



VALORACIÓN EMPRESAS BANMÉDICA S.A.

Método de Valorización por Múltiplos

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

Alumno: Santa Cruz Henríquez, Cristián
Profesor Guía: González Araya, Marcelo

Santiago, Septiembre 2014

Dedicatoria

Especialmente a mi señora Carolina y mi hija Ema, por todo el apoyo incondicional, la paciencia y sacrificio que demostraron durante todo el proceso de estudio de este Magíster.

A mis padres: Elba y Angelo, y mis hermanos: Paola y Angelo.

Finalmente a mis compañeros de estudio: Héctor, Hernán y Raúl que demostraron que el trabajo en equipo y la camaradería fueran mucho más que la suma de los esfuerzos individuales.

Contenido

Resumen Ejecutivo.....	4
Capítulo 1: Metodología	6
Capítulo 2: Descripción de la Empresa e Industria	8
Capítulo 3: Descripción del Financiamiento de la Empresa.....	14
Capítulo 4: Estimación de la Estructura de Capital	15
Capítulo 5: Estimación del Costo Patrimonial Empresas Banmédica S.A.	17
Capítulo 6: Valoración de la Empresa por Múltiplos	21
Conclusión.....	27
Bibliografía	28
Anexos.....	29
Anexo 1	29
Anexo 2	31

Resumen Ejecutivo

La valoración puede considerarse como un proceso mediante el cual se obtiene una medición de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, o una medición de su actividad, potencialidad o de cualquier otra característica de la empresa que nos interese cuantificar.

Las razones esgrimidas para valorizar una empresa están dirigidas a generar información tanto para la administración interna como para agentes externos en aspectos tales como conocer la situación o evolución del patrimonio (creación de valor para el accionista), controlar la gestión de los directivos y administradores, establecer políticas de dividendos, determinar las posibilidades y capacidad de endeudamiento de la empresa, evaluar posibilidades de reestructuración interna del capital, comprar o vender empresas, aperturas a la Bolsa, etc.

El presente trabajo tiene como finalidad determinar el precio objetivo de Empresas Banmédica S.A. utilizando como metodología la Valoración por Múltiplos. La Valoración por Múltiplos establece que el valor de un activo o empresa se basa en cómo el mercado valora activos o empresas de similares características.

Los resultados obtenidos a través de la Valoración por Múltiplos señalan un precio promedio de la acción de Empresas Banmédica S.A. de \$961, indicando que por este método el mercado está sobrevalorando el precio de la acción en \$119 en relación al precio de mercado observado al 30 de junio del 2013. De esta forma, se sugiere tomar una posición corta (venta) en este activo debido a que el precio debería converger hacia su precio de equilibrio en el largo plazo.

Finalmente, es necesario advertir la dispersión de los datos que componen el promedio de los múltiplos utilizados (rango de precios entre \$550 y \$1.272), para lo cual es necesario considerar: i) las variables que consideran los grupos de múltiplos identificados como *equity value* y *enterprise value*, ii) las características del mercado chileno y la comparabilidad de las líneas de negocios de las empresas *benchmark*, y iii)

existencia de múltiplos que son más robustos y confiables para un mercado que otros (*ad-hoc*).

Capítulo 1: Metodología

En la literatura existen varios modelos para realizar una valoración de empresas. Dentro de los más conocidos y utilizados se encuentran los siguientes:

- **Flujos de Caja Descontados**
- **Valoración Relativa, Múltiplos Comparables**
- **Valor Presente Ajustado**
- **Descuento de Dividendos**
- **Opciones Reales**

Como ya se ha mencionado en este trabajo se realizará la valoración de Empresas Banmédica S.A. utilizando la metodología de Valoración Relativa, es decir, a través de Múltiplos Comparables.

a) Valoración por Múltiplos Comparables

La valoración por múltiplos indica que el valor de un activo se basa en cómo el mercado valora activos similares. La valoración por múltiplos no busca calcular el valor intrínseco de un activo, como en el caso del método de flujos de caja descontados, sino que hace un juicio acerca de cuál es el valor de un activo en función de cuanto es lo que el mercado está pagando por un activo similar, es decir, refleja en general el ánimo actual del mercado¹.

Los elementos fundamentales para la valoración por múltiplos son los siguientes:

- **Identificación de empresas comparables y obtener el valor de mercado de ellas:** La identificación de empresas comparables debe hacerse en función de aquellas compañías con flujos de caja, crecimiento potencial y riesgo similar a aquella que está siendo valorada insertas en una industria determinada.²

¹Damodaran, Aswath (2008) Damodaran on Valuation. Wiley Finance Series, Second Edition.

²Damodaran, Aswath (2008) Damodaran on Valuation. Wiley Finance Series, Second Edition.

- **Convertir los valores de mercado en valores estandarizados:** Para comparar los valores de empresas comparables en el mercado, es necesario estandarizar los valores a una variable común. En general, los valores pueden ser estandarizados en función de las ganancias que generan las empresas, del valor libro, de los ingresos generados por las empresas, o de medidas que son características de estas empresas en un sector específico.

Los múltiplos estandarizados utilizados para este proceso de valorización son los siguientes:

- *Price-Earning Ratio* (Precio Utilidad) (PE)
 - *Enterprise Value to Ebitda* (EV/Ebitda)
 - *Enterprise Value to Ebit* (EV/Ebit)
 - *Price to Book Equity* (PBV)
 - *Value to Book Ratio*
 - *Price to Sales Ratio*(PS)
 - *Enterprise Value to Sales Ratio* (VS)
-
- **Aplicación de los resultados a la empresa objetivo:** Una vez que los valores se han estandarizado y elegido los múltiplos a utilizar, el siguiente paso es multiplicar los múltiplos por lo datos de la empresa objetivo, hallando en consecuencia, el valor de la empresa.

Capítulo 2: Descripción de la Empresa e Industria

Empresas Banmédica S.A. es una organización de salud privada con más de 20 años de presencia en el país, prestando servicios de salud en dos áreas: Aseguradores de Salud y Prestadores de Salud, tanto a nivel nacional como internacional. A nivel nacional, en el área de Aseguradores de Salud, Empresas Banmédica S.A. presta este servicio a través de las isapres Banmédica y Vida Tres abarcando cerca del 28% de participación de mercado, en tanto que, en el área de Prestadores de Salud presta servicios a través de los segmentos Clínicas Privadas y Prestadores Ambulatorios. A nivel internacional Empresas Banmédica S.A. presta servicios en el área de Aseguradores de Salud a través del formato Medicina pre pagada y plan obligatorio de salud en Colombia, en tanto que en el área de Prestadores de Salud suministra servicios a través de Clínicas Privadas tanto en Colombia como en Perú.

