



**VALORACIÓN DE AFP HABITAT S.A.
Mediante Método De Valoración Por Flujos
De Caja Descontados**

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

Alumno: José Ancamil Caniullán

Profesor: Mauricio Jara Bertin

Santiago, abril 2021

Tabla de Contenido:

1. Metodología	05
2. Descripción de la empresa e industria.....	10
2.1 La industria y competencia.....	10
2.2 Hechos relevantes de la industria.....	12
2.3 Descripción de la empresa y su historia.....	13
2.3.1 Descripción de la empresa.....	13
2.3.2 Reseña histórica.....	16
2.4 Filial y su industria.....	17
2.5 Regulación y fiscalización.....	19
2.6 Principales accionistas.....	20
2.7 Empresa comparable.....	21
3. Aspectos contables y financieros de la empresa.....	23
3.1 Estado de situación financiera.....	23
3.2 Estado de resultados.....	26
3.3 Estado de flujos de efectivo.....	28
3.4 Principales Ratios financieros.....	29
4. Financiamiento y estructura de capital de la empresa	31
4.1 Deuda Financiera	31
4.2 Patrimonio Económico	31
4.3 Valor económico de la empresa.....	32
4.4 Estructura de capital objetivo.....	32
5. Estimación del Costo de Patrimonial de la empresa.....	33
5.1 Estimación del beta patrimonial.....	33
5.2 Estimación del costo patrimonial.....	36
6. Análisis operacional del negocio e industria	39
6.1 Análisis de crecimiento de la empresa.....	39
6.2 Análisis de crecimiento de la industria.....	40
6.3 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa.....	42
6.4 Análisis del resultado no operacional de la empresa.....	43
6.5 Análisis de los activos de la empresa.....	45
7. Proyección del estado de resultados.....	46
7.1 Ingresos operacionales proyectados.....	46
7.2 Costos operacionales proyectados.....	48
7.3 Resultado no operacional proyectado.....	49
7.4 Impuesto corporativo proyectado.....	53
7.5 Estado de resultados proyectado en UF.....	53
7.5.1 Supuestos utilizados	53
7.6 Estado de resultados proyectado porcentual.....	58
8. Proyección de los flujos de caja libre.....	59
8.1 Depreciación y Amortización.....	59
8.2 Inversión en reposición.....	59
8.3 Inversión en capital físico.....	60
8.4 Inversión (liberación) de capital de trabajo.....	61
8.5 Inversión en encaje (requisito normativo).....	63

8.6 Valor terminal.....	66
8.7 Proyección de los flujos de caja libre.....	66
9. Precio de la acción proyectado.....	67
9.1 Valor presente de los flujos de caja libre.....	67
9.2 Déficit (Exceso) de capital de trabajo.....	67
9.3 Activos prescindibles.....	67
9.4 Deuda financiera.....	68
9.5 Valorización económica de la empresa y del precio de la acción.....	68
9.6 Análisis de sensibilidad.....	69
10. Anexos	74
10.1 Anexo de Situación Financiera Activos (Porcentaje según tipo de Activos).....	74
10.2 Anexo de Situación Financiera Pasivos y Patrimonio (Porcentaje según tipo de Pasivos y Patrimonio)	75
10.3 Anexo de Situación Financiera Activos (cifras en UF).....	76
10.4 Anexo de Situación Financiera Pasivos y Patrimonio (cifras en UF).....	77
10.5 Anexo de Estado de resultados consolidados (Porcentaje según ingresos y Ganancia)	78
10.6 Anexo de Estado de resultados consolidados (cifras en UF)	79
10.7 Anexo de Estado consolidado de flujo de efectivo cifras en UF)	80
11. Bibliografía.....	82
12. Anexos.....	83

RESUMEN EJECUTIVO

Este informe presenta la valoración por Flujo de Caja Descontados de la compañía AFP Habitat S.A. al 30 de junio del 2020, empresa que se encuentra enfocada en el negocio del servicio previsional y que además de estar presente en Chile, tiene operaciones en Perú y Colombia.

Al cierre de junio 2020, los ingresos ordinarios de la compañía provienen un 71% de Chile y un 29% de los otros 2 países.

Dentro de los últimos hitos relevantes de la compañía, está su expansión en el mercado de Colombia, donde adquirió en diciembre del 2019 las sociedades Colfondos S.A. y Suma Limitada. Para esta compra, la compañía recurrió a 3 créditos bancarios de corto plazo con bancos en Chile.

Al revisar los estados financieros del año 2016 hasta junio del 2020, es posible ver que la estructura de financiamiento de esta compañía es casi en su totalidad financiada con patrimonio de los accionistas. Por lo tanto, para el presente trabajo se utilizará para descontar los flujos de caja, la tasa de costo patrimonial, dado que no existe una estructura de capital objetivo estable en el tiempo.

El requerimiento del encaje, que es un asunto normativo, históricamente se ha financiado con recursos propios generados por el negocio.

Como parte del resultado del trabajo, se obtuvo un precio de la acción de \$554,12 y el precio real a la fecha de valorización es de \$546,05, por lo tanto, el precio de mercado está levemente subvalorado de acuerdo con el cálculo y los supuestos utilizados. Finalmente se realizó un análisis de sensibilidad de 3 variables relevantes que son: los ingresos ordinarios, el beta de la compañía y el encaje normativo.

1. Metodología

La metodología utilizada para esta valorización es conocida como 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, siendo el 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. 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 método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías¹.

En el método de 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, este 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, este método será altamente sensible a la tasa de descuento.

¹ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), p. 382.

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.

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 “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por 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 el método de 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.

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.

Adicionalmente y como método adicional, se va a utilizar el método conocido como el método de múltiplos. Este enfoque de múltiplos 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. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos 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. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos²:

1. Múltiplos de ganancias:

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

² Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

- 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, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

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

2. 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)

3. Múltiplos de ventas:

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

4. Múltiplo de variables de industria específica:

- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m2 construido en retail

2. Descripción de la Empresa e Industria

2.1 La industria y competencia

El sistema de pensiones chileno ha pasado por varias etapas adaptándose a las circunstancias y realidades de la población. En el año 1924, nuestro país comenzó una política pública de previsión social que fue pionero en Latino América, bajo la modalidad del sistema de reparto. La administración y pago de pensiones dependía de cada una de las cajas de previsión en la cual estuviera afiliado el trabajador. Estas entidades fueron: caja del seguro obrero obligatorio, caja de previsión de empleados particulares y luego se agregó la caja de empleados públicos.

En la década de 1940, se debatían posibles modificaciones a este sistema, que se concretaron en la reforma de 1952 donde se crearon el Servicio de Seguridad Social y el Servicio Nacional de Salud. El sistema persistió, con ciertas modificaciones, hasta inicios de la década de 1980, donde se instauró el sistema de capitalización individual que conocemos hasta nuestros días³.

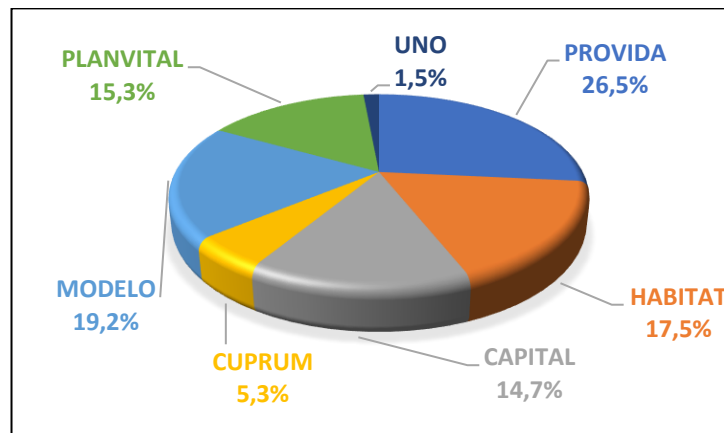
El actual sistema de pensiones se basa en 3 pilares, el primero consiste en los aportes mensuales obligatorios, que los trabajadores realizan en la Administradoras de Fondos de Pensiones que estén afiliados y que se va acumulando en una cuenta de capitalización individual, la cual, va aumentando con los aportes y rentabilidades obtenidas por la inversión de sus fondos. Este dinero es de propiedad de cada trabajador afiliado.

³ Fuente: <http://www.memoriachilena.gob.cl/602/w3-article-93766.html>

Un segundo pilar consiste en los aportes del Estado, el cual, entrega pensiones a quienes se encuentran dentro del 60% más vulnerable de la población y también realiza aportes a aquellas personas que no tienen ahorros en el sistema o este es insuficiente. Un tercer y último pilar corresponde a un ahorro adicional al obligatorio mencionado anteriormente. La finalidad de este pilar voluntario es aumentar su ahorro previsional con una serie de beneficios del estado como forma de incentivo.

En la siguiente imagen número 1, se muestra la participación de mercado de las administradoras de fondos de pensiones en cuanto a la cantidad de afiliados.

Ilustración 1: Señala la participación de mercado de las AFP chilenas con relación a los afiliados del sistema (total de afiliados es de 11.024.912 personas).

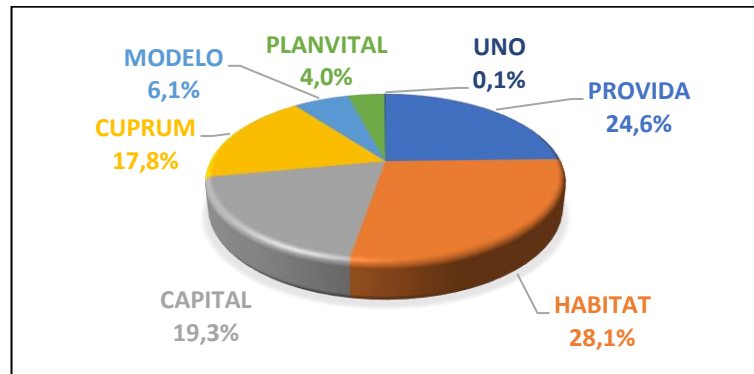


Fuente: Elaboración propia en base a información de Superintendencia de Pensiones (30 junio 2020).

En base a lo observado en la imagen 1, se puede apreciar que AFP Habitat es la tercera AFP con mayor cantidad de afiliados, luego de AFP Provida y AFP Modelo.

A continuación, la imagen número 2 señala la participación de mercado en cuanto al saldo administrado por el sistema de pensiones, el cual, asciende a la cantidad de 161.325.636 MM CLP al cierre de junio del 2020.

Ilustración 2: Señala la participación de mercado chileno con relación al saldo que administra cada AFP.



Fuente: Elaboración propia en base a información de Superintendencia de Pensiones (30 junio 2020).

En la imagen anterior, es posible deducir que AFP Habitat es la entidad que posee el mayor monto administrado de todo el sistema de pensiones local.

2.2 Hechos relevantes de la industria

Desde el año 2019 hasta agosto 2020, el sistema de pensiones ha enfrentado variados hitos comenzando por la reforma constitucional aprobada en Julio del 2020, que permitió el retiro del 10% de los fondos de pensiones obligatorios por única vez. En esta, los afiliados al sistema de AFP pudieron solicitar un monto mínimo de retiro de 35 UF y un monto máximo de 150 UF. Este retiro se aprobó por las autoridades debido a las graves secuelas y necesidades que está generando la pandemia a nivel local y que hizo acrecentar la cesantía del país a un 13,1% en el trimestre móvil mayo-junio-julio.

A continuación, se señalan los principales ejes del proyecto de reforma al sistema de pensiones y que aún están en discusión:

1. Aumento del 6% de cotización adicional con cargo al empleador: este porcentaje será administrado por el consejo administrador de seguros sociales que será una

nueva institución pública creada para este fin. Un 3% se va a dirigir a las cuentas individuales de cada trabajador, un 2,8% se dirige a un fondo colectivo de reparto y un 0,2% al nuevo seguro de dependencia.

2. Se establecen una serie de cambios para que los afiliados a una AFP puedan participar de la administración. Para ello se crea lo siguiente:
 - Comité de afiliados.
 - 1 afiliado podrá participar del directorio de la AFP.
 - Mayor injerencia de este comité de afiliados al designar directores en las empresas que las AFP invierten los fondos previsionales.
 - Creación de una intendencia de protección para los afiliados en la superintendencia de pensiones.
3. Se podrán formar AFP que sean sociedad sin fines de lucro, tales como cooperativas de afiliados y filiales de cajas de compensación.
4. Las AFP deberán pagar las cuotas mortuorias de los afiliados fallecidos que estén imposibilitados de cubrir ese gasto.
5. No se podrán cobrar comisiones por inversiones a través de terceros en fondos mutuos internacionales.

Los 5 puntos señalados es lo vigente a septiembre 2020 y esto puede cambiar durante el proceso de tramitación legislativa, por lo tanto, es información referencial.

2.3 Descripción de la empresa y su historia

2.3.1 Descripción de la empresa

- Razón social: Administradora de Fondos de Pensiones Habitat S.A.
- Rut de la empresa: 98.000.100-8

- Nemotécnico: Habitat
- Tipo de sociedad: Sociedad Anónima Abierta
- Industria: Sistema de Pensiones

AFP Habitat es una de las 7 administradoras de fondos de pensiones en el mercado local y está controlada mayoritariamente por Inversiones Previsionales Dos SpA e Inversiones Previsionales Chile SpA, ambos con un 40,29% de las acciones de esta compañía.

Esta compañía es líder en el mercado en cuanto a montos administrados, al cierre del 2019, administró 60.718 MMUSD (TC=744,62 pesos) lo que se traduce en una participación de mercado del 28,2%. Cuenta con 23 sucursales en regiones y 3 en Santiago, adicionalmente cuenta con 2 centros de servicios en regiones y un punto de atención de lunes a domingo en la región metropolitana.

Esta administradora de fondos de pensiones transa sus acciones en la bolsa de valores de Santiago desde el año 2010.

A continuación, se muestra el precio histórico de la acción que desde el 04/01/2010 hasta el 30/09/2020 y es posible apreciar ciertos vaivenes, donde la baja más notoria ocurrió el 18 de octubre del 2019 a nivel local con el denominado “conflicto social”, provocando grandes desordenes y generando fuertes caídas en el IPSA⁴ en niveles de -10% desde el 18 de octubre mencionado, hasta el 30 de diciembre del 2019.

⁴ Ipsa: Principal índice accionario de Chile, llamado: Índice de precio selectivo de acciones

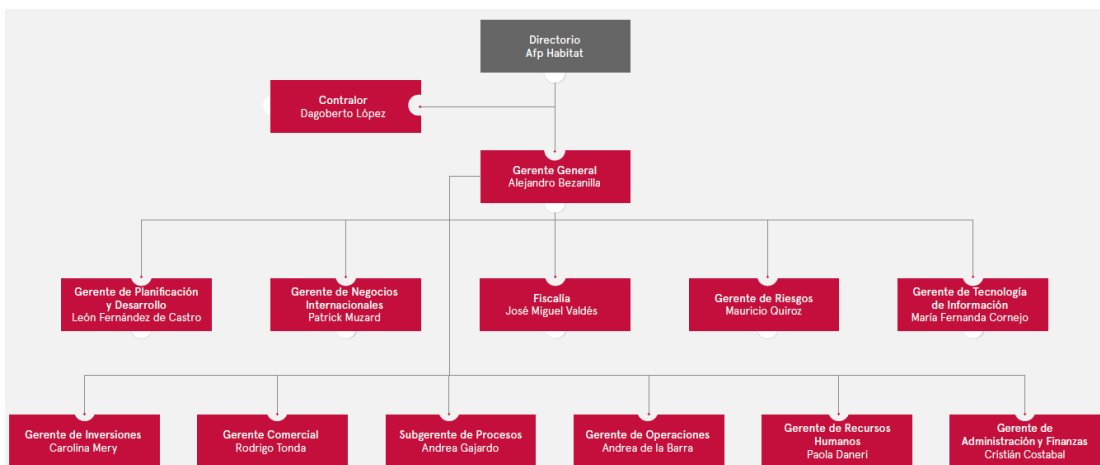
Ilustración 3: precio histórico AFP HABITAT S.A.



Fuente: Elaboración propia en base a información extraída de Yahoo Finance.

A continuación, se señala la estructura de la administración de la compañía, considerando que esta cuenta con 1.342 técnicos y administrativos, 376 jefaturas y cargos profesionales y 38 ejecutivos (gerentes y sub-gerentes) al cierre del 2019.

Ilustración 4: Estructura de la administración de AFP HABITAT S.A.



Fuente: Memoria anual 2019.

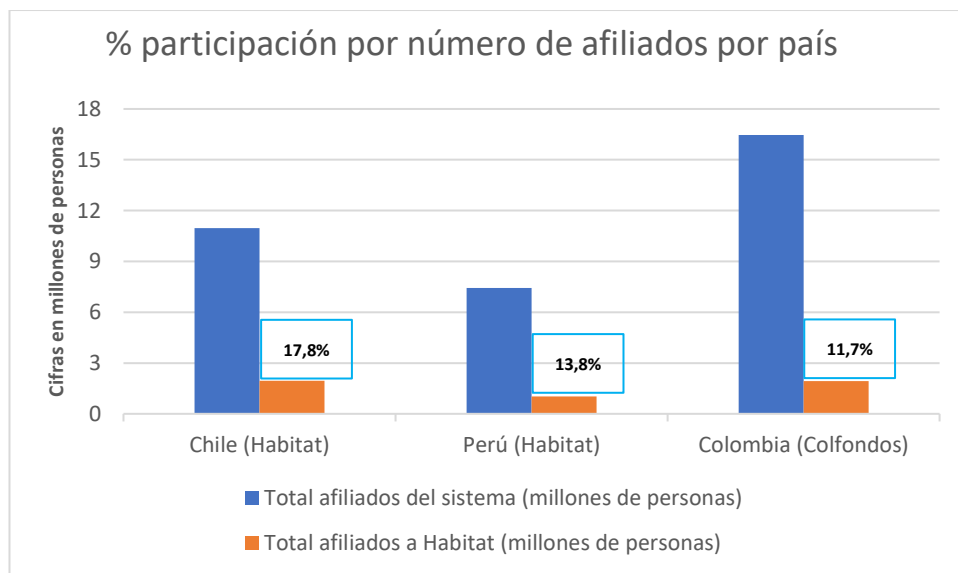
2.3.2 Reseña histórica

AFP Habitat, fue constituida en el año 1981, siendo autorizada para funcionar como AFP el 27 de enero de ese mismo año.

