518
10/04/2016	3	3.8	0.0	3,8	100.0	3,398	3,385
10/04/2017	4	3.8	0.0	3,8	100.0	3,273	3,257
10/04/2018	5	3.8	0.0	3,8	100.0	3,154	3,134
10/04/2019	6	3.8	0.0	3,8	100.0	3,038	3,015
10/04/2020	7	3.8	0.0	3,8	100.0	2,927	2,901
10/04/2021	8	3.8	0.0	3,8	100.0	2,820	2,792
10/04/2022	9	3.8	0.0	3,8	100.0	2,716	2,686
10/04/2023	10	3.8	0.0	3,8	100.0	2,617	2,584
10/04/2024	11	3.8	0.0	3,8	100.0	2,521	2,487
10/04/2025	12	3.8	0.0	3,8	100.0	2,429	2,393
10/04/2026	13	3.8	0.0	3,8	100.0	2,340	2,302
10/04/2027	14	3.8	0.0	3,8	100.0	2,254	2,215
10/04/2028	15	3.8	0.0	3,80	100.0	2,172	2,131
10/04/2029	16	3.8	16,67	20,47	8.333.334	11,269	11,046
10/04/2030	17	316.666	16,67	19,83	6.666.668	10,521	10,299
10/04/2031	18	253.334	16,67	19,20	5.000.002	9,812	9,593
10/04/2032	19	1.9	16,67	18,57	3.333.336	9,141	8,926
10/04/2033	20	126.666	16,67	17,93	166.667	8,506	8,295
10/04/2034	21	0.63334	16,67	17,30	-0.0	7,905	7,700
						100,000	98,317
						TIR Col	0,0393

** Fuente SVS www.bolchile.cl

16. Índice de Ilustraciones y Cuadros

Número de Tabla	Nombre Tabla	Página
Tabla 1	Estructura de la Sociedad	9
Tabla 2	Principales Accionistas	10
Tabla 3	Principales Ejecutivos	11
Tabla 4	Participación de Mercado Isapres	12
Tabla 5	Participación de Mercado Clínicas	13
Tabla 6	Resumen Emisión de Bonos	14
Tabla 7	Ultimas Transacciones Bonos	15
Tabla 8	Estructura de Capital Histórica	16
Tabla 9	Estructura de Capital Objetivo	16
Tabla 10	Resultado Regresión	17
Tabla 11	Resumen Resultado Regresión	18
Tabla 12	Estado de Resultados Consolidado	22
Tabla 13	Balance Consolidado	23
Tabla 14	Crecimiento Ingresos Banmédica	25
Tabla 15	Crecimiento en Ingresos Industria de Isapres	27
Tabla 16	Crecimiento en Ingresos Industria de Clínicas	27
Tabla 17	Perspectivas de Crecimiento Industria	28
Tabla 18	Análisis de Costos y Gastos	29
Tabla 19	Detalle Costos de Operación	30
Tabla 20	Análisis de Cuentas no Operacionales	31
Tabla 21	Análisis de Activos	33
Tabla 22	Proyección de Estados Financieros	35
Tabla 23	Proyección Flujo de Caja Bruto	36
Tabla 24	Proyección Flujo de Caja Neto	37
Tabla 25	Valorización Económica	38
Tabla 26	Determinación Precio de la Acción	38