Es regulada por la Superintendencia de Salud y Superintendencia de Valores y Seguros. Especial mención merece la regulación de tarifas. Al respecto, en conformidad a lo dispuesto en el artículo 197 del DFL N°1, de 2005, de Salud, las isapres podrán revisar anualmente los contratos, pudiendo modificar el precio base de los planes de salud. En todo caso, las modificaciones de precios que se apliquen deberán regirse a las reglas establecidas en el artículo 198 del mismo decreto. En lo principal, estas reglas disponen lo siguiente:

Las adecuaciones de precios se aplicarán a todos los contratos que tengan anualidad entre julio de cada año y junio del año siguiente, en este caso, el proceso de adecuación corresponde a los contratos cuya anualidad se cumpla entre los meses de julio 2011 y junio 2012, ambos inclusive.

Antes del 31 de marzo de cada año las isapres deberán informar a la Superintendencia, para cada plan vigente en enero del mismo año, lo siguiente:

- el precio base expresado en UF,
- la variación proyectada del precio base, y
- la cartera de beneficiarios

La variación proyectada del precio base de cada plan no podrá ser superior a 1,3 veces el promedio ponderado de todas ellas, ni inferior a 0,7 veces dicho promedio.

Finalmente, las reglas indican que las isapres podrán optar por no ajustar los precios base de aquellos planes de salud en que la variación proyectada de precios sea igual o inferior a 2%, dentro de la banda antes señalada.

Los mayores accionistas de Empresas Banmédica S.A. al 30 de junio del 2013:

Nombre	% de propiedad
Empresas Penta S.A.	28,74%
Inversiones Santa Valeria Ltda.	28,74%
Moneda S.A. AFI para Pionero Fondo de Inversión	6,65%
Las Bardenas Chile S.A	3,57%
Inversiones Green Ltda.	1,90%
Larraín Vial S.A Corredora de Bolsa	1,53%
Inversiones San Andrés Ltda.	1,50%
Inv. Itati Ltda. Itati S.A	1,49%
Gorriti S.A.	1,44%
Penta C. de B. S.A.	1,34%
Banco Santander por cuenta de Inv. Extranjeros	1,15%
Inversiones Megeve Dos Ltda.	0,97%

Tabla 1

2.1. Filiales

2.1.a. Aseguradores de Salud

2.1.a.i. Isapre Banmédica

Es una empresa precursora del sistema de salud privado en nuestro país, con 19 años de trayectoria, presta servicios en el área de Seguros de Salud a través de los planes de Salud, teniendo convenios con prestadores y clínicas privadas a lo largo del país. Isapre Banmédica posee el 22% de participación de mercado de cotizantes de isapres abiertas a junio del 2013.

2.1.a.ii. Isapre Vida Tres

Es una institución de salud previsional que atiende a personas principalmente del estrato socioeconómico de ingresos medios altos a través de convenios con prestadores médicos institucionales y profesionales del área de la salud que incluyen todas las especialidades médicas. Isapre Vida Tres posee una participación de mercado del 6%.

2.1.b. Prestadores de Salud

2.1.b.i. Clínicas Privadas

Clínica Santa María, Clínica Dávila y Clínica Vespucio, Clínica BíoBío y Clínica Ciudad del Mar, son clínicas prestadoras de servicios en diversas especialidades médicas. Están separadas en dos grupos: Clínicas Santa María, Dávila y Vespucio son denominadas clínicas de alta complejidad en tanto que las restantes son denominadas clínicas de mediana complejidad.

2.1.b.ii. Prestadores Ambulatorios

2.1.b.ii.1. Vida Integra

Vida Integra se especializa en la prestación de servicios de salud ambulatorios teniendo para ello una red de 11 centros médico-dentales en la región metropolitana y

las principales ciudades de la V región, un laboratorio clínico y radiológico que presta los servicios de ayuda diagnóstica.

2.1.b.ii.2. Home Medical Clinic

Home Medical Clinic es una empresa orientada a ofrecer servicios de atención clínica en el hogar de los pacientes, siendo precursora en Chile en esta novedosa categoría de servicio.

2.1.b.ii.3. Help

Help es una empresa enfocada en el servicio de rescate médico a través de tres subservicios:

- **Rescate Médico;** en el cual frente a una emergencia o urgencia médica se envía un móvil al lugar del incidente.
- **Orientación Médica Telefónica;** Consiste en que un equipo médico asesora y resuelve preguntas de salud a través del teléfono.
- **Help Assistance;** El servicio consiste en que en situaciones que no sean de urgencia, la central de operaciones evalúa el envío de un médico acompañado de un paramédico a domicilio.

2.2. Filiales Internacionales

2.2.a. Colombia

2.2.a.i. Colmédica

Es una compañía de aseguramiento, prestación, administración y promoción de la salud que ofrece distintas combinaciones de coberturas, servicios y soluciones para sus clientes.

2.2.a.ii. Clínica del Country

Es una institución con más de 40 años de presencia en Colombia dedicada a la prestación de servicios de Prestador de Salud e integra entre sus servicios la atención

de todas las especialidades científicas existentes, constituyéndose en el complejo de salud más grande de Colombia.

2.2.b. Perú

2.2.b.i. Clínica San Felipe

Institución con más de 50 años en el Perú, dedicada a la prestación de servicios de Prestador de Salud, cuenta con servicios médicos de urgencia y maternidad. Es reconocida como clínica líder en medicina privada en Perú. Centra sus esfuerzos en lograr un alto prestigio y orientación al segmento ABC1.

2.2.b.ii. Laboratorio ROE

Fundado en Perú 1952 como un laboratorio clínico general. Proporciona una gran variedad de servicios diferenciales en términos de calidad, precisión y rapidez. Cuenta con el soporte de una extensa infraestructura de servicios como: servicios de laboratorio de referencia, informática médica, investigaciones clínicas propias, protocolos de investigación de terceros, programa de vacunación internacional, atención a domicilio y un sistema de interconexión que permite a los pacientes dejar muestras y recoger los resultados en locales diferentes.

2.3. Empresas Comparables

En base a los antecedentes disponibles y a los criterios de selección de empresas comparables vistos anteriormente, se ha determinado que las empresas *benchmark* más apropiadas son: Cruz Blanca Salud S.A., Inversiones la Construcción S.A., Clínica Las Condes S.A. e Instituto de Diagnóstico S.A.