En sus inicios, la AFP tenía su representación en regiones, por intermedio del personal de la Caja de Compensación de Los Andes. El convenio con aquella entidad permitía utilizar la infraestructura completa.

Al cierre del año 2019, AFP Habitat ingresa al mercado de pensiones de Colombia, adquiriendo Colfondos y Suma Limitada. En relación con Perú, AFP Habitat está operando en ese mercado desde el año 2013. A continuación, se muestra una figura que ilustra la cantidad de afiliados por cada país en los que opera AFP Habitat y la respectiva participación de mercado en este ámbito.

Ilustración 5: Señala la participación de mercado en cuanto al número de afiliados por país.



Fuente: Elaboración propia, en base a la información de la memoria anual 2019.

Tal como se aprecia en la imagen, a nivel local se tiene una sólida participación de mercado con alrededor de 2 millones de afiliados, además posee una cobertura a nivel

nacional con 26 sucursales y 22 agencias móviles, además de ofrecer una amplia gama de productos y servicios.

2.4 Filial y su industria

AFP Habitat tiene 1 filial llamada Habitat Andina S.A. quien consolida la operación peruana y colombiana. En diciembre del año 2019, AFP Habitat S.A. concretó la compra del 100% de la colombiana Colfondos Pensiones y Cesantías S.A. fundada en el año 1991. La adquisición fue realizada a través de la filial Habitat Andina S.A. y de Habitat America S.A. que es filial de esta última.

En el mercado peruano, las operaciones como filial comenzaron el año 2013 obteniendo la licitación de nuevos afiliados en 2 períodos seguidos. En cuanto a la industria peruana, a diciembre 2019 existen 4 administradoras privadas de fondos de pensiones en el país que compiten entre ellas y que conviven con el sistema nacional de pensiones, siendo este un sistema público administrado por la Oficina de Normalización Previsional. A continuación, se señala la cantidad de afiliados y activos administrados en Perú, tanto por la industria, como por la filial de Habitat en dicho país.

Ilustración 6: Cantidad de afiliados y saldos administrados en mercado peruano.

Afiliados	2017	2018	2019
Industria	6.604.841	7.018.669	7.426.708
Habitat Perú	1.113.971	1.076.055	1.023.505
Activos administrados (*MM USD)	2017	2018	2019
Industria	47.162	46.307	52.769
Habitat Perú	1.652	2.216	3.409

* Tasa de cambio al 31 diciembre PEN/USD: 3,3130

Fuente: Memoria anual 2019.

En el negocio colombiano, Colfondos aparte de ofrecer la administración de ahorro para pensiones obligatorias, también pone a disposición productos de pensiones voluntarios y administración de cesantías.

A diciembre del 2019, en el mercado de Colombia coexisten 4 administradoras que participan del régimen de ahorro individual con solidaridad, este convive con otro régimen llamado solidario de prima media, que es administrado por la entidad estatal Colpensiones.

A continuación, se muestra un resumen de los activos administrados por Colfondos y además la evolución de los afiliados, ambos en contraste con la industria de ese país.

Ilustración 7: Cantidad de afiliados y saldos administrados en mercado colombiano.

Activos Administrados (*MM USD)				
AFP	Obligatorias	Cesantías	Pensiones Voluntarias	Total
Industria	80.031	3.499	6.057	89.587
Colfondos	10.777	365	399	11.541
* Tasa Cambio al 31 diciembre 2019 COP/USD: 3.277,14				
Evolución de Afiliados 2017-2019				
AFP	2017	2018	2019	
Industria	14.841.656	15.554.616	16.463.089	
Colfondos	1.876.721	1.906.661	1.927.622	

Fuente: Memoria anual 2019.

Al realizar la apertura del negocio tanto a nivel local como extranjero, es posible notar que gran parte del ingreso a nivel consolidado procede de Chile, que captura el 85% del total de ingresos al cierre del año 2019. Por otro lado, el negocio en Perú aporta un 14% de los ingresos totales y el negocio colombiano sólo aporta un 1%.

El siguiente cuadro, señala los ingresos operacionales que provienen de cada país.

A nivel local, se considera la comisión por cuentas obligatoria, las cuentas de ahorro voluntario y otras comisiones. Para el caso de ingresos de las filiales, se incluyen los

ingresos por comisiones y el resultado del encaje de AFP Habitat en Perú y de Colfondos S.A., producto de la consolidación de la filial Habitat Andina S.A.

Ilustración 8: ingresos consolidados tanto locales como extranjeros.

Ingresos Negocio Nacional	
Ingresos por Comisiones	
Distribución por Producto [M clp]	Ejercicio Actual Dic 2019
Comisión por acreditaciones obligatorias	173.535.033
Comisión por APV	7.620.793
Comisión por CAV	4.199.885
Comisión por Pensiones	3.651.438
Comisión por Afiliado Voluntario	46.904
Otras comisiones	618.772
Ingresos por Comisiones Totales	189.672.825
Ingresos Filiales Internacionales	
Otros Resultados Varios de la Operación [M clp]	Ejercicio Actual Dic 2019
Filial Perú	30.099.793
Filial Colombia	2.261.195
Ingresos por Filiales	32.360.988

Fuente: Memoria anual 2019.

2.5 Regulación y fiscalización

El Decreto de Ley 3.500 del año 1980 establece un nuevo sistema de pensiones para la vejez, invalidez y sobrevivencia derivado de la capitalización individual obligatoria de una administradora de fondos de pensiones, por lo tanto, con las normas establecidas en la ley, regula este mercado en el marco de la seguridad social. Adicionalmente, la superintendencia de pensiones ejerce un rol normativo a través de la facultad de dictar normas e impartir instrucciones a las entidades fiscalizadas. Uno de sus principales ejes en la regulación es generar una normativa alineada con la supervisión basada en riesgos que se alinea al mejor funcionamiento del sistema de pensiones.

Por otro lado, en cuanto a la fiscalización, esta labor se lleva a cabo por la Superintendencia de Pensiones, la cual, aplica un modelo de supervisión basada en riesgos, que consiste en identificar, monitorear, mitigar y controlar los riesgos más críticos que enfrentan las administradoras de fondos de pensiones.

2.6 Principales accionistas

Ilustración 9: 10 principales accionistas de la compañía.

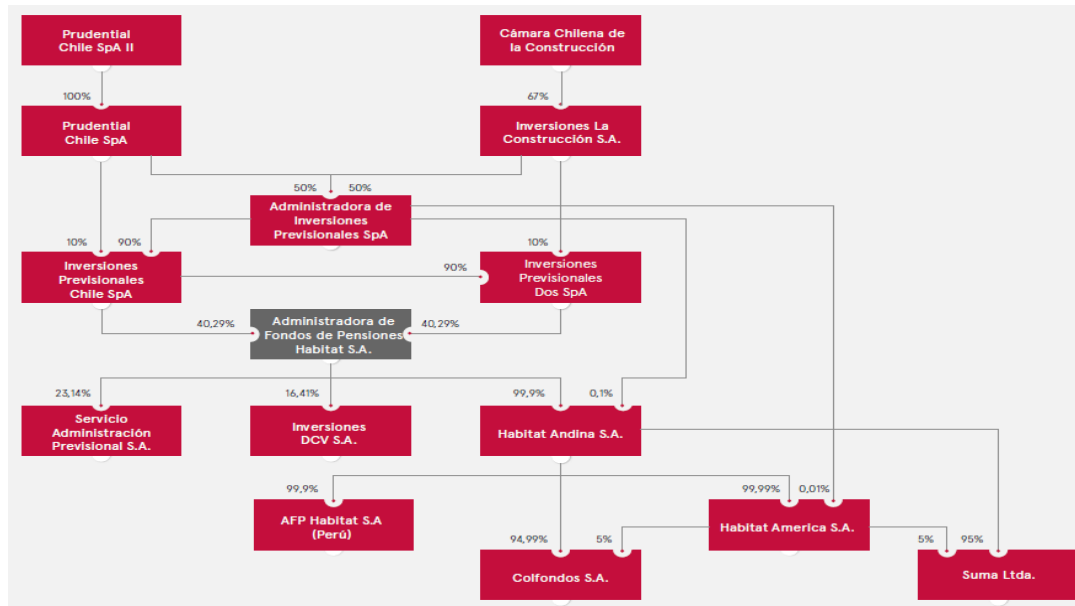
RAZÓN SOCIAL	PARTICIPACIÓN	ACUMULADO
INVERSIONES PREVISIONALES DOS SA	40,29%	40,29%
INVERSIONES PREVISIONALES CHILE SPA	40,29%	80,58%
INV UNION ESPANOLA S A	3,70%	84,28%
BCI C DE B S A	1,73%	86,01%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	1,52%	87,53%
BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIO	1,12%	88,65%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO	1,11%	89,76%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S A	1,01%	90,77%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRAN	0,93%	91,70%
VALORES SECURITY S A C DE B	0,76%	92,46%

Fuente: Elaboración propia en base a información de Bolsa de Santiago.

Al cierre del año 2019, las acciones de la compañía estaban distribuidas en un total de 324 accionistas y el número total de acciones suscritas y pagadas es de 1.000.000.000. Al analizar la estructura de la sociedad, podemos ver que Administradora de Inversiones Previsionales SpA es la entidad controladora de AFP Hábitat y el 50% de sus acciones son de propiedad de Inversiones La Construcción S.A. (“ILC”), cuyo controlador final es la Cámara Chilena de la Construcción A.G., la cual es una asociación gremial regida por el Decreto de Ley número 2.757 del año 1979. El otro 50% es de propiedad de Prudential Chile SpA, la que a su vez es de propiedad en un 100% de Prudential Chile SpA II siendo el controlador final de esta última Prudential Financial Inc. (conjuntamente “Prudential”).

Entre ILC y Prudential mantienen los mismos derechos políticos y económicos y existe un pacto de accionistas que contempla entre otras materias propias de este tipo de acuerdos, mecanismos de primera opción de compra de acciones de AFP HABITAT.

Ilustración 10: Estructura accionaria HABITAT S.A. con su filial y coligadas.



Fuente: Memoria anual 2019.

2.7 Empresa comparable

Antecedentes	Nombre de la empresa
Nombre	Administradora de fondos de pensiones y cesantías Protección S.A.
Año de inscripción	1995
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Valores de Colombia
Número de acciones suscritas y pagadas	25.407.446
Precio de cierre de acción a diciembre 2019	105.000 (COP)
Descripción de la empresa	Pertenece al holding Colombiano Grupo de Inversiones Suramericana y administra fondos de pensiones para los clientes.
Sector e industria	Financiero (Pensiones)
Países y negocios	Protección S.A. opera en Colombia, pero tiene una filial llamada AFP Crecer S.A. que opera en El Salvador en la administración de fondos de pensiones.

A nivel latinoamericano, fue posible encontrar otra AFP que transa sus acciones en la bolsa de valores de Colombia, cuyos principales indicadores financieros son los siguientes. Las cifras consideran el tipo de cambio al cierre de cada período.

Ilustración 11: Aspectos financieros de Protección S.A.

Administradora de fondos de pensiones y cesantías Protección S.A.	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	30/12/2019	30/06/2020
Cifras en UF					
Ingresos totales	7.883.813,4	8.213.069,1	6.860.627,2	9.361.514,9	7.690.000,0
<i>Crecimiento respecto a periodo anterior</i>	16,7%	13,4%	(15,7%)	32,0%	(0,6%)
Beneficio bruto	5.999.868,3	6.291.938,0	4.884.911,5	7.246.512,0	5.567.547,6
<i>%Margen</i>	76,1%	76,6%	71,2%	77,4%	72,4%
EBITDA	4.409.279,2	4.803.287,2	3.257.338,5	5.428.125,3	3.821.286,3
<i>%Margen</i>	55,9%	58,5%	47,5%	58,0%	49,7%
EBIT	4.320.125,1	4.683.325,5	3.153.269,4	5.407.791,4	3.812.680,2
<i>%Margen</i>	54,8%	57,0%	46,0%	57,8%	49,6%

Fuente: Elaboración propia en base a información extraída de página web www.capitaliq.com.

Al realizar una comparación entre AFP Habitat y la compañía Protección S.A., ambos poseen ratios bastante similares, por ejemplo, el promedio de los 5 periodos analizados en cuanto al margen bruto de la AFP Habitat es de 78,5% y el de Protección es de 75%. Incluso, en los ingresos ordinarios son bastante similares para AFP Habitat el promedio es de 7,4 MM UF y para Protección S.A. es de 8 MM UF.

3. Aspectos contables y financieros de la empresa

3.1 Estado de situación financiera

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA: ACTIVOS	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020	Ponderación activos corrientes	Promedio sobre total activos
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF		
ACTIVOS CORRIENTES							
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.648.674	2.013.140	2.218.978	1.492.586	1.665.961	82,5%	9,6%
Activos financieros a valor razonable con cambios en resultados	7.200	15.572	67.372	154.428	294.164	4,7%	0,5%
Deudores comerciales y cuentas por cobrar, neto	79.619	123.708	135.702	205.769	238.727	7,1%	0,8%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	39.884	35.035	42.425	32.916	0	1,4%	0,2%
Pagos anticipados	30.087	31.176	28.928	41.188	67.067	1,8%	0,2%
Cuentas por cobrar por impuestos corrientes	6.313	0	2.740	110.486	165.303	2,5%	0,2%
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	1.811.778	2.218.631	2.496.144	2.037.372	2.431.222	100%	11,4%
	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020	Ponderación activos no corrientes	Promedio sobre total activos
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF		
ACTIVOS NO CORRIENTES							
Encaje	11.809.030	13.082.519	13.441.852	15.778.100	15.861.948	80,7%	71,3%
Otros activos financieros	191.215	321.971	458.994	3.975.586	3.828.932	8,1%	7,3%
Inversiones en coligadas	114.791	108.389	106.995	108.076	156.150	0,7%	0,6%
Activos intangibles, Neto	143.657	128.141	204.712	1.658.167	1.715.766	3,6%	3,2%
Propiedades, planta y equipo, Neto	972.236	910.600	1.075.851	1.667.696	1.565.283	6,9%	6,1%
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	13.230.928	14.551.621	15.288.404	23.187.624	23.128.080	100%	88,6%
TOTAL ACTIVOS	15.042.706	16.770.252	17.784.548	25.224.996	25.559.302		

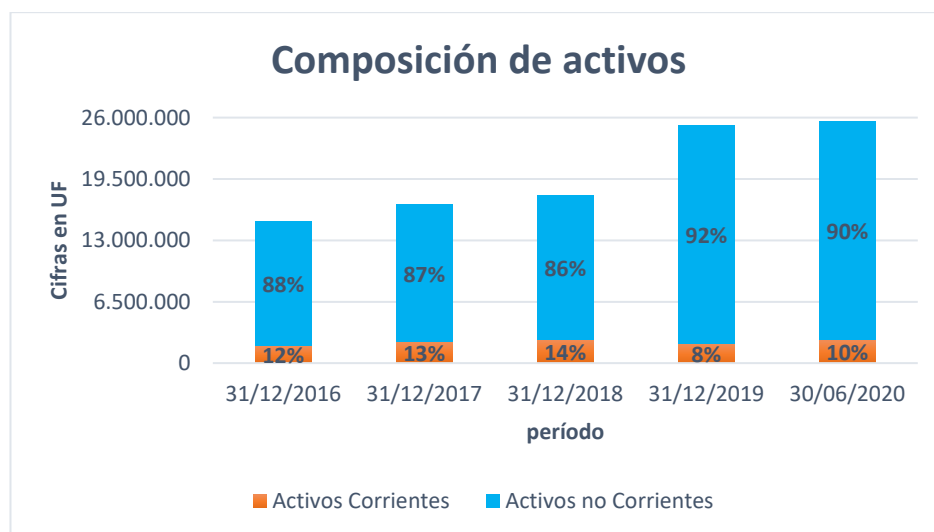
Esta tabla muestra el resumen de los activos de la compañía a nivel histórico. Es posible observar que en AFP HABITAT S.A. la gran mayoría de sus activos son no corrientes, compuesto fundamentalmente por el monto que corresponde al encaje, siendo este el 1% de cada multifondo que administra y que debe ser invertido en cuotas de cada fondo.

Un 81% de los activos no corrientes corresponden al encaje, considerando el promedio de los 5 períodos analizados.

Por otro lado, se encuentran otros activos financieros que representan en promedio el 8% del total de activos no corrientes, los cuales, corresponden a la inversión mantenida por AFP HABITAT en Perú y Colombia bajo el concepto del encaje.

Por otra parte, en relación con los activos corrientes, la partida del efectivo y equivalente de efectivo representa un promedio del 83% del total de activos de corto plazo al considerar los 5 períodos. Este ítem lo conforma el efectivo y el equivalente está compuesto por saldo en bancos de uso general y depósitos a plazo mayormente. La siguiente imagen refleja la composición de los activos de la administradora en los períodos señalados.

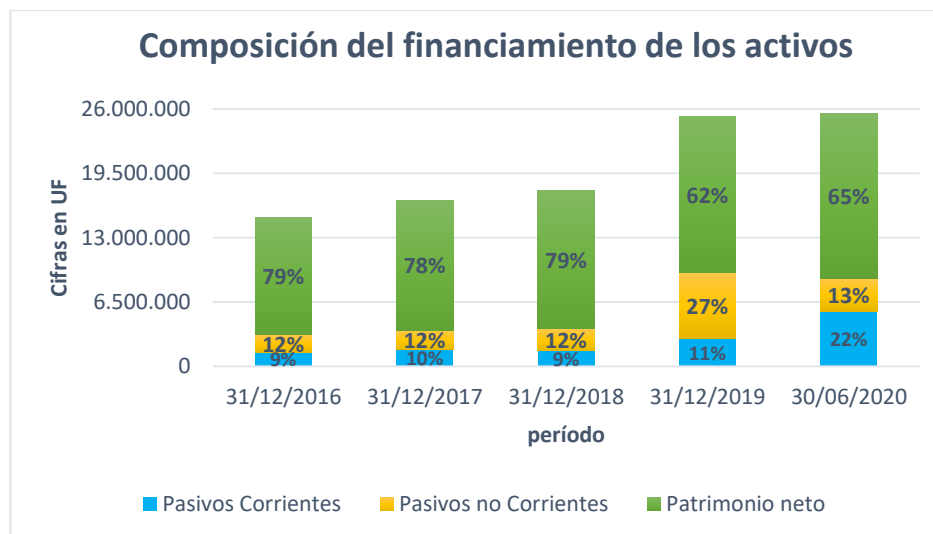
Ilustración 12: Composición de los activos de AFP HABITAT S.A.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros publicados en la web <http://www.cmfchile.cl>

Asimismo, AFP HABITAT financia sus activos de acuerdo con la siguiente estructura, tal como se muestra en la imagen 13.

Ilustración 13: Composición del financiamiento de los activos de AFP HABITAT S.A.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros publicados en la web <http://www.cmfchile.cl>

Con relación a los pasivos de la compañía, se puede apreciar un fuerte aumento de los pasivos no corrientes del año 2019, donde el monto se elevó un 202% respecto al cierre del año anterior. Esto se explica mayormente por el aumento de los préstamos obtenidos por la filial Habitat Andina debido a la adquisición de las sociedades Suma Limitada y Colfondos S.A. Pensiones y Cesantía.

Desde el 2016 y hasta el 2018, la compañía tenía una estructura de capital bastante estable, que era un 21% de pasivos y un 79% de patrimonio.

3.2 Estado de resultados

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	jun.-20	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	jun.-20
	Cifras en UF					% Ingresos				
Ingresos Ordinarios	6.351.038	6.787.376	7.122.826	7.851.103	4.733.333	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rentabilidad del Encaje	560.251	1.087.364	232.968	2.156.951	244.616	8,8%	16,0%	3,3%	27,5%	5,2%
Gastos de personal	-1.423.377	-1.539.872	-1.698.070	-1.828.170	-1.289.398	-22,4%	-22,7%	-23,8%	-23,3%	-27,2%
Depreciación y amortización	-113.363	-132.553	-134.717	-253.636	-187.077	-1,8%	-2,0%	-1,9%	-3,2%	-4,0%
Otros gastos varios de operación	-1.258.272	-1.282.109	-1.237.597	-1.505.915	-922.629	-19,8%	-18,9%	-17,4%	-19,2%	-19,5%
Costos financieros	-3.175	-3.169	-4.758	-30.131	-56.178	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,4%	-1,2%
Ganancia (pérdida) de inversiones	49.730	37.120	42.681	58.965	20.727	0,8%	0,5%	0,6%	0,8%	0,4%
Ganancia (pérdida) de coligadas	107.202	110.143	104.828	108.417	49.530	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%	1,0%
Diferencia de cambio	1.054	-1.501	1.407	-105.062	1.619	0,0%	0,0%	0,0%	-1,3%	0,0%
Resultados por unidades de reajuste	12.381	4.361	8.740	2.473	-4.184	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	-0,1%
Otros ingresos distintos de operación	27.800	42.222	38.413	38.640	18.334	0,4%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%
Otros gastos distintos de operación	-7.657	-13.302	-12.038	-17.809	-16.392	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,3%
Ganancia antes de impuesto	4.305.006	5.100.819	4.462.581	6.472.904	2.592.302	67,8%	75,2%	62,7%	82,4%	54,8%
Impuesto a las ganancias	-978.120	-1.216.987	-1.166.131	-1.699.872	-751.896	-15,4%	-17,9%	-16,4%	-21,7%	-15,9%
Ganancia	3.326.886	3.883.831	3.296.450	4.773.032	1.840.405	52,4%	57,2%	46,3%	60,8%	38,9%

De acuerdo con los estados de resultado históricos de la compañía y al revisar los ingresos ordinarios, es posible ver un incremento en todos los períodos analizados (2015 al 2019 y el primer semestre 2020) respecto al período igualmente anterior. Estos ingresos provienen principalmente de las comisiones de la cuenta obligatoria, productos voluntarios y comisión por retiro programado. Los resultados de la adquisición de AFP Habitat Andina en Colombia, trajo buenos resultados al ejercicio 2019, el cual, aportaron a los ingresos 2019 un total de 441,5 MUF. Por otro lado, al cierre del mismo año, los ingresos provienen un 85% del negocio local y un 15% de las operaciones en Perú y Colombia.

En cuanto al monto del Ebitda, es posible ver una disminución del 25% al cierre del primer semestre de este año con relación al mismo período 2019, el cual, se debe

mayormente a la menor rentabilidad del encaje en ambos períodos ya que disminuyó en 1.029,7 MUF. Esta baja se debe a una menor rentabilidad obtenida por las inversiones de los fondos de pensiones.

Adicionalmente, es posible ver cierta estabilidad del margen bruto de la compañía, el cual ha oscilado en los 5 períodos analizados, entre un 74,1% y un 82,9%.

Finalmente, al calcular el Ebitda se tienen 2 maneras de estimar este dato, uno que considera la rentabilidad del encaje y otra que no incorpora esa información (EbitdaE), quedando los datos de la siguiente manera:

Ilustración 14: Aspectos financieros de AFP Habitat S.A.

AFP HABITAT S.A.	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	jun.-19	jun.-20
Cifras en UF						
Ingresos totales	6.911.288	7.874.741	7.355.794	10.008.054	5.139.970	4.977.949
Crecimiento año anterior	-	14%	-7%	36%	-	-3%
Beneficio bruto	5.487.911	6.334.869	5.655.622	8.179.884	4.260.471	3.688.551
%Margen	79,4%	80,4%	76,9%	81,7%	82,9%	74,1%
Ebitda	4.421.543	5.236.541	4.602.056	6.756.671	3.772.362	2.835.557
%Margen	64,0%	66,5%	62,6%	67,5%	73,4%	57,0%
Ebit	4.308.181	5.103.988	4.467.339	6.503.035	3.650.391	2.648.480
%Margen	62,3%	64,8%	60,7%	65,0%	71,0%	53,2%
EbitdaE	3.861.293	4.149.176	4.369.088	4.599.720	2.499.066	2.590.941
%Margen	60,8%	61,1%	61,3%	58,6%	64,6%	54,7%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros publicados en la web <http://www.cmfchile.cl>

3.3 Estado de flujo de efectivo

En relación con los flujos netos que generaron las actividades operacionales de la compañía durante el 2019 y primer semestre del 2020, en ambos períodos ha sido positivo y los componentes que explican este resultado son los ingresos producto de las comisiones (obligatoria y voluntaria principalmente) por un monto de promedio de 6.8 MM UF para los 2 últimos períodos, egresos por pago a los proveedores por 2 MM UF, pago de remuneraciones por 1.8 MMUF y otros efectos positivos por 2,2 MM UF.

Respecto a los flujos netos de las actividades de Inversión, los 5 períodos analizados han sido negativos. En año 2019, fue particularmente un año con un flujo muy elevado de 5,2 MM UF y que implicó un incremento del 395% respecto al mismo período del año anterior. Esto se debe especialmente a los pagos realizados por intermedio de la filial peruana y para adquirir las sociedades Suma Limitada y Colfondos S.A. por un monto de 4,95 MM UF. Otro componente que impacta en el flujo de este ítem son la adquisición de cuotas del encaje por un monto promedio de 2 MM UF al analizar los 5 periodos, también el ítem incorporación de elementos de propiedad, planta y equipos e intangibles por un monto promedio de 0,2 MM UF para los mismos 5 períodos analizados.

Finalmente, sobre los flujos netos de las actividades de financiamiento, el año 2019 fue el único que generó flujos positivos considerando los 5 períodos analizados. Ese año, el flujo positivo tuvo su origen en el préstamo obtenido por 3,4 MM UF para la adquisición de la entidad colombiana por parte de la filial peruana. Otros ítem que inciden en los resultados del financiamiento son el pago por dividendos producto de las utilidades del ejercicio por un monto promedio de 1,9 MM UF para los 5 períodos analizados.

3.4 Ratios financieros

A continuación, se señala un cuadro resumen con los principales ratios financieros de la compañía, comenzando con Liquidez, luego endeudamiento y finalizando con ratios de rentabilidad.

Ilustración 15: ratios financieros y otros datos AFP HABITAT S.A.

Liquidez	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
Razón corriente	1,26	1,34	1,61	0,74	0,44
Test ácido	1,24	1,32	1,59	0,68	0,40

Endeudamiento	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
Razón deuda a Patrimonio	0,27	0,28	0,27	0,60	0,53
Razón deuda a Activos	0,21	0,22	0,21	0,38	0,35
Cobertura de intereses	1.357	1.611	939	216	47

Rentabilidad	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
Margen ventas a ventas	79%	80%	77%	82%	74%
Margen operacional a ventas	62%	65%	61%	65%	53%
Margen neto a ventas	48%	49%	45%	48%	37%
ROA	25%	24%	24%	17%	17%
ROE	28%	30%	24%	30%	24%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros publicados en la web <http://www.cmfchile.cl>

Liquidez: Al analizar la primera sección del cuadro anterior, se aprecia una disminución de la liquidez en el año 2019 y primer semestre 2020. Respecto al 2019, esto se debe mayormente a una disminución de los activos corrientes por 400 MUF y un aumento de los pasivos corrientes por un monto de 1.249,2 MUF. El elevado monto de pasivos corrientes se explica por el aumento en la cuenta acreedores comerciales y otras cuentas por pagar producto de la adquisición de la filial colombiana por parte de AFP Andina.

Respecto al año 2020, en el primer semestre se puede apreciar nuevamente una menor liquidez en contraste con junio 2019 y diciembre del mismo año. Esto producto de un

aumento significativo de los pasivos corrientes por 2.840,4 MUF debido al incremento en la cuenta préstamos que devengan intereses.

Endeudamiento: Al analizar los resultados, se logra ver una estabilidad de los ratios de deuda a patrimonio y deuda a activos entre los años 2016 al 2018, no obstante, el año 2019 y primer semestre 2020 se aprecia un aumento producto de la adquisición de la filial peruana de Colfondos S.A. durante 2019. Tal como se ha señalado anteriormente, se debe principalmente al aumento de los préstamos que devengan intereses tanto para corto como largo plazo por un monto de 377,6 MUF y además incremento en los pasivos por 88,4 MUF.

Rentabilidad: En los indicadores de rentabilidad sobre los activos y sobre el patrimonio se visualizan cifras positivas para todos los períodos. Puntualmente, el año 2019 se obtuvieron retornos muy elevados en ambos indicadores, debido al incremento en el resultado después de impuestos producto del notable incremento de las rentabilidades del encaje y en los ingresos ordinarios (comisiones).

Para mayor detalle, se presenta la siguiente tabla elaborada con información proveniente de los estados financieros de la compañía y que son publicados en la CMF.

4. Financiamiento y estructura de capital de la empresa

4.1 Deuda Financiera

El siguiente cuadro, muestra la deuda financiera histórica de la compañía, en donde es posible notar el claro aumento de los préstamos que generan intereses en el año 2019, debido a la ya mencionada compra de 2 sociedades en Colombia.

Ilustración 16: Deuda Financiera AFP HABITAT S.A.

AFP HABITAT S.A.	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
Deuda financiera corriente					
Préstamos que devengan intereses	1.970	1.972	12.750	134.724	3.489.569
Deuda financiera no corriente					
Préstamos que devengan intereses	5.451	3.710	184.208	3.833.353	376.757
Total deuda financiera (B)	7.421	5.682	196.957	3.968.077	3.866.326

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros publicados en la web <http://www.cmfchile.cl>

4.2 Patrimonio económico

En cuanto al patrimonio económico de la compañía, se puede apreciar que el precio de la acción en el mercado bursátil cayó sustancialmente a fines del 2019 y primer semestre del año 2020, producto de la reforma al sistema de pensiones, sumado a la crisis social que azotó al país a mediados de octubre del 2019 y adicionalmente secuelas de la pandemia mundial que continúa afectando a los mercados financieros.

Ilustración 17: Patrimonio Económico AFP HABITAT S.A.

AFP HABITAT S.A.	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
Número de acciones suscritas y pagadas	1.000.000.000	1.000.000.000	1.000.000.000	1.000.000.000	1.000.000.000
Precio de la acción	800,00	938,00	909,90	670,10	546,05
Patrimonio económico (P) en MM CLP	800.000	938.000	909.900	670.100	546.050
Patrimonio económico (P) en UF	30.362.859	35.002.429	33.008.306	23.670.131	19.028.506

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros publicados en la web <http://www.cmfchile.cl>

4.3 Valor económico de la empresa

Ilustración 18: Valor Económico AFP HABITAT S.A.

AFP HABITAT S.A. (montos en UF)	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
Total deuda financiera (B)	7.421	5.682	196.957	3.968.077	3.866.326
Patrimonio económico (P)	30.362.859	35.002.429	33.008.306	23.670.131	19.028.506
Valor económico (V)	30.370.280	35.008.111	33.205.263	27.638.207	22.894.832

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros publicados en la web <http://www.cmfchile.cl>

4.4 Estructura de capital objetivo

Ilustración 19: Estructura de Capital Objetivo AFP HABITAT S.A.

Estructura de Capital	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020	Promedio 5 períodos
B/V	0,02%	0,02%	0,59%	14,36%	16,89%	6,38%
P/V	99,98%	99,98%	99,41%	85,64%	83,11%	93,62%
B/P	0,02%	0,02%	0,60%	16,76%	20,32%	7,54%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros publicados en la web <http://www.cmfchile.cl>

La estructura de capital objetivo, tal y como se aprecia en la imagen previa, es bastante volátil al considerar el cierre del 2019 y junio 2020.

En la sección 5.2 se comentará con mayor detalle que para efectos de esta evaluación, se va a considerar una relación B/P de 0,02% (mediana 2016 al 2018) que en términos prácticos es cero. Esto debido a que la estructura de la deuda de los últimos 2 períodos no durará más allá de 2 años, debido a que son préstamos de corto plazo solicitados a bancos locales para la adquisición de 2 sociedades en Colombia que se concretaron en diciembre del 2019.

5. Estimación del Costo de Patrimonial de la empresa

Tal como se comentó anteriormente, la estructura de capital de esta compañía estará compuesta en un 100% por patrimonio, debido a que la deuda financiera es muy baja en períodos previos a la adquisición de las 2 compañías a fines del 2019.

5.1 Estimación del beta patrimonial

Una vez definida la estructura de capital de la empresa, es necesario determinar el riesgo inherente (β) de la empresa, por lo que se procedió a obtener el precio histórico semanal de la acción de la compañía y también los precios del índice de mercado chileno (IGPA) que es el más representativo, considerando que la compañía escogida no tiene bastante presencia bursátil.

Se calcularon los retornos semanales utilizando la fórmula $\text{LN}(P_t/P_{t-1})$, tanto para la compañía como para el índice de mercado seleccionado. Se utilizó los precios de cierre del viernes de cada semana o del último día hábil de cada semana.

La presencia bursátil fue obtenida de manera online desde la página web de la Bolsa de Comercio de Santiago.

Mediante el modelo de mercado ($R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$) y utilizando la herramienta “Análisis de datos” de excel, se pudo realizar 4 regresiones para obtener los resultados y así obtener el Beta patrimonial con deuda de la compañía.

Antes de continuar con este cálculo y tal como se comentó anteriormente, la relación de endeudamiento de largo plazo de la compañía (B/P) es cero, pero para estimar el Beta de la compañía, es necesario desapalancar el beta de los 2 períodos donde sí tuvo una relación deuda/patrimonio distinto de cero. Al observar los 2 últimos periodos históricos, se obtienen los siguientes betas.

Para este cálculo, se va a utilizar Hamada (Beta de la deuda = 0), y se obtiene lo siguiente para los períodos 2019 y primer semestre 2020.

Datos	2019	jun-20
E/V	85,64%	83,11%
D/V	14,36%	16,89%
$E/V + D/V = 1$	1,00	1,00
Deuda/patrimonio	16,76%	20,32%
Beta del equity	0,782	0,542
Tasa impuesto	27%	27%
Beta desapalancado	0,697	0,472

Con ello se obtiene los betas del equity apalancado para ambos períodos, que por lógica es el mismo valor anterior, dado que, al no tener deuda, hay una parte de la fórmula que es cero de acuerdo a lo siguiente: $(\text{Beta del equity} = \text{Beta desapalancado} * ((1 - \text{tasa de impuesto}) * \text{deuda/patrimonio} + 1))$.

Estructura de financiamiento óptima de la empresa: 100% PATRIMONIO		
% deuda	0%	0%
% patrimonio	100%	100%
Tasa de impuesto	27%	27%
Beta del Equity apalancado de la empresa	0,697	0,472

Para obtener el Beta del año 2017, se utilizó información semanal histórica desde 01 julio 2015 hasta el 30 de junio 2017 y así sucesivamente para el resto de los 4 períodos.

Al realizar las regresiones en excel, se obtienen los resultados tal como señala esta tabla con el cálculo de junio 2020, que comprende los datos desde el 01/07/2018 al 30/06/2020 y que considera 104 registros de retornos semanales.

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,466882023
Coefficiente de determinación R ²	0,217978823
R ² ajustado	0,210311949
Error típico	0,036149316
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,037153193	0,037153193	28,43125048	5,85632E-07
Residuos	102	0,133290854	0,001306773		
Total	103	0,170444046			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-0,003844318	0,003555979	-1,081085702	0,282208418	-0,010897584	0,003208949
Variable X 1	0,541723755	0,10159677	5,332096256	5,85632E-07	0,340207044	0,743240466

El siguiente cuadro señala los resultados obtenidos:

Estimaciones	junio-17	junio-18	junio-19	junio-20
Beta de la acción	0,123	0,826	0,697	0,472
P-value	0,3999612	0,0000001	0,0000001	0,0000006
Nº observaciones	104	105	104	104
R ²	0,70%	24,30%	24,83%	21,80%
Presencia bursátil	49,44%	65,00%	66,67%	46,11%

De los resultados señalados, podemos observar que los valores determinados son estadísticamente significativos desde el 2018 en adelante. Por otro lado, el p-value es mayor al 5% para el año 2017 y no se considera esa información. En general, el modelo

explica razonablemente la relación entre ambas variables al ver su coeficiente de correlación.