2.3.a. Cruz Blanca Salud SA.

Cruz Blanca Salud S.A. se creó el año 2009 con el objetivo de agrupar las operaciones del negocio de salud privada y de seguros de salud del Grupo Said. Es uno de los principales actores del sector salud en Chile e inició operaciones el 2011 en Perú. Participa activamente en el rubro asegurador y prestador. En el rubro Seguros de Salud, presta servicios a través de Isapre Cruz Blanca, en tanto que, en el rubro de Salud Privada (Prestadores de Salud), presta servicios a través de Clínicas Privadas

(Clínicas: Reñaca, Antofagasta, San José de Arica y Clinical Service) y Prestadores Ambulatorios a través de Integramédica.

2.3.b. Inversiones la Construcción S.A.(ILC)

ILC es una compañía líder a nivel nacional que participa en los negocios de servicios previsionales, cobertura de seguros y prestaciones privadas de salud, a través de un grupo destacado de empresas de gran trayectoria en cada uno de estos sectores. Entre las empresas se destacan AFP Habitat, Isapre Consalud, Empresa Red Salud y Compañía de Seguros de Vida Cámara. Adicionalmente, ILC participa en otras áreas de negocios como educación y tecnologías de la información a través de Desarrollos Educativos e iConstruye respectivamente. La compañía es controlada por la Cámara Chilena de la Construcción A.G.

2.3.c. Clínica Las Condes S.A.

Clínica Las Condes S.A. cubre prácticamente la totalidad de las especialidades médicas y dispone de una estructura y equipamiento de alta gama, con sistemas de control de calidad que le han valido el reconocimiento de la comunidad médica local e internacional, así como de la autoridad del sector y agencias internacionales. Desarrolla actividades, tanto de tipo hospitalario como ambulatorio, contando para ello con: hospitalización médica y quirúrgica, unidades de cuidados intensivos e intermedios, de adulto, pediátrica y de neonatología, pabellones quirúrgicos, recuperación post-operatoria, laboratorios clínicos, radiología, tomografía computarizada, resonancia magnética, radioterapia, medicina nuclear, ecotomografía, hemodiálisis y un conjunto de servicios de procedimientos ambulatorios que abarcan todas las ramas de la medicina. A ello, se agrega un Servicio de Urgencia, dotado para atender oportunamente.

2.3.d. Instituto de Diagnóstico S.A. (Indisa)

Indisa es una empresa del área de la salud que desarrolla operaciones globales en los distintos ámbitos del sector, en beneficio de la sociedad, mediante la aplicación de los conceptos de excelencia en el servicio, eficiencia en la operación y calidez en la atención, dentro de los principios fundamentales de la ética y con apoyo tecnológico biomédico de avanzada.

Capítulo 3: Descripción del Financiamiento de la Empresa

En el periodo analizado es posible observar que Empresas Banmédica S.A. tiene una Estructura de Capital conservadora medido por la razón Deuda Financiera sobre Patrimonio Económico (**B/P**) promedio de **24,19%** y una razón Deuda Financiera sobre Valor Económico de la Empresa (**B/V**) promedio de **19,28%**.

Los bonos vigentes que tiene la empresa al 30 de junio de 2013 y sus características son los siguientes:³

Nemo	BBANM-B
Fecha Emisión	15/04/2005
VN	800.000
Moneda	UF
Tipo Colocación	Nacional
Fecha Vencimiento	15/05/2026
Tipo Bono	Francés
Tasa Cupón Tasa Cupón Kd	4,0%
Periodicidad	Anual
N° Pagos	21
Periodo Gracia	No
Motivo Emisión	Inversiones
Clasificación de Riesgo	A+ Fitch Ratings
Tasa Colocación kb	4,08%

Nemo	BBANM-D
Fecha Emisión	02/05/2008
VN	1.700.000
Moneda	UF
Tipo Colocación	Nacional
Fecha Vencimiento	02/05/2019
Tipo Bono	Francés
Tasa Cupón Kd	3,25%
Periodicidad	Anual
N° Pagos	21
Periodo Gracia	2
Motivo Emisión	Sust Pasivos e Inversiones
Clasificación de Riesgo	Feller Rate A+, Fitch Ratings A+
Tasa Colocación kb	4,45%

Nemo	BBANM-E
Fecha Emisión	13/03/2012
VN	1.500.000
Moneda	UF
Tipo Colocación	Nacional
Fecha Vencimiento	15/03/2019
Tipo Bono	Francés
Tasa Cupón Kd	3,50%
Periodicidad	Anual
N° Pagos	7
Periodo Gracia	2
Motivo Emisión	Sust pasivos e Inversiones
Clasificación de Riesgo	Feller Rate A+, Fitch Ratings AA-
Tasa Colocación kb	N/D

Nemo	BBANM-F
Fecha Emisión	15/03/2012
VN	33.600.000
Moneda	CLP
Tipo Colocación	Nacional
Fecha Vencimiento	15/03/2019
Tipo Bono	Francés
Tasa Cupón Kd	6,50%
Periodicidad	Anual
N° Pagos	7
Periodo Gracia	2
Motivo Emisión	Sust Pasivos e Inversiones
Clasificación de Riesgo	Feller Rate: A+, Fitch Ratings: AA-
Tasa Colocación kb	N/D

Nemo	BBANM-G
Fecha Emisión	15/03/2012
VN	1.500.000
Moneda	UF
Tipo Colocación	Nacional
Fecha Vencimiento	15/03/2033
Tipo Bono	Francés
Tasa Cupón Kd	3,75%
Periodicidad	Anual
N° Pagos	21
Periodo Gracia	10
Motivo Emisión	Sust Pasivos e Inversiones
Clasificación de Riesgo	Feller Rate: A+, Fitch Ratings: AA-
Tasa Colocación kb	3,99%

Nemo	BBANM-H
Fecha Emisión	10/04/2013
VN	2.200.000
Moneda	UF
Tipo Colocación	Nacional
Fecha Vencimiento	10/04/2020
Tipo Bono	Francés
Tasa Cupón Kd	3,40%
Periodicidad	Anual
N° Pagos	7
Periodo Gracia	3
Motivo Emisión	Sust Pasivos e Inversiones
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: AA-, ICR: AA-
Tasa Colocación kb	N/D

Nemo	BBANM-I
Fecha Emisión	10/04/2013
VN	50.300.000.000
Moneda	CLP
Tipo Colocación	Nacional
Fecha Vencimiento	10/04/2020
Tipo Bono	Francés
Tasa Cupón Kd	6,50%
Periodicidad	Anual
N° Pagos	7
Periodo Gracia	3
Motivo Emisión	Sust Pasivos e Inversiones
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: AA-, ICR: AA-
Tasa Colocación kb	N/D

Nemo	BBANM-J
Fecha Emisión	10/04/2013
VN	2.200.000
Moneda	UF
Tipo Colocación	Nacional
Fecha Vencimiento	10/04/2034
Tipo Bono	Francés
Tasa Cupón Kd	3,80%
Periodicidad	Anual
N° Pagos	21
Periodo Gracia	15
Motivo Emisión	Sust Pasivos e Inversiones
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: AA-, ICR: AA-
Tasa Colocación kb	N/D

Ilustración 1

³ N/D: Información no disponible.

Capítulo 4: Estimación de la Estructura de Capital

Los estados financieros de la compañía para los periodos comprendidos entre el 31/12/2009 y el 30/06/2013 se incluyen en el **Anexo 2**.

4.1. Deuda Financiera

Los estados financieros de Empresas Banmédica S.A. están en norma IFRS y revisando las notas fue posible identificar las siguientes partidas como Deuda Financiera:

- Otros Pasivos Financieros (corriente)
- Otros Pasivos Financieros (no corrientes)
- Préstamos que devengan intereses (corriente)
- Préstamos que devengan intereses (no corriente)

Por lo tanto, la Deuda Financiera de la empresa al 30 de junio de 2013 es la siguiente:

	2009	2010	2011	2012	06/2013
Deuda Financiera					
Miles de UF	7.693,89	6.826,80	6.742,71	7.550,97	8.962,64

Tabla 2

4.2. Patrimonio Económico

El Patrimonio Económico de la empresa es calculado mediante la multiplicación del número de acciones vigentes de la empresa por el precio de mercado de la acción a la fecha de valoración.

$$\text{Patrimonio Económico} = \text{Precio Mercado Acción} \times N^{\circ} \text{ Acciones Vigentes}$$

Ecuación 1

El Patrimonio Económico de la empresa al 30 de junio de 2013 se muestra en la siguiente tabla:

	2009	2010	2011	2012	06/2013
Patrimonio Económico	21.132,47	32.816,52	30.903,36	41.043,060	38.028,65
Miles de UF					

Tabla 3

4.3. Estructura de Capital Objetivo

Es posible observar que en promedio la empresa posee una estructura de capital conservadora. Del Valor Económico de la empresa, medido como la suma del Patrimonio Económico más la Deuda Financiera, se observa que en promedio los porcentajes de financiamiento son 80,7% y 19,3% de Patrimonio y Deuda respectivamente.

El detalle de la Estructura de Capital Objetivo es la siguiente:

%	2009	2010	2011	2012	06/2013	Promedio
B/V	26,7%	17,2%	17,9%	15,5%	19,1%	19,3%
P/V	73,3%	82,8%	82,1%	84,5%	80,9%	80,7%
B/P	36,4%	20,8%	21,8%	18,4%	23,6%	24,2%

Tabla 4

Capítulo 5: Estimación del Costo Patrimonial Empresas Banmédica S.A.

Para la estimación del Costo Patrimonial de la empresa se realizaron los siguientes pasos:

- Se descargaron desde Bloomberg los precios semanales del Índice General de Precios de Acciones (IGPA) y los precios semanales de la acción de Empresas Banmédica S.A. Ambas series desde el 1 de julio de 2007 al 30 junio de 2013.
- Se calcularon los retornos semanales tanto para el IGPA como para Empresas Banmédica S.A.
- Con los retornos obtenidos se obtuvo mediante el modelo de mercado⁴ el beta de la empresa para los años comprendidos en el periodo 31/12/2009 al 30/06/2013.

Tabla de Betas de la Acción de Empresas Banmédica S.A.:

	2009	2010	2011	2012	30/06/2013
Beta de la Acción	0,723294617	0,790541619	0,663939024	0,752558167	0,612083029
P-Value (significancia)	2,04982E-11	7,02E-13	0,000371906	7,89E-08	2,31621E-06
Presencia Bursátil	74,44%	84,44%	88,89%	100%	80,56%

Tabla 5

4.4. Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Para la estimación del Costo de Capital de la empresa se utiliza una tasa libre de riesgo 2,65% (correspondiente al instrumento BTU-30 al 3 de Julio de 2013), un premio por riesgo de mercado de 7,2% y una tasa de impuesto a las corporaciones de un 20%.

$${}^4R_{i,t} = \alpha + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon$$

en donde:

$R_{i,t}$: Retorno del activo i durante el período t.

$R_{m,t}$: Retorno del proxy de mercado durante el período t.

4.5. Costo de la Deuda:

Para calcular el costo de la deuda (K_b) se utiliza la tasa del bono más largo transado de la empresa al 30 de junio de 2013, el cual corresponde al nemotécnico BBANM-J (ver ilustración 1).

Para este instrumento el Costo de la Deuda (K_b) es:

$$K_b = 3,915\%$$

4.6. Beta de la Deuda:

El beta de la deuda se obtiene a través de CAPM⁵ y la tasa del Costo de la Deuda (K_b) obtenido.

$$K_b = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_b$$

$$3,915\% = 2,65\% + \beta_d * 7,2\%$$

$$\beta_b = 0,175694444$$

4.7. Beta de la Acción:

El beta de la acción con deuda a junio de 2013:

$$\beta_p^{C/D} = 0,612083029$$

⁵ $E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$

en donde:

$E(R_i)$:Rentabilidad esperada del activo i.

R_f :Tasa (de rentabilidad) libre de riesgo.

$E(R_m)$:Rentabilidad esperada del portfolo de mercado.

β_i :Coeficiente de riesgo sistemático del activo i.

4.8. Beta Patrimonial sin deuda:

Dado que $K_b > r_f$ (3,915% > 2,65%), se desapalanca con Rubinstein.