Al analizar el beta, es posible apreciar que el riesgo inherente de esta compañía es menor que el índice de mercado escogido, es decir, este varía menos que el mercado en su conjunto y tiene un riesgo sistemático menor al tener una menor volatilidad que el índice de referencia.

Se optó por escoger un beta de 0,665, el cual, es el promedio de los últimos 3 períodos. Al observar la información, el dato obtenido en junio 2020 es menor al resto, ya que contiene información con mucha incertidumbre dado el contexto de lo que ha generado la pandemia en los mercados financieros. Junto con lo anterior y para confirmar la decisión, se recurrió a los betas industriales que entrega Damodaran periódicamente y según lo revisado se obtiene un Beta promedio de los años 2015 al 2020 de 0,80⁵. Por lo tanto, el beta utilizado de 0,665 tiene sentido al realizar esa comparación con el beta industrial.

5.2 Estimación del costo patrimonial

Al observar la estructura de capital histórica de AFP HABITAT S.A, se puede concluir que desde el 2016 hasta el 2018, prácticamente no tenía deuda financiera. En diciembre del año 2019, Habitat Andina S.A. y su filial Habitat América S.A. adquieren las sociedades colombianas Colfondos S.A. y además Suma Limitada. Debido a ello, AFP Habitat adquirió el control y propiedad indirecta de ambas compañías. Los montos de estos créditos, plazos y otra información adicional se encuentra en la siguiente tabla:

⁵ Beta industrial Investments & Asset Management obtenido de la página de Damodaran: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/betas.xls>

Ilustración 20: Préstamos para adquirir sociedades colombianas.

Institución Acreedora	Moneda	TAB Nominal de 90 días	Pago de Intereses	Fecha de Vencimiento	Corrientes		No Corrientes		Total no corrientes Al 31-12-2019 M\$
					Vencimientos	Total corrientes Al 31-12-2019 M\$	Vencimientos		
					1 A 12 meses M\$		1 hasta 2 años M\$	más de 2 años M\$	
Banco Estado	CLP	2,28%	Trimestral	18-05-2021	84.333	84.333	30.000.000	0	30.000.000
Banco Scotiabank	CLP	2,52%	Trimestral	14-05-2021	149.268	149.268	44.425.000	0	44.425.000
Banco Santander	CLP	2,52%	Trimestral	15-04-2021	74.634	74.634	22.212.500	0	22.212.500
TOTAL					308.235	308.235	96.637.500	0	96.637.500

Fuente: Estados financieros 2019 publicados en la web <http://www.cmfchile.cl>

Para estas adquisiciones, Habitat Andina S.A. recurrió a 3 préstamos bancarios con bancos chilenos de acuerdo con la tabla señalada anteriormente.

Los montos incurridos en los préstamos son aproximadamente 3,4 MM UF al cierre del año 2019 y serán pagados en un plazo no superior a 2 años. Por este motivo, es que se asume que la deuda se pagará con los flujos de la compañía dentro de ese período y la estructura de capital volverá a ser casi en su totalidad de patrimonio.

Para obtener el costo patrimonial debemos utilizar la siguiente fórmula

$$K_p = R_f + \beta_p * PRM + P_i$$

Donde R_f es la tasa libre de riesgo, β_p corresponde al beta patrimonial con deuda, PRM es el premio por riesgo mercado y finalmente P_i es el premio por iliquidez.

Los valores y razonamiento de cada input son los siguientes

R_f : La tasa a utilizar es 1,28% y corresponde al promedio mensual del BCU a 30 años, considerando 2 años desde Julio 2018 hasta junio 2020.

β_p : el Beta a utilizar es 0,665 que corresponde al promedio de los últimos 3 períodos analizados (junio 2018, 2019 y 2020) mediante la regresión lineal.

PRM : El premio por riesgo de mercado para Chile es de 6,26% a Julio del 2020. Este premio a utilizar considera el efecto inflacionario en el cálculo.

Pi: Dada la baja presencia bursátil de la compañía, se utilizó un premio adicional del 2,06% (AMIHUD ET AL 2015, JFE).

Al reemplazar los datos, se obtiene el resultado del costo patrimonial:

$$K_p = 1,28\% + 0,665 * 6,26\% + 2,06\%$$

$$\mathbf{K_p = 7,50\%}$$

6. Análisis operacional del negocio e industria

6.1 Análisis de crecimiento de la empresa

En cuanto al mercado en Chile y tal como ya se ha señalado en los apartados anteriores, AFP Habitat posee el primer lugar en cuanto a la cantidad de montos administrados y en cuanto al aumento de sus ingresos operacionales se aprecia un aumento sostenible en el tiempo del 11% al analizar los 5 períodos (desde diciembre 2016 hasta 2019 y junio 2020).

El mayor ingreso operacional en el último período es debido a los negocios en Perú y Colombia. En diciembre del 2019, la compañía expandió sus negocios a Colombia, adquiriendo 2 nuevas sociedades en dicho país llamadas Colfondos S.A. y Suma Limitada. De ese modo, tiene presencia en Chile con AFP Habitat S.A. y en Perú que tiene el mismo nombre.

La compra de estas 2 sociedades en Colombia obedece a la estrategia de la compañía para consolidar su presencia a nivel latinoamericano, estableciendo una oportunidad para generar otras fuentes de ingresos, diversificar riesgos y acceder a nuevos mercados y clientes.

En Perú, el porcentaje de empleo informal es de un promedio del 72,5% considerando el período 2007 al 2018 de acuerdo a INEI (Instituto Nacional de Estadísticas e Informática) de ese país, lo cual, hace mención de que aún queda una buena brecha de crecimiento en el mercado formal y de ese modo aumentar las comisiones obligatorias que se traducen en ingresos para la compañía.

Por otro lado, en Colombia la tasa de empleo informal es de un 44,4% a junio 2020 de acuerdo con el DANE (Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas) de

Bogotá. Por lo cual, aún queda un amplio margen para crecer en este mercado al igual que en Perú.

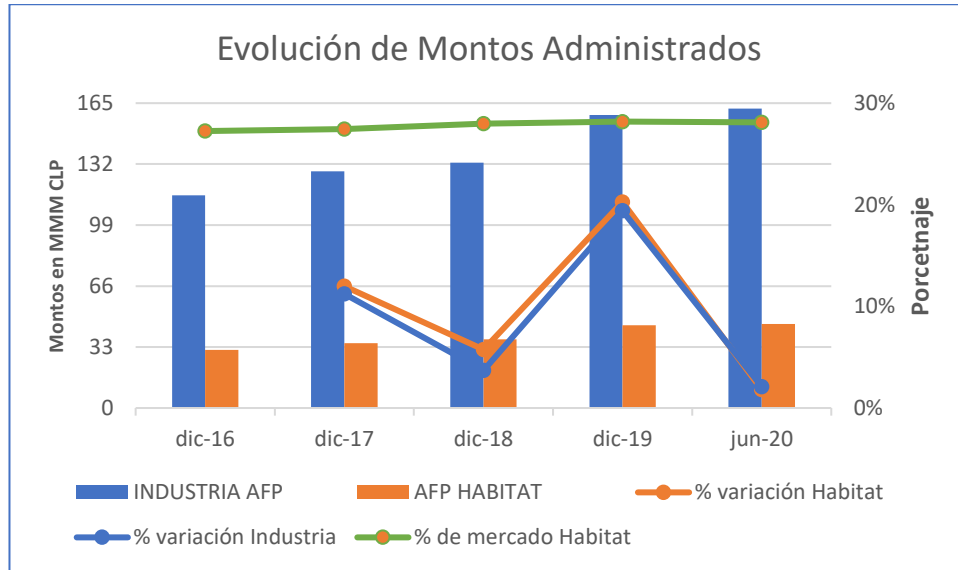
En la sección siguiente se detalla el crecimiento de la compañía en comparación a la industria en cuanto al mercado de ahorro previsional obligatorio, ya que este producto, representa el 92% de los ingresos ordinarios de la compañía. También se analiza gráficamente los aportes que está teniendo AFP Habitat por los negocios que está generando Perú y Colombia en relación con el ingreso por comisiones y resultados del encaje respectivamente.

6.2 Análisis de crecimiento de la industria

La industria chilena del sistema de pensiones, en la cual opera AFP Habitat, está muy expuesta a riesgos regulatorios y con ello a posibles reformas que en la actualidad se discuten en el congreso. Dado lo anterior, no es posible asegurar un crecimiento de la industria e incluso, parte de los asuntos en discusión es que ingresen más participantes al mercado, como por ejemplo, AFP que sean sociedades sin fines de lucro, tales como cooperativas de afiliados y filiales de cajas de compensación.

En cuanto a los montos administrados a nivel industria y también AFP Habitat, se señala el siguiente gráfico que muestra la evolución desde el año 2016 hasta el primer semestre del 2020, en cuanto al mercado del ahorro previsional obligatorio. Este mercado para AFP Habitat, corresponde a alrededor del 92% de sus ingresos por comisiones.

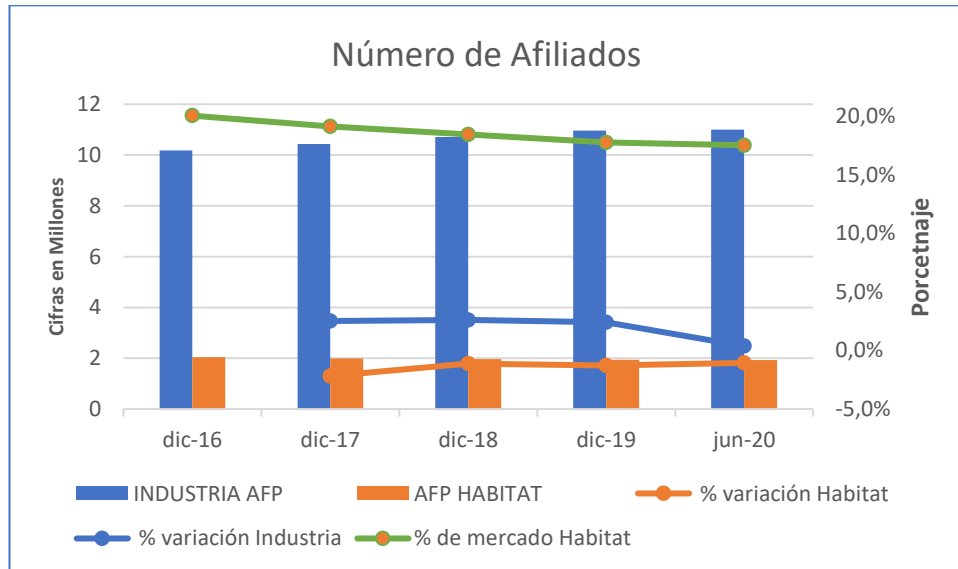
Ilustración 21: Montos administrados de AFP Habitat



Fuente: Estados financieros publicados en la web <http://www.cmfchile.cl>

Continuando con el mercado de cotizaciones obligatorias, se detalla la participación de AFP Habitat en la cantidad de afiliados en comparación con la industria.

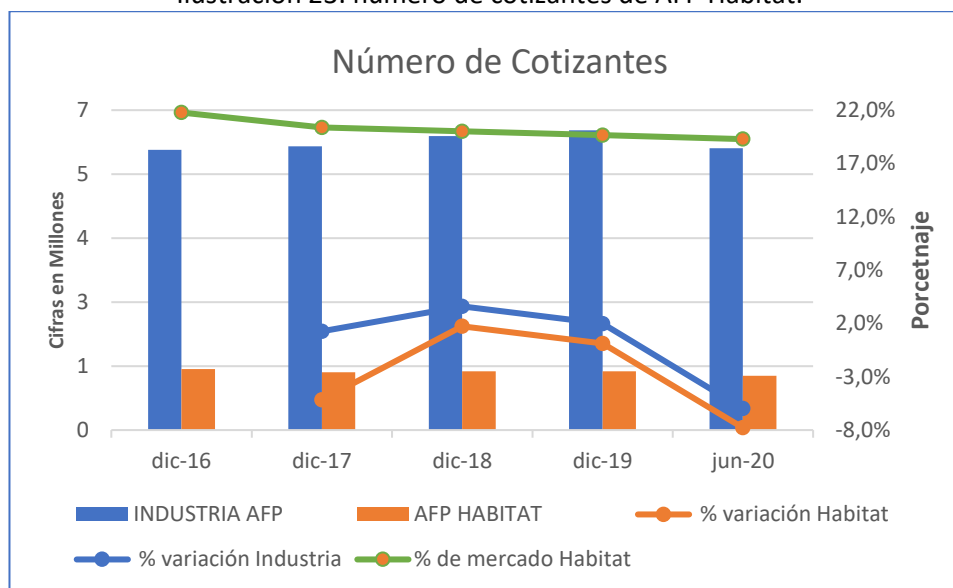
Ilustración 22: número de afiliados de AFP Habitat



Fuente: Estados financieros publicados en la web <http://www.cmfchile.cl>

Finalmente, y viendo al detalle del mercado de las cotizaciones obligatorias, se detalla la participación de AFP Habitat en la cantidad de cotizantes que tiene el mercado.

Ilustración 23: número de cotizantes de AFP Habitat.



Fuente: Estados financieros publicados en la web <http://www.cmfchile.cl>

6.3 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Al revisar los estados financieros de la compañía en los 5 períodos, en particular el estado de resultado se puede ver que los costos y gastos operacionales de la compañía se pueden resumir en el siguiente cuadro:

Partidas de gastos y costos operacionales	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos
Gastos de personal	-22,4%	-22,7%	-23,8%	-23,3%	-27,2%
Depreciación y amortización	-1,8%	-2,0%	-1,9%	-3,2%	-4,0%
Otros gastos varios de operación	-19,8%	-18,9%	-17,4%	-19,2%	-19,5%

Todas las partidas señaladas tienen saldos permanentes en los periodos analizados y se señalan los porcentajes con relación a los ingresos ordinarios.

En cuanto a los gastos de personal, es la partida que más importancia tiene en relación a los otros costos señalados, cuyo promedio de los 5 periodos es de un 24% en relación a los ingresos ordinarios. Esta partida incluye los pagos de sueldos a los trabajadores,

beneficios, indemnización, gastos por obligación por beneficios post-empleo, entre otros.

El segundo ítem de mayor peso es “Otros gastos varios de operación” que en promedio de los 5 años es de 19% en relación con los ingresos. Esta partida incorpora remuneraciones al directorio, gastos de comercialización, gastos de computación, entre otros.

6.4 Análisis del resultado no operacional de la empresa

Con relación a las partidas que agrupan al resultado no operacional de la compañía, se señala el siguiente cuadro resumen, cuyo porcentaje está en relación a los ingresos para los períodos señalados.

Partidas de gastos y costos no operacionales	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos
Resultado procedente de inversiones	0,8%	0,5%	0,6%	0,8%	0,4%
Participación en coligadas	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%	1,0%
Otros ingresos distintos de operación	0,4%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%
Otros gastos distintos de operación	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,3%
Resultados por unidades de reajuste	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	-0,1%
Diferencia de cambio	0,0%	0,0%	0,0%	-1,3%	0,0%
Costos financieros	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,4%	-1,2%

Respecto a los ingresos no operacionales de la compañía, este lo compone la partida “Otros ingresos distintos de los de operación” y la cuenta principal que posee se llama “arriendo y suministros a instituciones” que corresponde al reconocimiento de los ingresos por arriendos del edificio ubicado en Marchant Pereira N°10, Providencia. De todos modos, estos ingresos inciden solamente en promedio de los últimos 5 períodos (anual desde el 2016 al 2019 y primer semestre del 2020) un 0,5% del total de ingresos operacionales de la compañía.

Por otra parte, los gastos no operacionales están incluidos en la partida “Otros gastos distintos de los de operación” y corresponde a los ítems Donaciones, contribuciones bienes raíces de oficinas en arriendo y gastos comunes de los mismos bienes en arriendo, principalmente. Estos gastos no operaciones aportan en promedio de los últimos 5 períodos (anual desde el 2016 al 2019 y primer semestre del 2020) un 0,2% del total de los ingresos operacionales.

Otra partida considerada como no operacional, corresponde a “Ganancia (pérdida) procedente de inversiones”, en donde, este ítem aporta en promedio de los últimos 5 períodos (anual desde el 2016 al 2019 y primer semestre del 2020) un 0,6% respecto al total de los ingresos ordinarios. Nos obstante, se consideró un 0,44%, dado que es el dato correspondiente a junio 2020 y refleja de mejor manera los efectos que ha provocado la crisis sanitaria mundial que estamos viviendo.

Finalmente, se agrega el ítem “participación en ganancia (pérdida) de coligadas contabilizadas por método de participación”, ya que corresponde a los resultados que no están relacionados a la actividad principal de la compañía. Esta ganancia o pérdida está relacionada a los resultados obtenidos por 2 entidades, que son Servicios de Administración Previsional S.A. (PREVIREDA) e Inversiones DCV S.A. en donde AFP Habitat S.A., es propietaria del 23,14% y 16,41% respectivamente.

Dado que es un monto permanente y al revisar información histórica, es posible apreciar que, con relación a los ingresos ordinarios de la compañía, sus resultados en promedio son un 1,44%. Se utilizó ese porcentaje para la proyección de los flujos hasta el año 2024.

6.5 Análisis de los activos de la empresa

El análisis completo de los activos de la compañía fue descrito en la sección 3.1.