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

$$0,612083029 = \beta_p^{S/D} * (1 + 0,8 * 0,2356813) - (0,175694444 * 0,8 * 0,2356813)$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,542856453$$

4.9. Beta Patrimonial con deuda:

Para obtener el beta patrimonial con deuda $\beta_p^{C/D}$ se debe apalancar el beta patrimonial sin deuda $\beta_p^{S/D}$ con la estructura de capital objetivo estimado de la empresa. Así, utilizando Rubinstein se tiene:

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

$$\beta_p^{C/D} = 0,542856453 * (1 + 0,8 * 0,24199) - (0,175694444 * 0,8 * 0,24199)$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,613936309$$

4.10. Costo del Patrimonio

Se estima el Costo Patrimonial K_p utilizando CAPM y el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetivo de la empresa.

$$K_p = r_f + PRM * \beta_p^{C/D}$$

$$K_p = 0,0265 + 0,072 * 0,613936309$$

$$K_p = 0,07070341$$

4.11. Costo de Capital

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se estima el Costo de Capital de la Empresa:

$$K_0 = K_{wacc} = K_p * \frac{P}{V} + K_b * \frac{B}{V} * (1 - t_c)$$

$$K_{wacc} = 0,070707861 * 0,80713 + 0,038099 * 0,19287 * 0,8$$

$$K_{wacc} = 0,063107637$$

Capítulo 6: Valoración de la Empresa por Múltiplos

El Método de Valoración por Múltiplos comparables considera que el valor de un activo es comparado con los valores que el mercado los considera como activos similares o comparables.

Requisitos para aplicar este método⁶:

- Identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos
- Convertir los valores de mercado en valores estandarizados
- Comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa.

Recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja similares.

Los múltiplos que se utilizarán en el proceso de valoración son los siguientes:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	DEFINICIÓN
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	Market Price per share/Earnings per share
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBITDA
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBIT
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	Market Value of Equity/Book Value of Equity
	VALUE TO BOOK RATIO	(Market Value of Equity + Market Value of Debt)/(Book Value of Equity + Book Value of Debt)
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	(Market Value of Equity)/Revenues
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/Revenues

Ilustración 2

⁶Maquieira, Carlos (2009) Notas de clases: Finanzas Corporativas, Valoración de Empresas. Universidad de Chile.

Luego, se procede a determinar los valores de estos múltiplos para la industria en función de las empresas comparables o *benchmark*. Éstas son: Cruz Blanca S.A, Inversiones La Construcción S.A., Clínica Las Condes S.A. e Instituto de Diagnóstico S.A.

Importante es destacar que no se han considerado los valores de Empresas Banmédica S.A. para construir los múltiplos de la industria.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	06/2012	06/2013	PROMEDIO
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	18,72	22,71	20,71
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	11,97	10,75	11,36
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	15,25	15,88	15,57
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2,73	1,84	2,29
	VALUE TO BOOK RATIO	1,76	1,42	1,59
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,76	1,42	1,59
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	2,50	1,70	2,10

Ilustración 3

La información para determinar los múltiplos ha sido obtenida a través de la aplicación *Thomson One* de *Thomson Reuters*. Al respecto, es importante mencionar que no siempre fue posible encontrar la información para todos los periodos y para todas las empresas.

Los ítems contables de la Empresa para el cálculo de los múltiplos son los siguientes:

ITEM CONTABLE	06/2013
UTILIDAD POR ACCIÓN	38,88
EBITDA	97.840.722
EBIT	76.498.295
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	193.528.022
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	628.667.652
VENTAS POR ACCIÓN	569,25
VENTAS	458.065.221

Ilustración 4

Luego, con los múltiplos calculados de la industria y los ítems contables de la empresa, se procede a calcular en base a múltiplos comparables el valor de Empresas Banmédica S.A.

Los valores de la empresa en base a múltiplos de la industria:

TIPO DE MÚLTIPLO	EN BASE A MÚLTIPLO	VALOR EMPRESA 06/2013
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	805,33
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	1.111.416.412,62
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	1.190.767.099,66
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	442.655.193,26
	VALUE TO BOOK RATIO	1.001.399.661,83
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	905,47
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	961.310.825,97

Ilustración 5

Si consideramos que algunos múltiplos hacen referencia al precio de la acción o al patrimonio directamente (*equity value*) y otros al valor total de la empresa (*firm value* o *enterprise value*), se procede a clasificar cada múltiplo para luego de un proceso de ajuste llegar al valor de la acción y lograr obtener un rango de valoración.

TIPO DE MÚLTIPLO	EN BASE A MÚLTIPLO	CLASE INDICADOR
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	P° Acción
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	Valor Total Empresa
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	Valor Total Empresa
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	Valor Patrimonio
	VALUE TO BOOK RATIO	Valor Total Empresa
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	P° Acción
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	Valor Total Empresa

Ilustración 6

En los múltiplos clasificados como “P° Acción” es posible llegar directamente al precio de la acción sin mayores ajustes, mientras que los del tipo “Valor Total Empresa”, es necesario restarles la deuda financiera, sumarles el efectivo y efectivo equivalente y dividir el resultado por el número total de acciones. Finalmente, los que indican “Valor Patrimonio” sólo se dividen por el número de acciones.

De esta forma el resumen sobre los precios de acción obtenidos vía múltiplos son los siguientes:

TIPO DE MÚLTIPLO	EN BASE A MÚLTIPLO	VALOR EMPRESA 06/2013	CLASE INDICADOR	PRECIO ACCIÓN
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	805,33	P° Acción	805,33
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	1.111.416.412,62	Valor Total Empresa	1.173,02
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	1.190.767.099,66	Valor Total Empresa	1.271,63
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	442.655.193,26	Valor Patrimonio	550,10
	VALUE TO BOOK RATIO	1.001.399.661,83	Valor Total Empresa	1.036,30
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	905,47	P° Acción	905,47
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	961.310.825,97	Valor Total Empresa	986,48
			Promedio	961,19

Ilustración 7

Es posible observar que a través del método de valoración por múltiplos comparables se obtiene un precio promedio de la acción de Empresas Banmédica S.A. de \$961,19 a junio de 2013 con un rango de valoración entre los \$550,10 y los \$1.271,63.

Llama la atención el grado de dispersión entre los precios de acciones que se muestran en la Ilustración 7. Esto podría explicarse mediante alguna o una combinación de las siguientes razones:

Como se mencionó anteriormente es posible categorizar los múltiplos en dos grandes grupos, principalmente por las variables que utilizan: “Valor Patrimonio” (*equity value*) y “Valor Total Empresa” (*enterprise value*). Cuando vemos en detalle los resultados

agrupados bajo estas dos categorías, es posible advertir que el resultado de los indicadores clasificados como “Valor Total Empresa” están por sobre el promedio del precio de acción \$961,19, mientras que los indicadores del tipo “Valor Patrimonio” y “P° Acción” se encuentran bajo el promedio. Esto indicaría que los múltiplos del grupo *equity value* poseen variables que determinan resultados en dirección opuesta a las variables que se utilizan dentro del grupo de múltiplos categorizados como *enterprise value*.

De esta forma es posible mencionar que los múltiplos del tipo “Valor Total Empresa”⁷: i) permiten al usuario enfocarse en estadísticos donde las diferencias en política contable son minimizadas, ii) no se ven influenciados por la estructura de capital de la compañía, iii) son más fácil de entender dado que se aplica sobre el valor entero de la compañía, iv) son fácil de aplicar a flujos de caja, y v) permiten excluir los activos que no son los esenciales del negocio.

Por otro lado, los múltiplos del tipo “Valor Patrimonio” y “P° Acción”: i) son más relevantes para la valoración del patrimonio, ii) son más confiables, porque estimar el valor de la compañía involucra mayor subjetividad, y iii) son más familiares a los inversionistas.

La segunda razón alude a las características propias del mercado accionario chileno, donde su tamaño, profundidad y transparencia hacen que encontrar un número de empresas que pertenezcan al mismo sector y que compartan las mismas líneas de negocio con la empresa analizada sea bajo, lo que podría entregar resultados poco razonables. De esta forma, aun cuando se han seleccionado cuatro empresas comparables (*benchmark*), no todas ellas comparten las mismas líneas de negocio, lo que ya introduce un ruido en los resultados. Adicionalmente, la disponibilidad de información sobre múltiplos de las empresas comparables no estuvo disponible para todos los periodos en que se necesitó, lo que también distorsiona en parte los resultados.

⁷Jofré Núñez, Carolina (2010) *El Múltiplo FV/EBITDA en el Mercado Chileno*, Tesis para optar al grado de Magíster en Finanzas. Universidad de Chile.

Finalmente, la tercera razón se relaciona con utilizar un determinado múltiplo para un rubro o empresa específico, es decir un múltiplo *ad-hoc*. Si bien, para efectos de este trabajo se ha considerado un promedio simple de una serie de múltiplos, en la práctica para que un múltiplo sea considerado confiable se debe someter a pruebas de razonabilidad a través del tiempo (*follow-up*) con el fin de testear cuan recomendable es su uso. De esta forma, existirán algunos tipos de múltiplos que se ajustarán de mejor forma como métodos de valoración a cierto tipo de industria y mercado. Por ejemplo, con los valores que indica la Ilustración 7, el múltiplo *PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)* sea posiblemente descartarlo por presentar un resultado muy poco razonable. Por otro lado, es posible que sea necesario dar seguimiento a través del tiempo al múltiplo *ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)*, por estar más en línea con el precio de mercado y con el promedio de los múltiplos en general. Así, este múltiplo podría constituirse en un múltiplo *ad-hoc* para el rubro de la salud en el mercado chileno.

Conclusión

Una vez finalizado el proceso de valoración a través de la Metodología de Valoración por Múltiplos se concluye que el precio objetivo de la acción, medido como el promedio de los precios entregados por los múltiplos descritos anteriormente, es de \$961, valor que es inferior al precio de mercado de la acción a la misma fecha de valoración (\$1.080). Por lo tanto, bajo este enfoque el mercado estaría sobrevalorando el precio de las acciones de la empresa en \$119, lo que sugiere que se debería tomar una posición corta (venta) con las acciones de Empresas Banmédica S.A.

Finalmente, es necesario advertir la dispersión de los datos que componen el promedio de los múltiplos examinados (rango de precios entre \$550 y \$1.272), para lo cual es necesario considerar: i) las variables que consideran los grupos de múltiplos identificados como *equity value* y *enterprise value*, ii) las características del mercado chileno y la comparabilidad de las líneas de negocios de las empresas *benchmark*, y iii) existencia de múltiplos que son más robustos y confiables para un mercado que otros (*ad-hoc*).

Bibliografía

1. Maquieira, Carlos (2010) *Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica*. Editorial Andrés Bello, Tercera Edición.
2. López Dumrauf, Guillermo (2005) *Métodos de Valoración de empresas Basados en Comparables*.
3. Maquieira, Carlos (2009) *Notas de clases: Finanzas Corporativas, Valoración de Empresas*. Universidad de Chile.
4. González, Marcelo (2012) *Notas de clases: Taller de Valoración de Empresas*. Universidad de Chile.
5. Stein, Roberto (2012) *Notas de clases: Taller de Valoración de Empresas*. Universidad de Chile.
6. Tobar, J., Cabrera, S., Nuñez, P., Vassallo, C., Guerrero, J.L., y Ríos, M. (2012) *Mercado de la Salud Privada en Chile, estudio solicitado por la Fiscalía Nacional Económica*. Pontificia Universidad Católica de Valparaíso.
7. Gobierno de Chile. SuperIntendencia de Salud. *Análisis Financiero Sistema Isapres* (2011, 2010 y 2009). Departamento de Estudios y Desarrollo.
8. Damodaran, Aswath (2008) *Damodaran on Valuation*. Wiley Finance Series, Second Edition.
9. Jofré Núñez, Carolina (2010) *El Múltiplo FV/EBITDA en el Mercado Chileno, Tesis para optar al grado de Magíster en Finanzas*. Universidad de Chile.
10. Empresas Banmédica S.A. *Memorias Empresas Banmédica S.A.* (2009, 2010, 2011 y 2012) y *Estados Financieros Consolidados Intermedios Empresas Banmédica S.A.* (2012 y 2013).