En cuanto a la clasificación de los activos operaciones y no operacionales de AFP

Habitat, comenzamos con los activos corrientes se muestran en la siguiente tabla:

ACTIVOS CORRIENTES	31/12/2019	30/06/2020	Tipo
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.492.586	1.665.961	Operacional
Activos financieros a valor razonable con cambios en resultados	154.428	294.164	No Operacional
Deudores comerciales y cuentas por cobrar, neto	205.769	238.727	Operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	32.916	0	Operacional
Pagos anticipados	41.188	67.067	Operacional
Cuentas por cobrar por impuestos corrientes	110.486	165.303	Operacional

Las partidas operacionales corresponden a los activos que aportan en la generación de flujos de la compañía y que están estrictamente relacionados al giro de esta. Con relación a la partida “Activos financieros a valor razonable con cambios en resultados” se consideró como parte de los activos prescindibles, ya que los ajustes a valor razonable no es flujo, sino que un ajuste contable.

Por otra parte, en los activos no corrientes, la clasificación se señala en el siguiente cuadro:

ACTIVOS NO CORRIENTES	31/12/2019	30/06/2020	Tipo
Encaje	15.778.100	15.861.948	Operacional
Otros activos financieros	3.975.586	3.828.932	Operacional
Inversiones en coligadas	108.076	156.150	No Operacional
Activos intangibles, Neto	1.658.167	1.715.766	Operacional
Propiedades, planta y equipo, Neto	1.667.696	1.565.283	Operacional

En cuanto a las inversiones en coligadas, se consideró no operacional debido a que son los resultados obtenidos por los negocios de Previred y DCV, los cuales, no tienen relación directa con el negocio de la AFP.

7. Proyección del Estado de Resultados

7.1 Ingresos operacionales proyectados

Los ingresos operacionales de la compañía, como ya se ha comentado previamente, proceden de 2 fuentes. La primera y más relevante concierne a los negocios en Chile, que corresponde a “ingresos por comisiones”

La segunda fuente de ingresos ordinarios corresponde a “Otros ingresos ordinarios”, la cual, considera: “otros resultados varios de operación” que incluyen los ingresos por comisiones y el resultado por encaje de AFP Habitat S.A. en Perú y de Colfondos S.A. En relación con los ingresos operacionales proyectados, se revisó históricamente la evolución en términos reales de los ingresos y se decidió ocupar la mediana de los 3 períodos analizados (cierre anual desde el 2017 al 2019), lo cual, entrega una evolución del 6,87% y ese porcentaje se utilizará para los ingresos operacionales proyectados anuales hasta el año 2024.

Ilustración 24: Ingreso por comisiones del negocio de AFP Habitat en Chile.

Ingresos Ordinarios	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Ingresos por comisiones en Chile	5.903.242	6.132.740	6.387.531	6.699.867	3.360.421	3.365.124
Ingresos ordinarios en Perú	447.796	654.636	735.295	1.151.237	506.254	559.188
Ingresos ordinarios en Colombia	-	-	-	-	-	809.021
Total Ingresos en UF	6.351.038	6.787.376	7.122.826	7.851.103	3.866.675	4.733.333

% Origen Ingresos Ordinarios	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Ingresos por comisiones de Chile	93%	90%	90%	85%	87%	71%
Ingresos ordinarios (otros países)	7%	10%	10%	15%	13%	29%

Evolución real de los Ingresos	-	6,87%	4,94%	10,22%		22,41%
---------------------------------------	---	-------	-------	--------	--	--------

Mediana (2017-2019)	6,87%
----------------------------	-------

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros publicados en la web <http://www.cmfchile.cl>

Por lo tanto, la proyección de los ingresos operacionales hasta el año 2024 queda de la siguiente manera:

Proyección Ingresos operacionales	2S-2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
Montos de flujos	3.657.169	8.966.959	9.583.021	10.241.408	10.945.029

En relación con los ingresos operacionales del año 2020 completo, se aplicó el crecimiento del 6,87% en relación al año precedente y luego se restó esa cifra al monto conocido al cierre de junio 2020.

En términos consolidados, respecto a la rentabilidad del encaje, que corresponde a otro ingreso operacional de este negocio, utilizando el promedio de la rentabilidad del encaje sobre los ingresos ordinarios para los años 2016 al primer semestre del año 2020 es un 12,2%, pero dada la volatilidad en ese dato, se decidió utilizar el porcentaje del último semestre conocido respecto a los ingresos ordinarios, debido a que captura el impacto que ha generado la crisis sanitaria que estamos viviendo en Chile y a nivel mundial. Por lo tanto, se utilizó un 5,17% sobre los ingresos.

ESTADO DE RESULTADOS	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos
Rentabilidad del Encaje	8,82%	16,02%	3,27%	27,47%	5,17%

Con ese porcentaje sobre los ingresos señalado, se realizó la proyección desde el año 2021 hasta el año 2024. Para el segundo semestre del 2020, se optó por igualar el resultado obtenido en el primer semestre, quedando de la siguiente manera:

ESTADO DE RESULTADOS	2S-2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
Rentabilidad del Encaje	189.001	463.408	495.246	529.271	565.634

7.2 Costos operacionales proyectados

En relación con los costos operacionales proyectados, las 2 partidas recurrentes que captura todo este flujo corresponden a gastos de personal y otros gastos varios de operación.

Según el análisis histórico, el promedio de los años 2016 al primer semestre del año 2020 es un 23,9% respecto a los ingresos ordinarios, tal como señala la siguiente tabla:

ESTADO DE RESULTADOS	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos
Gastos de personal	-22,4%	-22,7%	-23,8%	-23,3%	-27,2%

No obstante, la adquisición de AFP Colfondos y Suma Limitada en Colombia, hizo que este ítem de gastos de personal se amplifique los últimos 2 períodos analizados, por lo tanto, se utilizará el promedio del cierre del año 2019 y junio 2020 que corresponde a un 25,3% respecto a los ingresos ordinarios.

Con ese porcentaje sobre los ingresos, se realizó la proyección hasta el año 2024 quedando de la siguiente manera:

ESTADO DE RESULTADOS	2S-2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
Gastos de personal	-830.308	-2.265.338	-2.420.974	-2.587.304	-2.765.061

Con relación a los otros gastos varios de operación y tal como se señaló en el punto 6.3, esta partida incorpora remuneraciones al directorio, gastos de comercialización, gastos de computación, entre otros, los que son necesarios para la actividades normales de la compañía.

Para la estimación de los flujos futuros, se utilizó el promedio de los 5 periodos históricos, dada la estabilidad de los montos en relación con los ingresos ordinarios y además que no tiene relación directa a las adquisiciones de las 2 compañías en Colombia. Por tanto, se utilizó un 18,9% de los ingresos para los flujos a proyectar.

ESTADO DE RESULTADOS	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos
Otros gastos varios de operación	-19,8%	-18,9%	-17,4%	-19,2%	-19,5%

Los flujos proyectados de esta partida hasta el año 2024 se muestran a continuación:

ESTADO DE RESULTADOS	2S-2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
Otros gastos varios de operación	-667.369	-1.699.236	-1.815.979	-1.940.744	-2.074.080

7.3 Resultado no operacional proyectado

En relación el resultado no operacional, este ítem lo conforman: Otros ingresos y gastos distintos de los de operación, diferencia de cambio, resultado por unidad de reajuste, ganancia (pérdida) procedente de inversiones y participación en ganancia (pérdida) de coligadas.

Se consideraron que estas 6 partidas son recurrentes según el análisis histórico.

Respecto a los 2 primeros que se mencionaron, al mirar la siguiente tabla, se puede deducir el bajo aporte a los resultados de la compañía, dado que, en promedio de los 5 periodos analizados, los ingresos no operacionales representan un 0,5% del total de ingresos y los gastos no operacionales representan un 0,2% respecto a los ingresos.

ESTADO DE RESULTADOS	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos
Otros ingresos distintos de los de operación	0,4%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%
Otros gastos distintos de los de operación	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%

Con los 2 porcentajes señalados anteriormente sobre los ingresos y gastos no operacionales, la proyección hasta el año 2024 queda de la siguiente manera:

ESTADO DE RESULTADOS	2S-2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
Otros ingresos distintos de los de operación	23.259	44.451	47.505	50.769	54.257
Otros gastos distintos de los de operación	-1.374	-18.986	-20.291	-21.685	-23.175

Respecto a la diferencia de cambio y tal como se menciona en el punto 7.5.1, se utilizó el promedio de los periodos históricos 2016 al 2018 y primer semestre del 2020. No se consideró el 2019, debido a que fue el año en que se concretó la compra de las 2 sociedades en Colombia y la filial Habitat Andina S.A. mantuvo cuentas en dólares y provocó pérdidas por 105.062 UF. Por ese motivo, se utilizó un 0,012% sobre los ingresos para los flujos a proyectar hasta el 2024.

ESTADO DE RESULTADOS	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos
Diferencia de cambio	0,017%	-0,022%	0,020%	-1,338%	0,034%

La proyección hasta el año 2024 queda de la siguiente manera:

ESTADO DE RESULTADOS	2S-2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
Diferencia de cambio	-603	1.086	1.161	1.240	1.326

En relación con los resultados por unidades de reajuste y tal como se menciona en el punto 7.5.1, se utilizó el promedio de los 5 periodos históricos, manteniendo la relación de este ítem sobre los ingresos ordinarios, tal como señala el siguiente cuadro:

ESTADO DE RESULTADOS	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos
Resultados por unidades de reajuste	0,195%	0,064%	0,123%	0,032%	-0,088%

Por tanto, se utilizó un 0,07% de los ingresos para los flujos a proyectar hasta el 2024, quedando las proyecciones de la siguiente manera:

ESTADO DE RESULTADOS	2S-2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
Resultados por unidades de reajuste	9.638	5.829	6.229	6.657	7.115

Con relación a la ganancia (pérdida) procedente de inversiones, tal como se menciona en el punto 7.5.1, debido a la crisis sanitaria y los impactos financieros que continúa causando, se decidió utilizar un 0,44% sobre los ingresos ordinarios. Esto debido a que el primer semestre del año 2020 refleja de manera fidedigna los retornos de los multifondos producto de la crisis sanitaria que vive el país y el mundo producto del COVID-19 y es un buen proxy para mantener el porcentaje de este ítem de ganancia o pérdida de las inversiones sobre los ingresos ordinarios.

Los porcentajes de este ítem sobre los ingresos se señalan en el siguiente cuadro:

ESTADO DE RESULTADOS	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos
Ganancia (pérdida) procedente de inversiones	0,78%	0,55%	0,60%	0,75%	0,44%

Por lo tanto, se utilizó ese porcentaje sobre los ingresos para proyectar los flujos futuros desde el 2021 hasta el 2024 y para el segundo semestre del 2020, se mantuvo el monto obtenido en el primer semestre del mismo año:

ESTADO DE RESULTADOS	2S-2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
Ganancia (pérdida) procedente de inversiones	16.014	39.265	41.963	44.846	47.927

Finalmente, sobre la participación en ganancia (pérdida) de coligadas y tal como se menciona en el punto 7.5.1, se utilizó el promedio de los 5 periodos históricos, dada la estabilidad de los montos con relación a los ingresos ordinarios. Por tanto, se utilizó un 1,44% de los ingresos para los flujos a proyectar hasta el 2024.

Los porcentajes de este ítem sobre los ingresos se señalan en el siguiente cuadro:

ESTADO DE RESULTADOS	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos
Participación en ganancia (pérdida) de coligadas	1,69%	1,62%	1,47%	1,38%	1,05%

Por consiguiente, se utilizó ese porcentaje sobre los ingresos para proyectar los flujos futuros desde el 2021 hasta el 2024 y para el segundo semestre del 2020, se mantuvo el monto obtenido en el primer semestre del mismo año:

ESTADO DE RESULTADOS	2S-2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
Participación en ganancia (pérdida) de coligadas	71.457	129.299	138.182	147.676	157.822

7.4 Impuesto corporativo proyectado

En septiembre del año 2014 se publicó la ley 20.780, la cual, realiza una serie de modificaciones e introduce nuevas normas en materia tributaria. En la mencionada ley, se estableció que a partir del año comercial 2018 (año tributario 2019) la tasa de impuestos de primera categoría será un 27%.

7.5 Estado de resultados proyectado en UF

7.5.1 Supuestos utilizados

Para la proyección del segundo semestre del año 2020, se multiplico por 2 los flujos obtenidos en el primer semestre del mismo año, ya que se analizó la estacionalidad y se concluyó que esta compañía está inmersa en una industria cuyos resultados no son estacionales, puesto que dependen de otros factores como el nivel de desempleo, crecimiento económico, rentabilidades del mercado financiero, entre otras.

Dentro de las partidas del estado de resultados, se decidió dejar fuera del análisis estos 9 elementos que son de carácter no recurrente, ya que existen periodos que no tienen asociado un monto o simplemente no han tenido cifras que informar en todos los períodos históricos analizados que son desde el 2016 hasta el primer semestre del 2020:

1. Prima de seguro de invalidez y sobrevivencia.
2. Pérdidas por deterioro (reversiones), neto.
3. Investigación y desarrollo.
4. Costos de reestructuración.
5. Ganancia (pérdida) sobre instrumentos financieros designados como coberturas de flujo efectivo.

6. Ganancia (pérdida) por baja en cuentas de activos financieros disponibles para la venta.
7. Ganancia (pérdida) por baja en cuentas de activos no corrientes no mantenidos para la venta
8. Plusvalía negativa inmediatamente reconocida.
9. Participación en ganancia (pérdida) de negocios conjuntos contabilizados por método de participación.

Supuestos utilizados:

- *Ingresos ordinarios*: como ya se mencionó en el punto 7.1, se utilizó la evolución histórica en términos reales para los 5 períodos analizados, lo cual, se refleja en un aumento anual de 6,87% en los ingresos ordinarios.

- *Rentabilidad de encaje*: Dado que depende exclusivamente de los retornos obtenidos por las inversiones de los fondos de pensiones, se utilizó un 5,17% (en términos reales) que es el porcentaje del encaje con relación a los ingresos ordinarios para el primer semestre del año 2020, dado que refleja los últimos acontecimientos en cuanto a retornos de las inversiones y el impacto del COVID-19 en los mercados financieros. Dado lo anterior, se asume ese porcentaje de crecimiento del encaje hasta el año 2024.

- *Gastos de personal*: Tal como se menciona en el apartado 7.2, se decidió considerar el promedio histórico de los últimos 2 períodos analizados, el cual, corresponde a 25,3% en relación con los ingresos ordinarios y ese porcentaje se utilizó en la proyección hasta el año 2024. Se utilizó ese porcentaje, debido a la adquisición en el año 2019 de las 2 sociedades en Colombia, lo que provocó que este ítem crezca en relación con periodos previos.

- *Depreciación y amortización*: Dada la implementación de NIIF 16 a partir del año 2019, se decidió utilizar el cierre del año 2019 y junio 2020 para utilizar el porcentaje de este ítem respecto a los ingresos ordinarios. Por lo tanto, se va a emplear un 3,59% sobre los ingresos, para las proyecciones de este ítem hasta el año 2024.

- *Otros gastos varios de operación*: Se utilizó el promedio de los 5 periodos históricos, dada la estabilidad de los montos en relación con los ingresos ordinarios y además que no tiene relación directa a las adquisiciones de las 2 compañías en Colombia. Por tanto, se utilizó un 18,9% de los ingresos para los flujos a proyectar.

- *Costos financieros*: Para el segundo semestre del año 2020, se duplicó el monto de los costos financieros del primer semestre. En el año 2021, vencen los 2 préstamos bancarios en los meses de abril y mayo. Esta incluye las cuotas trimestrales y una sola cuota de capital más intereses al vencimiento de cada operación, debido a lo señalado, se optó por dejar el monto del estado de situación financiera correspondiente a “préstamos que devengan intereses”, dado que la deuda se pagará con los flujos que genera el negocio.

Como los préstamos bancarios vencen el año 2021 y asumiendo que no se realizarán nuevas adquisiciones de empresas por parte de la compañía, para el resto de los años proyectados se utilizó el promedio de los costos financieros sobre los ingresos ordinarios de los años 2016 al 2018, ya que esos son períodos normales, donde no existía deuda financiera. Por lo tanto, se utilizó un 0,05% de los ingresos ordinarios para la proyección del año 2022 al 2024.

- *Ganancia (pérdida) procedente de inversiones*: Dado que en el primer semestre del año 2020 se reflejan de manera fidedigna los retornos de los multifondos producto de la crisis sanitaria que vive el país y el mundo producto del COVID-19, es un buen proxy

para mantener el porcentaje de este ítem de ganancia o pérdida de las inversiones sobre los ingresos ordinarios. Por lo tanto, se utilizó un 0,44% sobre los ingresos, como porcentaje para proyectar los flujos futuros hasta el 2024.

- *Participación en ganancia (pérdida) de coligadas contabilizadas por método de participación:* Se utilizó el promedio de los 5 periodos históricos, dada la estabilidad de los montos con relación a los ingresos ordinarios. Por tanto, se utilizó un 1,44% de los ingresos para los flujos a proyectar hasta el 2024.

- *Diferencia de cambio:* Se utilizó el promedio de los periodos históricos 2016 al 2018 y primer semestre del 2020. No se consideró el 2019, debido a que fue el año en que se concretó la compra de las 2 sociedades en Colombia y la filial Habitat Andina S.A. mantuvo cuentas en dólares y provocó pérdidas por 105.062 UF, que es un valor muy por sobre el promedio del resto de los períodos. Por ese motivo, se utilizó un 0,012% de los ingresos para los flujos a proyectar hasta el 2024.

- *Resultados por unidades de reajuste:* Se utilizó el promedio de los 5 periodos históricos, manteniendo la relación de este ítem sobre los ingresos ordinarios. Por tanto, se utilizó un 0,07% de los ingresos para los flujos a proyectar hasta el 2024.

- *Otros ingresos distintos de los de operación:* Se utilizó el promedio de los 5 periodos históricos, dada la estabilidad de los montos con relación a los ingresos ordinarios. Por tanto, se utilizó un 0,5% de los ingresos para los flujos a proyectar hasta el 2024.