Anexos

Anexo 1

Betas

Resumen		2009						
<i>Estadísticas de la regresión</i>								
Coefficiente de correlación múltiple		0,600328044						
Coefficiente de determinación R ²		0,36039376						
R ² ajustado		0,354061025						
Error típico		0,033444696						
Observaciones		103						
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	0,063656161	0,063656161	56,90965388	2,04982E-11			
Residuos	101	0,112973315	0,001118548					
Total	102	0,176629475						
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-0,002112654	0,003295415	-0,641088738	0,522917092	-0,008649871	0,004424564	-0,008649871	0,004424564
Variable X 1	0,723294617	0,095878727	7,543848745	2,04982E-11	0,533097018	0,913492216	0,533097018	0,913492216
Resumen		2010						
<i>Estadísticas de la regresión</i>								
Coefficiente de correlación múltiple		0,628576571						
Coefficiente de determinación R ²		0,395108506						
R ² ajustado		0,389235773						
Error típico		0,030257812						
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	0,061595811	0,061595811	67,27847305	7,02067E-13			
Residuos	103	0,094300127	0,000915535					
Total	104	0,155895938						
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-9,09803E-05	0,002962479	-0,030710858	0,975559562	-0,005966359	0,005784398	-0,005966359	0,005784398
Variable X 1	0,790541619	0,096379945	8,202345582	7,02067E-13	0,599394735	0,981688504	0,599394735	0,981688504
Resumen		2011						
<i>Estadísticas de la regresión</i>								
Coefficiente de correlación múltiple		0,340960377						
Coefficiente de determinación R ²		0,116253979						
R ² ajustado		0,107673921						
Error típico		0,029169668						
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	0,011528715	0,011528715	13,54932249	0,000371906			
Residuos	103	0,087639636	0,00085087					
Total	104	0,099168351						
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,001692985	0,002925506	0,578698211	0,564056137	-0,004109066	0,007495036	-0,004109066	0,007495036
Variable X 1	0,663939024	0,180372118	3,680940435	0,000371906	0,306213479	1,021664569	0,306213479	1,021664569

Resumen 2012

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,49514497
Coefficiente de determinación R ²	0,245168542
R ² ajustado	0,237840081
Error típico	0,028275715
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	0,026747252	0,026747252	33,45430232	7,89008E-08
Residuos	103	0,082350153	0,000799516		
Total	104	0,109097405			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,002175388	0,002762215	0,787552065	0,432767343	-0,003302814	0,00765359	-0,003302814	0,00765359
Variable X 1	0,752558167	0,130111021	5,783969426	7,89008E-08	0,494513652	1,010602683	0,494513652	1,010602683

Resumen 2013

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,44227449
Coefficiente de determinación R ²	0,195606725
R ² ajustado	0,187797081
Error típico	0,024755006
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	0,015348949	0,015348949	25,04681883	2,31621E-06
Residuos	103	0,063119463	0,00061281		
Total	104	0,078468412			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,002383011	0,002419294	0,985002582	0,326930974	-0,002415088	0,007181109	-0,002415088	0,007181109
Variable X 1	0,612083029	0,122302138	5,004679693	2,31621E-06	0,369525589	0,854640468	0,369525589	0,854640468

Anexo 2

Estados Financieros:

Balances

		31/12/2009	31/12/2009
		M\$	MUF
Activos			
Activos Corrientes			
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	5	12.450.619	594.504
Activos Financieros a Valor Razonable con Cambios en Resultados	6	1.698.427	81.098
Activos Financieros Disponibles para la Venta, Corriente	7	21.040.008	1.004.638
Otros Activos Financieros, Corriente		7.336.422	350.306
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto, Corriente	9	79.826.691	3.811.639
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente	10	36.371	1.737
Inventarios	11	3.536.022	168.841
Activos Biológicos, Corriente		-	-
Activos de Cobertura, Corriente		-	-
Activos Pignorados como Garantía Sujetos a Venta o a una Nueva Pignoración, Corriente		-	-
Pagos Anticipados, Corriente		17.927.568	856.022
Cuentas por cobrar por Impuestos Corrientes		8.158.743	389.571
Otros Activos, Corriente		60.835	2.905
Total Activos Corrientes		152.071.706	7.261.260
Activos, No corrientes			
Activos Financieros Disponibles para la Venta, No Corriente	7	22.402.622	1.069.701
Otros Activos Financieros, No Corriente		-	-
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto, No Corriente	9	12.219.061	583.447
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, No Corriente		-	-
Inversiones en Asociadas Contabilizadas por el Método de la Participación	12	2.616.447	124.933
Otras Inversiones Contabilizadas por el Método de la Participación		-	-
Activos Intangibles, Neto	13	19.298.793	921.497
Propiedades, Planta y Equipo, Neto	14	244.069.831	11.654.072
Activos Biológicos, no Corriente		-	-
Propiedades de Inversión		2.161.299	103.200
Activos por Impuestos Diferidos	15	18.656.560	890.831
Activos Pignorados como Garantía Sujetos a Venta o a una Nueva Pignoración, No Corrientes		-	-
Activos de Cobertura, no Corriente		-	-
Pagos Anticipados, No Corriente		24.777.111	1.183.080
Efectivo de Utilización Restringida o Pignorado		-	-
Otros Activos, No Corriente		4.519.410	215.797
Total Activos No Corrientes		350.721.134	16.746.557
TOTAL ACTIVOS		502.792.840	24.007.817

Patrimonio y Pasivos		31/12/2009	31/12/2009
Pasivos		M\$	MUF
Pasivos Corrientes			
Préstamos que Devengan Intereses, Corriente	16	27.701.181	1.322.702
Préstamos Recibidos que no Generan Intereses, Corriente		-	-
Otros Pasivos Financieros, Corriente		161.141	7.694
Acreedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar, Corriente	17	105.329.484	5.029.370
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, Corriente	10	1.573.846	75.149
Provisiones, Corriente	18	41.735.549	1.992.828
Cuentas por Pagar por Impuestos Corrientes	15	9.726.806	464.445
Otros Pasivos, Corriente		578.005	27.599
Ingresos Diferidos, Corriente	19	12.654.073	604.218
Obligación por Beneficios Post Empleo, Corriente		-	-
Pasivos de Cobertura, Corriente		-	-
Pasivos Acumulados (o Devengados),. Total		3.721.964	177.720
Total Pasivos Corrientes		203.182.049	9.701.724
Pasivos, No Corrientes			
Préstamos que Devengan Intereses, No Corrientes	16	133.431.195	6.371.196
Préstamos Recibidos que no Generan Intereses, No Corrientes		-	-
Otros Pasivos Financieros, no Corriente		-	-
Acreedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar, No Corriente	17	217.606	10.390
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, No Corriente		-	-
Provisiones, no Corriente	18	2.274.007	108.581
Pasivos por Impuestos Diferidos	15	24.436.223	1.166.803
Otros Pasivos, No Corrientes		237.821	11.356
Ingresos Diferidos, No Corriente		-	-
Obligación por Beneficios Post Empleo, No Corriente		-	-
Pasivos de Cobertura, no Corriente		-	-
Total Pasivos No Corrientes		160.596.852	7.668.327
TOTAL PASIVOS		363.778.901	17.370.051
Patrimonio			
Capital Emitido	20	32.331.758	1.543.807
Acciones Propias en Cartera		-	-
Otras Reservas		-4.915.855	234.727
Resultados Retenidos (Pérdidas Acumuladas)		99.366.086	4.744.624
Patrimonio Neto Atribuible a los Tenedores de Instrumentos de Patrimonio Neto de Controladora		126.781.989	6.053.704
Participaciones Minoritarias		12.231.950	584.062
PATRIMONIO NETO		139.013.939	6.637.766
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVOS		502.792.840	24.007.817