- *Otros gastos distintos de los de operación:* Se utilizó el promedio de los 5 periodos históricos, dada la estabilidad de los montos con relación a los ingresos ordinarios. Por tanto, se utilizó un 0,2% de los ingresos para los flujos a proyectar hasta el 2024.

Todos los supuestos comentados se reflejan en la siguiente tabla:

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES PROYECTADOS	Periodos proyectados				
	2S-2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
Ingresos Ordinarios	3.657.169	8.966.959	9.583.021	10.241.408	10.945.029
Rentabilidad del Encaje	189.001	463.408	495.246	529.271	565.634
Gastos de personal (menos)	-830.308	-2.265.338	-2.420.974	-2.587.304	-2.765.061
Depreciación y amortización (menos)	-114.264	-322.045	-344.170	-367.816	-393.086
Otros gastos varios de operación (menos)	-667.369	-1.699.236	-1.815.979	-1.940.744	-2.074.080
Costos financieros (menos)	-56.178	-56.178	-5.222	-5.581	-5.964
Ganancia (pérdida) procedente de inversiones	16.014	39.265	41.963	44.846	47.927
Participación en ganancia (pérdida) de coligadas contabilizadas por método de participación	71.457	129.299	138.182	147.676	157.822
Diferencia de cambio	-603	1.086	1.161	1.240	1.326
Resultados por unidades de reajuste	9.638	5.829	6.229	6.657	7.115
Otros ingresos distintos de los de operación	23.259	44.451	47.505	50.769	54.257
Otros gastos distintos de los de operación (menos)	-1.374	-18.986	-20.291	-21.685	-23.175
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	2.296.861	5.288.514	5.706.670	6.098.738	6.517.743
(Gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	-568.064	-1.427.899	-1.540.801	-1.646.659	-1.759.791
Ganancia (pérdida)	1.728.377	3.860.615	4.165.869	4.452.079	4.757.952

7.6 Estado de resultados proyectado porcentual

En términos porcentuales, el estado de resultados queda de la siguiente manera:

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES PROYECTADOS	Períodos proyectados				
	2S-2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
Ingresos Ordinarios	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rentabilidad del Encaje	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Gastos de personal (menos)	-22,7%	-25,3%	-25,3%	-25,3%	-25,3%
Depreciación y amortización (menos)	-3,1%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%
Otros gastos varios de operación (menos)	-18,2%	-18,9%	-18,9%	-18,9%	-18,9%
Costos financieros (menos)	-1,5%	-0,6%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Ganancia (pérdida) procedente de inversiones	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Participación en coligadas	2,0%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Diferencia de cambio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultados por unidades de reajuste	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Otros ingresos distintos de los de operación	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Otros gastos distintos de los de operación (menos)	0,0%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	62,8%	59,5%	59,5%	59,5%	59,5%
(Gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	-15,5%	-15,9%	-16,1%	-16,1%	-16,1%
Ganancia (pérdida)	47,3%	43,1%	43,5%	43,5%	43,5%

8. Proyección de los flujos de caja libre

8.1 Depreciación y amortización

Dado que la compañía prepara el estado de resultados en base a la naturaleza de los costos y gastos, es posible proyectar este ítem debido a que se tiene los montos históricos para los períodos al cierre del 2016 hasta junio 2020.

Por lo tanto, en el punto 7.5.1 es posible ver la proyección de la depreciación y amortización, cuyo criterio a considerar contempla la implementación de NIIF 16 a partir del año 2019, eso por ello que se decidió utilizar el cierre del año 2019 y junio 2020 para utilizar el porcentaje de este ítem respecto a los ingresos ordinarios. Por lo tanto, se va a emplear un 3,59% sobre los ingresos, para las proyecciones de este ítem hasta el año 2024. La proyección quedará de la siguiente manera:

(montos en UF)	S2_2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025 ∞
Depreciación y Amortización	-114.264	-322.045	-344.170	-367.816	-393.086	-393.086

8.2 Inversión en reposición

En cuanto al ítem de Propiedades, Planta y Equipo, AFP Habitat posee una amplia cobertura de sucursales y centros de servicios a nivel nacional, sumado también a la filial que tiene en Perú y ahora las 2 adquisiciones en Colombia a fines del año 2019, hicieron crecer significativamente este ítem de acuerdo con el siguiente cuadro:

montos en UF	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
Propiedades, planta y equipo, Neto	972.236	910.600	1.075.851	1.667.696	1.565.283

Al no tener información precisa o un programa de nuevas inversiones de la compañía, la estimación de la proyección de inversión en reposición se realizó en función de la depreciación y amortización, ya que se asume que la empresa, al menos, debe ir invirtiendo la misma cantidad que el valor que ha ido perdiendo los activos tangibles e intangibles en el tiempo.

Dicho lo anterior y dada la adquisición de las 2 compañías en Colombia, para la inversión en reposición se utilizó el promedio del cierre del año 2019 y junio 2020 de la depreciación + amortización sobre los ingresos, lo cual dio un 3,59%. Por lo tanto, la proyección de la inversión en reposición es de:

(montos en UF)	2S-2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025 ∞
Inversión en Reposición	-114.264	-322.045	-344.170	-367.816	-393.086	-393.086

8.3 Inversión en capital físico

La inversión en nuevos activos fue determinada, considerando información histórica del ítem propiedades, plantas y equipos (PPE) y los ingresos ordinarios de la compañía. Al analizar los datos obtenidos, se optó por considerar el promedio más reciente que considera el cierre del 2019 y junio 2020. Dado que estamos comparando variables de stock y flujos, se anualizó los ingresos de junio 2020, donde se incorporó los ingresos obtenidos el segundo semestre 2019, obteniendo así los 8,71 MM UF.

El promedio es de 19,6% al considerar el cierre del 2019 y el primer semestre del año 2020. Se utilizó para obtener el ítem proyectado de PPE a partir de multiplicar ese porcentaje por los ingresos proyectados de la compañía hasta el 2024.

Finalmente, la inversión en capital físico se obtuvo tal como señala el cuadro siguiente.

Análisis histórico	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020	30/06/2020 modificado
PPE	972.236	910.600	1.075.851	1.667.696	1.565.283	1.565.283
Ingresos ordinarios	6.351.038	6.787.376	7.122.826	7.851.103	4.733.333	8.717.762
PPE/Ingresos	15,3%	13,4%	15,1%	21,2%	33,1%	18,0%

Promedio 2019 y 1S-2020	19,6%
------------------------------------	--------------

Proyección de PPE	2020	2021	2022	2023	2024	2025 ==> ∞
PPE	1.644.398	1.757.374	1.878.112	2.007.145	2.145.043	2.145.043
Ingresos ordinarios	8.390.502	8.966.959	9.583.021	10.241.408	10.945.029	10.945.029
PPE/Ingresos	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%

Proyección de PPE	S1_2020	S2_2020	2021	2022	2023	2024
PPE	1.565.283	1.644.398	1.757.374	1.878.112	2.007.145	2.145.043
Inversión en Capital físico		192.091	120.738	129.033	137.898	-

8.4 Inversión (liberación) de capital de trabajo

Para poder calcular la inversión en Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) se va a utilizar la fórmula:

$$\text{Capital de Trabajo} = \text{Activos Corrientes} - \text{Pasivos Corrientes}$$

El cuadro siguiente, señala el CTON obtenido los cierres de año, desde fines del 2016 hasta junio 2020 y además el RCTON, que se obtiene mediante la razón CTON/INGRESOS, se obtiene como resultado considerando cierre 2016 hasta el 2018 un RCTON de 8,8%.

Considerando los activos operacionales de la compañía, que se definió en el apartado 6.5 y además considerando los pasivos corrientes operativos, se obtiene la siguiente tabla resumen con los datos históricos.

Capital de trabajo operativo neto (CTON)					
ACTIVOS CORRIENTES OPERACIONALES	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.648.674	2.013.140	2.218.978	1.492.586	1.665.961
Deudores comerciales y cuentas por cobrar, neto	79.619	123.708	135.702	205.769	238.727
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	39.884	35.035	42.425	32.916	0
Pagos anticipados	30.087	31.176	28.928	41.188	67.067
Cuentas por cobrar por impuestos corrientes	6.313	0	2.740	110.486	165.303
Total Activos Corrientes	1.804.578	2.203.060	2.428.773	1.882.944	2.137.059
PASIVOS CORRIENTES OPERACIONALES	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	1.137.443	1.328.250	1.223.188	2.075.114	1.616.059
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	13.129	13.856	7.668	7.494	10.650
Provisiones	29.452	37.322	30.596	248.215	224.912
Pasivos acumulados (o devengados)	255.304	267.354	276.941	294.076	221.617
Total Pasivos Corrientes	1.435.328	1.646.783	1.538.393	2.624.899	2.073.238
CTON	369.250	556.277	890.380	-741.955	63.821
Ingresos Ordinarios	6.351.038	6.787.376	7.122.826	7.851.103	4.733.333
RCTON	5,8%	8,2%	12,5%	-9,5%	1,3%
Promedio (2016-2018)	8,84%				

A continuación, se puede obtener el CTON proyectado, utilizando ese porcentaje sobre los ingresos estimados y así calcular la variación del CTON para finalmente obtener la inversión en capital de trabajo, tal como señala el siguiente cuadro.

CTON PROYECTADO	2020	2021	2022	2023	2024	2025 ==> ∞
Ingresos Proyectados	8.390.502	8.966.959	9.583.021	10.241.408	10.945.029	10.945.029
RCTON proyectado (%)	8,84%	8,84%	8,84%	8,84%	8,84%	8,84%
CTON proyectado	741.445	792.384	846.824	905.004	967.181	967.181
Variación CTON	-50.940	-54.440	-58.180	-62.177	0	0

8.5 Inversión en encaje (requisito normativo)

Dentro de las actividades financieras de las AFP en Chile y en los países en donde tiene operaciones AFP Habitat, es obligación constituir una reserva obligatoria denominada encaje. En el caso de Chile, equivale al 1% de los fondos de pensiones que administran y que, de acuerdo a las normas legales, debe ser invertido en cuotas de los fondos de pensiones. Esto con el fin de garantizar la rentabilidad mínima de los fondos de pensiones, de acuerdo con lo que se refiere el artículo 37 del Decreto Ley 3.500 de 1980.

A continuación, se muestra tabla resumen las exigencias mínimas para operar en los 3 países donde AFP Habitat tiene presencia.

Ilustración 25: Exigencias básicas de los países donde opera AFP Habitat.

Exigencia	Chile	Perú	Colombia
Capital Mínimo	5.000 UF	El capital mínimo exigido a las AFP para el año 2018 es de PEN 2.905.095 (USD 875.820)	Fondos de Pensiones: COP 15.237 MM (USD 4.649.481). Cesantías: COP 7.631 MM (USD 2.328.555). Ambos (Pensiones y Cesantías): COP 22.852 MM (USD 6.973.153).
Encaje/ Reserva	1% de cada fondo de pensiones. Se invierte en cuotas del respectivo fondo, pero forma parte de los activos de la AFP y pasivos del fondo. Objetivo: responder a la exigencia de rentabilidad mínima. * Los títulos representativos de Encaje son inembargables.	Se calcula diariamente en función de: i) las tasas de Encaje aplicables a los distintos instrumentos de inversión definidas por la Superintendencia; ii) inversión en diferentes instrumentos; iii) valor total de las inversiones; y iv) encaje mantenido y valor cartera administrada el día anterior. Forma parte de los activos de la AFP. Objetivo: garantizar la rentabilidad mínima y cobertura de perjuicios generados a los Fondos de Pensiones por incumplimiento de obligaciones, dolo o negligencia.	Reserva de Estabilización de Rendimientos, equivalente al 1% de los fondos. Se invierte en cuotas del respectivo fondo y se financia con recursos de la administradora. Objetivo: cubrir los defectos de la rentabilidad mínima del fondo exigida.
Rentabilidad Mínima	Promedio en 36 meses de todos los fondos del mismo tipo menos el 50% de la rentabilidad, o promedio en 36 meses de todos los fondos menos 4pp (Fondos A y B) y 2pp (Fondos C, D y E)	Determinada por la Superintendencia. Porcentaje real menor obtenido de la diferencia entre el retorno obtenido por indicadores de referencia aplicables a cada Fondo, menos un factor porcentual fijo o un factor porcentual variable. Respaldada por Encaje y otras garantías.	Metodología toma en cuenta la rentabilidad promedio de los fondos y un componente de referencia, que puede estar conformado por un portafolio de referencia, índices de mercado o una combinación de ambos. Periodo de cálculo varía entre 36 y 60 meses dependiendo del fondo.

Fuente: Información publicada en la web <http://www.fiapinternacional.org/publicaciones/serie-regulaciones-comparadas/>

Dado que cada país tiene su propia metodología para calcular el encaje y que en todos los casos es para garantizar la rentabilidad mínima establecida, el monto de inversión por este ítem se estimó por país, donde se utiliza la información histórica del encaje desde 2015 hasta junio 2020 para estimar el porcentaje adecuado en la inversión de encaje hasta el año 2024.

Los datos de cada país fueron convertidos a unidades de fomento con el tipo de cambio obtenido del Banco Central de Chile y utilizando los valores de cierre de cada período.

En el caso de Chile, se considera un crecimiento anual de la inversión del encaje de 6,77%, que considera la mediana obtenida desde el 2017 hasta junio 2020.

Dado que tenemos el monto de inversión del encaje al 30-06-2020, al realizar la primera estimación al cierre de 2020, se obtiene una inversión de 16,85 MMUF y al restar el dato de junio 2020 se obtiene que para el primer semestre se va a tener que invertir 984 MUF y así sucesivamente para cada periodo que requiere la estimación, manteniendo fijo el dato de la perpetuidad desde el año 2025 respecto al 2024 que en el caso de Chile es de 1.387 MUF.

De manera similar, se realizó el cálculo para los otros países. Para el caso de Perú se utilizó un aumento de 40,33% de la inversión del encaje debido a que los datos históricos señalan un aumento elevado de crecimiento de la inversión en este ítem para algunos años como es el caso del período 2015-2016 que implicó un aumento del 96% y luego un 69% para el período 2016-2017.

Caso distinto ocurre con Colombia, donde se ven aumentos y disminuciones en los períodos analizados. Se utilizó un crecimiento de la inversión del encaje del 3,21% para la estimación de la inversión en este ítem para todos los años hasta el 2024.

A continuación, se señala un cuadro resumen para la inversión del encaje de los 3 países donde opera AFP Habitat.

Chile	ACTIVOS NO CORRIENTES	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-20	
	Encaje en Miles de UF	11.013	11.809	13.083	13.442	15.778	15.862	Mediana (2017-2020)
	variación		7%	11%	3%	17%	1%	6,77%
	dic-19	dic-20	S2_2020	2021	2022	2023	2024	2025 ==> ∞
Inversión proyectada en miles de UF	15.778	16.846	-	17.985	19.202	20.501	21.888	
Inversión (delta) en miles de UF			984	1.140	1.217	1.299	1.387	1.387

Perú	ACTIVOS NO CORRIENTES	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-20	
	Encaje en Miles de UF	97	191	322	459	764	857	Promedio 2019 y jun 2020
	variación		96%	69%	42%	67%	12%	39,35%
	dic-19	dic-20	S2_2020	2021	2022	2023	2024	2025 ==> ∞
Inversión proyectada en miles de UF	764	1.065		1.484	2.068	2.881	4.015	
Inversión (delta) en miles de UF			208	419	584	814	1.134	1.134

Colombia	ACTIVOS NO CORRIENTES	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-20	
	Encaje en Miles de UF	2.063	2.286	2.497	2.501	3.206	2.970	PROMEDIO (2016 al 2018 y junio 2020)
	variación		11%	9%	0%	28%	-7%	3,21%
	dic-19	dic-20	S2_2020	2021	2022	2023	2024	2025 ==> ∞
Inversión proyectada en miles de UF	3.206	3.309		3.415	3.525	3.638	3.754	
Inversión (delta) en miles de UF			339	106	110	113	117	117

Al 30-06-2020, la proporción por país respecto a la inversión total en el encaje es la siguiente:

País	Chile	Perú	Colombia
Monto en UF	15.861.948	856.922	2.969.934
Proporción	81%	4%	15%

8.6 Valor terminal

El valor terminal en el año 2025 fue calculado considerándolo como una perpetuidad del flujo de caja libre del 2024. Tomando en cuenta la tasa de costo patrimonial determinado anteriormente (7,83%), el valor terminal queda de la siguiente manera:

$$\text{Valor terminal} = \frac{\text{FCL}_{2025}}{Kp} = \frac{1.832.045}{7,50\%} = 24.415.405 \text{ UF}$$

8.7 Proyección de los flujos de caja libre

A continuación, se señala la proyección obtenida de los flujos de caja libres para AFP Habitat, con todos los supuestos y estimaciones mencionadas en los apartados anteriores.

AFP HABITAT (montos en UF)	S2_2020	2021	2022	2023	2024	2025 ==> ∞
Utilidad (pérdida) del ejercicio	1.728.377	3.860.615	4.165.869	4.452.079	4.757.952	4.757.952
Depreciación y amortización	114.264	322.045	344.170	367.816	393.086	393.086
Costos financieros	41.010	41.010	3.812	4.074	4.354	4.354
Diferencias de cambio	603	-1.086	-1.161	-1.240	-1.326	-1.326
Resultado por unidades de reajuste	-9.638	-5.829	-6.229	-6.657	-7.115	-7.115
Otros (ingresos y gastos) no operacionales	-1.943	-29.182	-31.676	-34.383	-37.322	-37.322
Participación en coligadas	-49.530	-148.172	-160.837	-174.585	-189.507	-189.507
Ganancia (pérdida) procedente de inversiones	-20.727	-44.996	-48.843	-53.017	-57.549	-57.549
Flujo de caja bruto	1.802.418	3.994.405	4.265.105	4.554.085	4.862.573	4.862.573
Inversión de reposición	-114.264	-322.045	-344.170	-367.816	-393.086	-393.086
Inversión por encaje (normativo)	-1.530.451	-1.664.809	-1.910.189	-2.225.771	-2.637.442	-2.637.442
Inversión en capital físico (nueva Inversión)	-192.091	-120.738	-129.033	-137.898	0	0
Inversión (liberación) de capital de trabajo	-50.940	-54.440	-58.180	-62.177	0	0
Flujo de caja libre	-85.329	1.832.374	1.823.534	1.760.424	1.832.045	1.832.045

9. Precio de la acción proyectada

9.1 Valor presente de los flujos de caja libre

Siguiendo con el cálculo, el valor presente de los flujos de caja libre queda de la siguiente manera, utilizando como tasa de descuento un 7,83%.

AFP HABITAT (montos en UF)	S2_2020	2021	2022	2023	2024	2025 ==> ∞
Flujo de caja libre	-85.329	1.832.374	1.823.534	1.760.424	1.832.045	1.832.045
Valor Terminal					24.415.405	
Valor presente FCL	-82.297	1.643.915	1.521.794	1.366.583	18.953.209	
Valor presente total (Kp: 7,83%)	23.403.204					

9.2 Déficit (Exceso) de capital de trabajo

Para obtener el exceso o déficit de capital de trabajo, se realizó la proyección del CTON hasta diciembre del 2020 y se restó el CTON obtenido a junio 2020, con lo cual, se obtuvo un déficit de 677.624 UF.

ÍTEM	2S 2020
Exceso o déficit de Capital de Trabajo	-677.624

9.3 Activos prescindibles

Se consideran 2 partidas como activos prescindibles que son la participación en coligadas y ganancias o pérdidas que proceden de inversiones. Estos montos en UF se obtuvieron de la situación financiera al 30-06-2020.

Activos Prescindibles	30/06/2020
Participación en ganancia (pérdida) de coligadas	156.150
Ganancia (pérdida) procedente de inversiones	294.164

9.4 Deuda financiera

La deuda financiera, que fue determinada en la sección 4.1 corresponde a 3.866.326 UF al 30-06-2020.

AFP HABITAT S.A. (montos en UF)	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
Total deuda financiera (B)	7.421	5.682	196.957	3.968.077	3.866.326

9.5 Valorización económica de la empresa y del precio de la acción

El siguiente cuadro resumen, señala la valoración económica de la compañía y el precio de la acción estimado, con los cálculos señalados precedentemente.

Valoración económica (al 30/06/2020)	Montos en UF
Valor presente FCL	23.403.204
Exceso (déficit) CTON	-677.624
Activos prescindibles u otros activos al 30-06-2020	450.314
Valor total de activos	23.175.894
Deuda financiera al 30-06-2020	-3.866.326
Patrimonio económico	19.309.568
Número de acciones	1.000.000.000
Precio acción proyectado en UF	0,019310
UF al 30-06-2020	28.696,42
Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)	554,12
Precio acción real en CLP	546,05
Diferencia de precios (en %)	1,5%

Tal como se aprecia, la variación del precio estimado en comparación al real tiene una variación positiva de 1,5%, por lo cual, la estimación y los supuestos utilizados señalan que la acción está subvalorada en el mercado bursátil.



9.6 Análisis de sensibilidad

A continuación, se muestran diversos resultados con cambios en las principales variables financieras que son los ingresos ordinarios, el beta de la compañía y la tasa libre de riesgo utilizada.

Ingresos ordinarios: Tal como se señala en el apartado 7.1 se utiliza una tasa de crecimiento anual de los ingresos de 6,87%, siendo este la mediana de la evolución real desde el 2017 hasta el 2019. Si bien es una tasa elevada, los ingresos ordinarios reales tienden a crecer significativamente año a año.

Ingresos Ordinarios	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Total Ingresos en UF	6.351.038	6.787.376	7.122.826	7.851.103	3.866.675	4.733.333
Evolución real de los Ingresos	-	6,87%	4,94%	10,22%		22,41%

Si se considera 2 escenarios, uno con un crecimiento menor, como un 4,94% y otro más optimista como el 10,22% en el crecimiento de los ingresos, el valor presente del flujo de caja libre y el precio de la acción quedan de la siguiente manera:

	Crecimiento de los ingresos	
	4,94%	10,22%
Valoración económica (al 30/06/2020)	Montos en UF	Montos en UF
Valor presente FCL	18.732.902	32.314.727
Exceso (déficit) CTON	-664.247	-700.895
Activos prescindibles u otros activos al 30-06-2020	450.314	450.314
Valor total de activos	18.518.969	32.064.146
Deuda financiera al 30-06-2020	-3.866.326	-3.866.326
Patrimonio económico	14.652.643	28.197.820
Número de acciones	1.000.000.000	1.000.000.000
Precio acción proyectado en UF	0,014653	0,028198
UF al 30-06-2020	28.696,42	28.696,42
Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)	420,48	809,18
Precio acción real en CLP	546,05	546,05
Diferencia de precios (en %)	-23,0%	48,2%

En el primer caso, se obtiene un precio de la acción de \$420,48 a la fecha de la valoración, que representa una caída del 23% respecto al precio de mercado. Y en el caso de un crecimiento de los ingresos del 10,22%, el precio de la acción se eleva un 48,2% respecto al precio de mercado con un valor de \$809,18 cada acción.

Beta de la compañía: Tal como se señala en el apartado 5.1 se utilizó un beta promedio del junio 2018 a junio 2020, dado que junio 2017 el dato obtenido no es estadísticamente significativo. El beta utilizado es de 0,665.

Estimaciones	junio-17	junio-18	junio-19	junio-20
Beta de la acción	0,123	0,826	0,697	0,472
P-value	0,3999612	0,0000001	0,0000001	0,0000006

Para efectos de la sensibilidad, se va a utilizar el beta de junio 2020 (0,472) y el mayor beta de los 3 períodos que es 0,826, obteniendo los siguientes valores para el valor presente del flujo de caja libre y el precio de la acción:

	Dato del beta	
	0,472	0,826
Valoración económica (al 30/06/2020)	Montos en UF	Montos en UF
Tasa Kp valoración	7,5%	7,5%
Tasa Kp simulada	6,3%	8,51%
Valor presente FCL	28.079.455	20.520.264
Exceso (déficit) CTON	-677.624	-677.624
Activos prescindibles u otros activos al 30-06-2020	450.314	450.314
Valor total de activos	27.852.145	20.292.954
Deuda financiera al 30-06-2020	-3.866.326	-3.866.326
Patrimonio económico	23.985.818	16.426.628
Número de acciones	1.000.000.000	1.000.000.000
Precio acción proyectado en UF	0,023986	0,016427
UF al 30-06-2020	28.696,42	28.696,42
Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)	688,31	471,39
Precio acción real en CLP	546,05	546,05
Diferencia de precios (en %)	26,1%	-13,7%

En el primer escenario, es decir, utilizando un beta de 0,472 que es inferior al de la valoración, se obtiene un precio de la acción de \$688,31 a la fecha de la valoración, que representa un aumento de 26,1% respecto al precio de mercado.

Por otra parte, al efectuar la simulación con un beta de 0,826, ocurre que el precio de la acción disminuye un 13,7% respecto al precio de mercado con un valor de \$471,39 cada acción.

Inversión del encaje: Tal como se menciona en el apartado 8.5 anterior, se decidió realizar una estimación de la inversión en el encaje de manera independiente para cada país en donde tiene operaciones la compañía. Para ello se revisaron los datos de encaje históricos para estimar un comportamiento futuro y así utilizar una tasa de crecimiento de la inversión del encaje. Los datos utilizados para Chile es un 6,77%, Perú un 39,35% y Colombia un 3,21%.

Dado que Chile representa un 81% de la inversión total por encaje y para efectos del análisis de sensibilidad, se va a utilizar una evolución equitativa para todos los países de 6,77% que es el valor utilizado para la proyección de la inversión por encaje para Chile. Obteniendo la siguiente información para el flujo de caja libre y el precio de la acción de la compañía.

Valoración económica (al 30/06/2020)	Montos en UF
Valor presente FCL	33.862.151
Exceso (déficit) CTON	-677.624
Activos prescindibles u otros activos al 30-06-2020	450.314
Valor total de activos	33.634.841
Deuda financiera al 30-06-2020	-3.866.326
Patrimonio económico	29.768.515
Número de acciones	1.000.000.000
Precio acción proyectado en UF	0,029769
UF al 30-06-2020	28.696,42
Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)	854,25
Precio acción real en CLP	546,05
Diferencia de precios (en %)	56,4%

Se obtiene un valor presente del flujo de caja libre superior por 10,45 MMUF y el precio de la acción es de \$854,25, que representa un 56,4% mayor al precio de mercado a la fecha de valoración.

CONCLUSIONES

Los resultados obtenidos al realizar la valorización por el método de flujo de caja descontado, señala un precio por acción de \$554.12, lo que significa que el precio de mercado (\$546.05) está subvalorado en relación con el estimado, de acuerdo a la metodología señalada, considerando los supuestos establecidos en este trabajo a la fecha de valoración del 30 de junio de 2020.

A pesar de que se logró llegar a un precio de la acción muy próximo al del mercado, AFP Habitat está inserta en un mercado bastante cuestionado y a la fecha de valoración, está enfrentando reformas estructurales que pueden provocar, entre otras cosas, una mayor competitividad en el mercado, con la incorporación de nuevos actores, ajustes o topes a las utilidades que actualmente tienen las administradoras de fondos de pensiones, entre otras ideas que circulan en el congreso nacional.

Con relación a lo anterior y a modo informativo, el ROA promedio de los años 2016 al 2019 es de un 22% y el ROE de un 28%.

Se espera que la adquisición de la AFP en Colombia, se traduzcan en una mayor cantidad de flujos de ingresos futuros, debido a la amplia holgura que tiene dicho país en disminuir el empleo informal y que ello se traduzca en mayores ingresos ordinarios. Algo similar se espera que ocurra con el mercado peruano, donde la tasa de empleo informal es cercana al 73% a junio del 2020.

10. ANEXOS

10.1 Anexo de Situación Financiera Activos AFP Habitat S.A. Porcentaje según cada tipo de activo.

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA ACTIVOS Tipo de Estado: Consolidado	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
	% activos corrientes	% activos corrientes	% activos corrientes	% activos corrientes	% activos corrientes
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y equivalentes al efectivo	68,5%	73,3%	88,9%	90,7%	91,0%
Activos financieros a valor razonable con cambios en resultados	12,1%	7,6%	2,7%	0,7%	0,4%
Activos financieros disponibles para la venta	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros activos financieros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Deudores comerciales y cuentas por cobrar, neto	9,8%	10,1%	5,4%	5,6%	4,4%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0,0%	1,6%	1,7%	1,6%	2,2%
Inventarios	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Activos de coberturas	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Activos afectos en garantía sujetos a ventas o nueva garantía	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pagos anticipados	2,8%	2,0%	1,2%	1,4%	1,7%
Cuentas por cobrar por impuestos corrientes	6,8%	5,4%	0,1%	0,0%	0,3%
Otros activos corrientes	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA ACTIVOS Tipo de Estado: Consolidado	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
	% activos no corrientes	% activos no corrientes	% activos no corrientes	% activos no corrientes	% activos no corrientes
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Encaje	68,6%	68,0%	87,9%	89,9%	89,2%
Activos financieros disponibles para la venta	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros activos financieros	16,6%	17,1%	3,0%	2,2%	1,4%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Inversiones en coligadas contabilizadas por el método de la participación	0,7%	0,5%	0,7%	0,7%	0,9%
Otras inversiones contabilizadas por el método de la participación	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Activos intangibles, Neto	7,4%	7,2%	1,3%	0,9%	1,1%
Propiedades, planta y equipo, Neto	6,8%	7,2%	7,0%	6,3%	7,3%
Propiedades de inversión	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Activos por impuestos diferidos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Activos afectados en garantía sujetos a venta o a nueva garantía	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Activos de coberturas	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pagos anticipados	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Efectivo de utilización restringida o afectados en garantía	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros activos, no corrientes	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

10.2 Anexo de Situación Financiera Pasivos y Patrimonio AFP Habitat S.A.
Porcentaje según cada tipo de pasivo y patrimonio respectivamente.

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA PASIVOS Y PATRIMONIO Tipo de Estado: Consolidado	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
	% pasivos corrientes	% pasivos corrientes	% pasivos corrientes	% pasivos corrientes	% pasivos corrientes
PASIVOS CORRIENTES					
Préstamos que devengan intereses	62,7%	4,9%	0,8%	0,1%	0,1%
Préstamos recibidos que no generan intereses	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros pasivos financieros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	29,1%	75,2%	78,9%	80,4%	79,1%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0,2%	0,3%	0,5%	0,8%	0,9%
Provisiones	4,0%	9,0%	2,0%	2,3%	2,0%
Cuentas por pagar por impuestos corrientes	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%
Otros pasivos corrientes	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ingresos diferidos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Obligación por beneficios post-empleo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pasivos de cobertura	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pasivos acumulados (o devengados)	4,0%	10,7%	17,9%	16,2%	17,8%

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA PASIVOS Y PATRIMONIO Tipo de Estado: Consolidado	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
	% pasivos no corrientes	% pasivos no corrientes	% pasivos no corrientes	% pasivos no corrientes	% pasivos no corrientes
PASIVOS NO CORRIENTES					
Préstamos que devengan intereses	11,3%	56,9%	8,3%	0,2%	0,3%
Préstamos recibidos que no generan intereses	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros Pasivos Financieros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Provisiones	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pasivos por impuestos diferidos	88,0%	42,7%	90,9%	98,5%	98,4%
Otros pasivos no corrientes	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ingresos Diferidos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Obligación por beneficios post-empleo	0,7%	0,3%	0,8%	1,3%	1,3%
Pasivos de cobertura	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA PASIVOS Y PATRIMONIO Tipo de Estado: Consolidado	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
	% sobre Patrimonio	% sobre Patrimonio	% sobre Patrimonio	% sobre Patrimonio	% sobre Patrimonio
PATRIMONIO NETO					
Capital Emitido	0%	0%	0%	1%	1%
Acciones Propias en Cartera	0%	0%	0%	0%	0%
Otras Reservas	-4%	-4%	-2%	-3%	-2%
Resultados Retenidos (Ganancias y pérdidas acumuladas)	103%	104%	101%	103%	101%
TOTAL PATRIMONIO ATRIBUIBLE A LOS ACCIONISTAS	100%	100%	100%	100%	100%

10.3 Anexo de Situación Financiera Activos AFP Habitat S.A.

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA ACTIVOS Tipo de moneda y cifras en UF Tipo de Estado: Consolidado	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.665.961	1.492.586	2.218.978	2.013.140	1.648.674
Activos financieros a valor razonable con cambios en resultados	294.164	154.428	67.372	15.572	7.200
Activos financieros disponibles para la venta	0	0	0	0	0
Otros activos financieros	0	0	0	0	0
Deudores comerciales y cuentas por cobrar, neto	238.727	205.769	135.702	123.708	79.619
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0	32.916	42.425	35.035	39.884
Inventarios	0	0	0	0	0
Activos de coberturas	0	0	0	0	0
Activos afectos en garantía sujetos a ventas o nueva garantía	0	0	0	0	0
Pagos anticipados	67.067	41.188	28.928	31.176	30.087
Cuentas por cobrar por impuestos corrientes	165.303	110.486	2.740	0	6.313
Otros activos corrientes	0	0	0	0	0
Subtotal activos corrientes	2.431.222	2.037.372	2.496.144	2.218.631	1.811.778
Activos no corrientes y grupos de desappropriación mantenidos para la venta	0	0	0	0	0
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	2.431.222	2.037.372	2.496.144	2.218.631	1.811.778
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Encaje	15.861.948	15.778.100	13.441.852	13.082.519	11.809.030
Activos financieros disponibles para la venta	0	0	0	0	0
Otros activos financieros	3.828.932	3.975.586	458.994	321.971	191.215
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	0	0	0	0	588
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0	0	0	0	0
Inversiones en coligadas contabilizadas por el método de la participación	156.150	108.076	106.995	108.389	114.791
Otras inversiones contabilizadas por el método de la participación	0	0	0	0	0
Activos intangibles, Neto	1.715.766	1.658.167	204.712	128.141	143.657
Propiedades, planta y equipo, Neto	1.565.283	1.667.696	1.075.851	910.600	972.236
Propiedades de inversión	0	0	0	0	0
Activos por impuestos diferidos	0	0	0	0	0
Activos afectados en garantía sujetos a venta o a nueva garantía	0	0	0	0	0
Activos de coberturas	0	0	0	0	0
Pagos anticipados	0	0	0	0	0
Efectivo de utilización restringida o afectados en garantía	0	0	0	0	0
Otros activos, no corrientes	0	0	0	0	0
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	23.128.080	23.187.624	15.288.404	14.551.621	13.231.516
TOTAL ACTIVOS	25.559.302	25.224.996	17.784.548	16.770.252	15.043.294

10.4 Anexo de Situación Financiera Pasivos y Patrimonio AFP Habitat S.A.

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA PASIVOS Y PATRIMONIO Tipo de moneda y cifras en UF Tipo de Estado: Consolidado	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
PASIVOS CORRIENTES					
Préstamos que devengan intereses	3.489.569	134.724	12.750	1.972	1.970
Préstamos recibidos que no generan intereses	0	0	0	0	0
Otros pasivos financieros	0	0	0	0	0
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	1.616.059	2.075.114	1.223.188	1.328.250	1.137.443
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	10.650	7.494	7.668	13.856	13.129
Provisiones	224.912	248.215	30.596	37.322	29.452
Cuentas por pagar por impuestos corrientes	0	0	0	4.093	0
Otros pasivos corrientes	0	0	0	0	0
Ingresos diferidos	0	0	0	0	0
Obligación por beneficios post-empleo	0	0	0	0	0
Pasivos de cobertura	0	0	0	0	0
Pasivos acumulados (o devengados)	221.617	294.076	276.941	267.354	255.304
Subtotal pasivos corrientes	5.562.806	2.759.623	1.551.142	1.652.848	1.437.297
Pasivos incluidos en grupos en desapropiación mantenidos para la venta	0	0	0	0	0
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	5.562.806	2.759.623	1.551.142	1.652.848	1.437.297
PASIVOS NO CORRIENTES					
Préstamos que devengan intereses	376.757	3.833.353	184.208	3.710	5.451
Préstamos recibidos que no generan intereses	0	0	0	0	0
Otros Pasivos Financieros	0	0	0	0	0
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	0	0	0	0	0
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0	0	0	0	0
Provisiones	0	0	0	0	0
Pasivos por impuestos diferidos	2.934.279	2.876.748	2.027.177	1.974.149	1.744.147
Otros pasivos no corrientes	0	0	0	0	0
Ingresos Diferidos	0	0	0	0	0
Obligación por beneficios post-empleo	22.632	22.681	18.086	25.676	22.710
Pasivos de cobertura	0	0	0	0	0
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	3.333.668	6.732.782	2.229.471	2.003.535	1.772.309
PATRIMONIO NETO					
Capital Emitido	61.468	62.307	63.989	65.822	66.947
Acciones Propias en Cartera	0	0	0	0	0
Otras Reservas	-604.892	-630.847	-257.245	-441.190	-241.601
Resultados Retenidos (Ganancias y pérdidas acumuladas)	17.205.365	16.300.154	14.196.557	13.488.776	12.008.428
TOTAL PATRIMONIO ATRIBUIBLE A LOS ACCIONISTAS	16.661.940	15.731.614	14.003.301	13.113.408	11.833.774
PARTICIPACION MINORITARIA	887	976	634	461	-87
TOTAL PATRIMONIO NETO	16.662.827	15.732.590	14.003.935	13.113.869	11.833.687
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	25.559.302	25.224.996	17.784.548	16.770.252	15.043.294

10.5 Anexo de Estado de Resultados Consolidados AFP Habitat S.A.
Porcentaje según ingresos y ganancia respectivamente.

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	30/06/2020	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos	% Ingresos
Ingresos Ordinarios	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rentabilidad del Encaje	5,2%	32,9%	27,5%	3,3%	16,0%	8,8%
Prima de seguro de invalidez y sobrevivencia (menos)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos de personal (menos)	-27,2%	22,7%	-23,3%	-23,8%	-22,7%	-22,4%
Depreciación y amortización (menos)	-4,0%	3,2%	-3,2%	-1,9%	-2,0%	-1,8%
Pérdidas por deterioro (reversiones), neto (menos)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Investigación y desarrollo (menos)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Costos de reestructuración (menos)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros gastos varios de operación (menos)	-19,5%	15,2%	-19,2%	-17,4%	-18,9%	-19,8%
Ganancia (pérdida) sobre instrum. financieros designados como coberturas de flujo efectivo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ganancia (pérdida) por baja en cuentas de activos financieros disponibles para la venta	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ganancia (pérdida) por baja en cuentas de activos no corrientes no mantenidos para la venta	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Costos financieros (menos)	-1,2%	0,2%	-0,4%	-0,1%	0,0%	0,0%
Ganancia (pérdida) procedente de inversiones	0,4%	0,9%	0,8%	0,6%	0,5%	0,8%
Plusvalía negativa inmediatamente reconocida (menos)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Participación en ganancia (pérdida) de coligadas contabilizadas por método de participación	1,0%	1,4%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%
Participación en ganancia (pérdida) de negocios conjuntos contabilizados por método de participación	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Diferencia de cambio	0,0%	0,1%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultados por unidades de reajuste	-0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%
Otros ingresos distintos de los de operación	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,4%
Otros gastos distintos de los de operación (menos)	-0,3%	0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	54,8%	94,2%	82,4%	62,7%	75,2%	67,8%
(Gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	-15,9%	24,5%	-21,7%	-16,4%	-17,9%	-15,4%
Ganancia (pérdida) de actividades continuadas, después de impuesto	38,9%	69,6%	60,8%	46,3%	57,2%	52,4%
Ganancia (pérdida) de actividades descontinuadas, neta de impuesto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ganancia (pérdida)	38,9%	69,6%	60,8%	46,3%	57,2%	52,4%
GANANCIA ATRIBUIBLE A ACCIONISTAS CONTROLADORES Y MINORITARIOS	% ganancia	% ganancia	% ganancia	% ganancia	% ganancia	% ganancia
Ganancias atribuibles a los tenedores de instrumentos de participación en el patrimonio neto de la controladora	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Ganancia atribuible a participación minoritaria	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

10.6 Anexo de Estado de Resultados Consolidados AFP Habitat S.A.

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
Ingresos Ordinarios	4.733.333	3.866.675	7.851.103	7.122.826	6.787.376	6.351.038
Rentabilidad del Encaje	244.616	1.273.296	2.156.951	232.968	1.087.364	560.251
Prima de seguro de invalidez y sobrevivencia (menos)	0	0	0	-2.102	0	0
Gastos de personal (menos)	-1.289.398	-879.499	-1.828.170	-1.698.070	-1.539.872	-1.423.377
Depreciación y amortización (menos)	-187.077	-121.971	-253.636	-134.717	-132.553	-113.363
Pérdidas por deterioro (reversiones), neto (menos)	0	0	0	0	0	0
Investigación y desarrollo (menos)	0	0	0	0	0	0
Costos de reestructuración (menos)	0	0	0	0	0	0
Otros gastos varios de operación (menos)	-922.629	-587.444	-1.505.915	-1.237.597	-1.282.109	-1.258.272
Ganancia (pérdida) sobre instrum. financieros designados como coberturas de flujo efectivo	0	0	0	0	0	0
Ganancia (pérdida) por baja en cuentas de activos financieros disponibles para la venta	0	0	0	0	0	1.393
Ganancia (pérdida) por baja en cuentas de activos no corrientes no mantenidos para la venta	0	0	-2.922	0	4.736	0
Costos financieros (menos)	-56.178	-9.600	-30.131	-4.758	-3.169	-3.175
Ganancia (pérdida) procedente de inversiones	20.727	35.232	58.965	42.681	37.120	49.730
Plusvalía negativa inmediatamente reconocida (menos)	0	0	0	0	0	0
Participación en ganancia (pérdida) de coligadas contabilizadas por método de participación	49.530	53.452	108.417	104.828	110.143	107.202
Participación en ganancia (pérdida) de negocios conjuntos contabilizados por método de participación	0	0	0	0	0	0
Diferencia de cambio	1.619	2.025	-105.062	1.407	-1.501	1.054
Resultados por unidades de reajuste	-4.184	-1.658	2.473	8.740	4.361	12.381
Otros ingresos distintos de los de operación	18.334	17.948	38.640	38.413	42.222	27.800
Otros gastos distintos de los de operación (menos)	-16.392	-7.664	-17.809	-12.038	-13.302	-7.657
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	2.592.302	3.640.790	6.472.904	4.462.581	5.100.819	4.305.006
(Gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	-751.896	-948.445	-1.699.872	-1.166.131	-1.216.987	-978.120
Ganancia (pérdida) de actividades continuadas, después de impuesto	1.840.405	2.692.345	4.773.032	3.296.450	3.883.831	3.326.886
Ganancia (pérdida) de actividades discontinuadas, neta de impuesto	0	0	0	0	0	0
Ganancia (pérdida)	1.840.405	2.692.345	4.773.032	3.296.450	3.883.831	3.326.886
GANANCIA (PERDIDA) ATRIBUIBLE A TENEDORES DE INSTRUMENTOS DE PARTICIPACIÓN EN EL PATRIMONIO NETO DE LA CONTROLADORA Y PARTICIPACION MINORITARIA	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Ganancia (pérdida) atribuibles a los tenedores de instrumentos de participación en el patrimonio neto de la controladora	1.840.338	2.692.145	4.772.778	3.296.303	3.883.713	3.326.896
Ganancia (pérdida) atribuible a participación minoritaria	67	201	254	147	118	-10
Ganancia (pérdida)	1.840.405	2.692.345	4.773.032	3.296.450	3.883.831	3.326.886

10.7 Anexo de Estado Consolidado de Flujo de efectivo AFP Habitat S.A.

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Tipo de moneda y cifras en UF					
Tipo de Estado: Consolidado	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
Flujos de efectivo por (utilizados en) operación					
Ingresos Por Comisiones	3.427.469	6.756.697	6.433.549	6.180.438	5.948.436
Pagos a Proveedores	-1.139.106	-1.763.284	-1.300.099	-1.302.457	-731.592
Primas Pagadas	0	0	0	-2.659	0
Remuneraciones Pagadas	-934.633	-1.734.209	-1.632.775	-1.439.308	-1.425.248
Pagos por desembolsos por reestructuración	0	0	0	0	0
Pagos recibidos por impuesto sobre el valor agregado	0	0	0	0	0
Pagos remitidos por impuesto sobre el valor agregado	0	0	0	7	0
Otros cobros de operaciones	5.064.048	9.067.971	6.726.440	5.720.049	5.097.685
Otros pagos de operaciones	-3.464.857	-7.742.519	-5.536.800	-5.066.876	-4.698.585
Flujos de efectivo por (utilizados en) operaciones	2.952.920	4.584.656	4.690.316	4.089.195	4.190.696
Flujos de efectivo por (utilizados en) otras actividades de operación					
Importes recibidos como dividendos clasificados como de operación	32.473	110.954	94.710	109.241	94.435
Pagos por dividendos clasificados como de operaciones	0	0	0	0	0
Importes recibidos por intereses clasificados como de operación	12.038	0	0	0	0
Pagos por intereses clasificados como de operación	0	0	0	0	0
Importes recibidos por impuestos a las ganancias	0	17.996	11.196	1.409	63.776
Pagos de impuestos a las ganancias	-620.231	-1.016.971	-972.233	-900.776	-798.013
Otras entradas procedentes de otras actividades de operación	18.069.450	29.430.755	24.429.478	21.552.693	19.585.778
Otras salidas procedentes de otras actividades de operación	-18.632.173	-29.553.194	-24.699.331	-21.725.160	-20.155.843
Flujos de efectivo por (utilizados en) otras actividades de operación	-1.138.443	-1.010.460	-1.136.181	-962.593	-1.209.866
Flujos de efectivo neto de (utilizados en) actividades de operación	1.814.478	3.574.197	3.554.135	3.126.602	2.980.831
Flujos de efectivo netos de (utilizados en) actividades de financiamiento					
Importes recibidos por emisión de instrumentos de patrimonio neto	0	0	0	515	0
Importes recibidos por emisión de acciones propias en cartera	0	0	0	-69	0
Obtención de préstamos	0	3.413.554	0	0	0
Importes recibidos por emisión de otros pasivos financieros	0	0	0	0	0
Préstamos de entidades relacionadas	0	0	0	0	0
Ingresos por otras fuentes de financiamiento	0	0	0	0	0
Adquisición de acciones propias	0	0	0	0	0
Pagos de préstamos	-35.367	0	0	0	0
Pagos a otros pasivos financieros	0	0	0	0	0
Pagos a pasivos por arrendamientos financieros	-21.002	-12.200	-23.938	-1.736	-1.433
Pagos de préstamos a entidades relacionadas	0	0	0	0	0
Pagos por intereses clasificados como financieros	-2.503	-5.219	-631	-254	-314
Pagos por dividendos a participaciones minoritarias	0	0	0	0	0
Pagos por dividendos por la entidad que informa	-1.064.074	-2.296.013	-2.212.888	-2.201.645	-1.783.818
Otros flujos de efectivo generados por actividades de financiamiento	0	0	0	0	0
Otros flujos de efectivo utilizados en actividades de financiamiento	0	0	0	0	0
Flujos de efectivo neto de (utilizados en) actividades de financiamiento	-1.122.947	1.100.121	-2.237.457	-2.203.190	-1.785.564
Incremento (Disminución) neto en efectivo y equivalentes al efectivo	217.704	-569.388	257.139	395.892	61.362
Efectos de las var. en tasas de cambio sobre ef. y equiv. ef.	-24.227	-98.676	4.759	-3.731	1.239
Efectos de los cambios de alcance de consolidación en ef. y equivalente ef.	0	0	0	0	0

Ef. y equivalente ef.,presentados en estado de flujos de ef.,saldo inicial	1.472.484	2.160.650	1.957.079	1.620.979	1.586.073
Ef. y equivalente ef.,presentados en estado de flujos de ef.,saldo final	1.665.961	1.492.586	2.218.978	2.013.140	1.648.674

Parte del mismo anexo, donde se señala los flujos de efectivos netos en actividades de Inversión.

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO Tipo de moneda y cifras en UF Tipo de Estado: Consolidado	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF	Cifras en UF
Flujos de efectivos netos de (utilizados en) actividades de inversión					
Importes recibidos por desapropiación de propiedades, planta y equipo	0	4.003	0	0	0
Importes recibidos por venta de cuotas del Encaje	2.606.375	2.207.292	991.976	1.104.663	1.483.969
Importes recibidos por desapropiación de activos intangibles	0	0	0	0	0
Importes recibidos por desapropiación de propiedades de inversión	0	0	0	0	0
Importes recibidos por desap.de filiales, neto del ef. desaprop.	0	0	0	0	0
Importes recibidos por desapropiación de coligadas	0	0	0	13.833	0
Importes recib. por desap. negoc. conjuntos consolid. proporcionalmente, neto del ef. desap.	0	0	0	0	0
Importes rec. por desap. negoc. conjuntos no consol. proporcionalmente	0	0	0	0	0
Importes recibidos por desapropiación de otros activos financieros	472.121	128.061	15.138	-8.848	95.469
Importes recibidos por desapropiación de activos no corrientes mantenidos para la venta y operaciones discontinuadas	0	0	0	0	0
Importes recibidos por desapropiación	0	0	0	0	0
Reembolso de anticipos de préstamos de efectivo y préstamos recibidos	0	0	0	700	0
Otros flujos de efectivo generados por actividades de inversión	0	797.205	0	0	0
Otros flujos de efectivo utilizados en actividades de inversión	0	0	0	0	0
Importes recibidos por dividendos clasificados como de inversión	0	0	0	0	0
Importes recibidos por intereses recibidos clasificados como de inversión	0	345	27.615	37.120	42.468
Incorporación de propiedad, planta y equipo	-56.351	-89.632	-281.307	-48.708	-525.814
Pagos por la adquisición de propiedades de inversión	0	0	0	0	0
Pagos para adquirir cuotas de Encaje	-2.658.105	-2.739.920	-1.482.661	-1.489.159	-2.019.931
Pagos para adquirir activos intangibles	-74.162	-201.129	-125.207	-28.260	-40.691
Pagos para adquirir filiales	0	-4.947.981	0	0	0
Pagos para adquirir Coligadas	0	0	0	0	0
Pagos para adquirir negocios conjuntos	0	0	0	0	0
Préstamos a entidades relacionadas	0	0	0	0	0
Préstamos a entidades no relacionadas	0	0	0	0	0
Pagos para adquirir otros activos financieros	-763.705	-401.951	-205.092	-108.862	-169.374
Pagos para adquirir activos no corrientes y grupos en desapropiación mantenidos para la venta y operaciones discontinuas	0	0	0	0	0
Otros desembolsos de inversión	0	0	0	0	0
Flujos de efectivo netos de (utilizados en) actividades de inversión	-473.827	-5.243.706	-1.059.538	-527.520	-1.133.904

11. BIBLIOGRAFÍA

- Olivares José. “Contabilidad Financiera”, Edición digital (2019).
- Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Thomson Reuters, 2015.
- Comisión Para el Mercado Financiero – www.cmfchile.cl.
- Bloomberg – www.bloomberg.com.
- Capital-IQ – <https://www.capitaliq.com>.
- Bolsa de Comercio de Santiago – www.bolsadesantiago.com.
- Superintendencia de Pensiones – <https://www.spensiones.cl>
- Página web AFP Habitat – <https://www.afphabitat.cl>
- Memoria anual AFP Protección S.A.-
https://www.proteccion.com/wps/wcm/connect/proteccion/8542b032-c8c4-46f3-80af-41fd9a47eb72/Proteccion_InformeAnual2019_Mar19.pdf?MOD=AJPERES
- Asociación de AFP de Chile – <https://www.aafp.cl/>
- Comisión clasificadora de riesgo – <https://www.ccr.cl/idioma/espanol/>
- Banco central de Chile – <https://www.bcentral.cl>
- Información sobre empleo informal en Perú:
https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1701/libro.pdf
- Información sobre empleo informal en Colombia:
https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ech/ech/bol_empleo_jun_20.pdf

12. ANEXOS

Cálculo regresiones para beta de la empresa.

Junio 2020 fue presentado en el ítem 5.1

Cálculo junio 2019

Período comprendido entre 01/07/2017 al 30/06/2019

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,498326362
Coefficiente de determinación R ²	0,248329163
R ² ajustado	0,240959841
Error típico	0,024390055
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,020045909	0,020045909	33,6976	7,3219E-08
Residuos	102	0,060677228	0,000594875		
Total	103	0,080723137			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	0,000633242	0,002393915	0,264521318	0,79191	-0,0041150	0,005381
Variable X 1	0,78207129	0,134724396	5,804971579	7,32E-08	0,51484608	1,049296

Cálculo junio 2018

Período comprendido entre 01/07/2016 al 30/06/2018

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,49290784
Coefficiente de determinación R ²	0,242958139
R ² ajustado	0,235608218
Error típico	0,025979848
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,022311152	0,022311152	33,0558	9,2111E-08
Residuos	103	0,069520107	0,000674952		
Total	104	0,091831259			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-0,00136246	0,002571748	-0,529780018	0,59740	-0,0064629	0,003737
Variable X 1	0,825802656	0,143632224	5,749424705	9,21E-08	0,54094201	1,110663

Cálculo Junio 2017

Período comprendido entre 01/07/2015 al 30/06/2017

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,083398612
Coefficiente de determinación R ²	0,006955329
R ² ajustado	-
Error típico	0,022041394
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,000347078	0,000347078	0,71441	0,39996117
Residuos	102	0,049553951	0,000485823		
Total	103	0,049901029			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-0,00109503	0,002186731	-0,500764003	0,61761	-0,0054324	0,003242
Variable X 1	0,122820147	0,145309864	0,84522925	0,39996	-0,1654012	0,411041