		30/06/2013	30/06/2013	31/12/2012	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2010
		M\$	MUF	M\$	MUF	M\$	MUF	M\$	MUF
Activos									
Activos Corrientes	Nota								
Efectivo Equivalentes al Efectivo	5	37.312.726	1.632.751	33.215.798	1.454.234	22.308.169	1.000.634	23.658.864	1.102.692
Otros Activos Financieros, Corrientes	6	24.851.221	1.087.454	24.690.284	1.080.975	26.303.210	1.179.832	23.562.440	1.098.198
Otros Activos No Financieros, Corrientes	7	19.726.697	863.212	18.883.701	826.755	17.502.632	785.082	17.677.021	823.890
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Corrientes	8	127.731.074	5.589.328	110.414.335	4.834.094	101.991.081	4.574.816	94.085.897	4.385.154
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Inventarios, Corrientes	9	10.093	442	8.587	376	5.860	263	223.113	10.399
Activos Biológicos, Corrientes	10	5.368.775	234.930	5.431.580	237.802	5.140.459	230.576	4.270.038	199.018
Activos por Impuestos, Corrientes		0	0	0	0	0	0	0	-
Activos por Impuestos, Corrientes		9.002.973	393.957	9.128.208	399.646	6.687.380	299.963	5.918.197	275.835
Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios		224.003.559	9.802.074	201.772.493	8.833.882	179.938.791	8.071.165	169.395.570	7.895.187
para su Disposición Clasificados como Activos corrientes totales		0	0	137.700	6.029	0	0	0	-
Activos corrientes totales		224.003.559	9.802.074	201.910.193	8.839.911	179.938.791	8.071.165	169.395.570	7.895.187
Activos, No corrientes									
Otros Activos Financieros, no corrientes	6	24.118.731	1.055.401	18.077.529	791.460	18.416.046	826.053	15.432.688	719.287
Otros Activos No Financieros, no corrientes	7	48.296.257	2.113.375	47.160.162	2.064.738	44.328.543	1.988.359	42.001.322	1.957.597
Cuentas por Cobrar, no corrientes	8	149.375	6.536	301.064	13.181	4.765.440	213.754	3.348.302	156.058
Inventarios, no corrientes		0	0	0	0	0	0	0	-
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método	9	0	0	0	0	0	0	0	-
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	11	17.924.159	784.335	16.996.767	744.142	2.830.024	126.941	2.197.905	102.440
Plusvalía	12	4.258.526	186.347	3.791.384	165.992	3.115.891	139.763	2.406.683	112.171
Propiedades, Planta y Equipo	13	24.995.137	1.093.751	25.140.885	1.100.703	23.457.248	1.052.176	23.457.248	1.093.295
Activos Biológicos, no corrientes	14	299.010.678	13.084.278	289.365.492	12.668.826	281.202.623	12.613.360	261.717.690	12.198.135
Propiedades de Inversión		0	0	0	0	0	0	0	-
Activos por Impuestos Corrientes, no corrientes		1.959.693	85.753	2.239.545	98.050	2.404.361	107.848	2.366.486	110.297
Activos por Impuestos Diferidos	15	0	0	0	0	0	0	0	-
Total de activos no corrientes		25.532.875	1.117.282	23.684.631	1.036.946	20.476.331	918.467	20.782.276	968.620
Total de Activos		446.245.431	19.527.059	426.757.459	18.684.039	400.996.507	17.986.721	373.710.600	17.417.899
		670.248.990	29.329.133	628.667.652	27.523.950	580.935.298	26.057.886	543.106.170	25.313.085

		Nota							
Patrimonio y Pasivos		30/06/2013	30/06/2013	31/12/2012	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2010
Pasivos		M\$	MUF	M\$	MUF	M\$	MUF	M\$	MUF
Pasivos Corrientes									
Otros Pasivos Financieros, Corriente	16	35.817.065	1.567.303	49.246.832	2.156.095	36.478.784	1.636.258	29.546.571	1.377.106
Cuentas Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	17	183.464.307	8.028.134	177.855.194	7.786.749	155.961.498	6.995.662	144.873.816	6.752.277
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, C	9	1.611.943	70.536	1.683.608	73.711	1.708.853	76.651	2.026.391	94.446
Otras Provisiones, Corriente	18	22.283.888	975.111	23.062.337	1.009.701	27.273.455	1.223.352	30.665.803	1.429.271
Pasivos por Impuestos Corrientes		7.528.896	329.454	12.490.621	546.857	9.677.294	434.076	9.293.456	433.149
Provisiones por Beneficios a los Empleados, Corriente		206.235	9.025	236.077	10.336	277.735	12.458	155.558	7.250
Otros Pasivos No Financieros, Corriente	19	13.882.589	607.482	9.024.070	395.086	16.614.943	745.264	13.787.102	642.589
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta									
		264.794.923	11.587.045	273.598.739	11.978.536	247.992.562	11.123.721	230.348.697	10.736.089
Pasivos Incluidos en Grupos de Activos para su Disposición		0	0	0	0	0	0	0	-
Pasivos Corrientes, Totales		264.794.923	11.587.045	273.598.739	11.978.536	247.992.562	11.123.721	230.348.697	10.736.089
Pasivos, No Corrientes									
Otros Pasivos Financieros, No Corrientes	16	169.003.259	7.395.340	123.223.036	5.394.877	113.843.445	5.106.454	116.926.266	5.449.698
Cuentas por Pagar, No Corrientes	17	6.446	282	7.199	315	6.446	289	8.423	393
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, No Corriente		0	0	0	0	0	0	0	-
Otras Provisiones, No Corrientes	18	8.105.631	354.691	7.856.856	343.984	6.820.899	305.952	6.527.957	304.255
Pasivos por Impuestos Corrientes, No Corrientes		0	0	0	0	0	0	0	-
Pasivos por Impuestos Diferidos	15	33.248.829	1.454.921	31.743.842	1.389.790	28.022.222	1.256.938	24.375.182	1.136.078
Provisiones por Beneficios a los Empleados, No Corrientes		1.399.958	61.260	1.284.034	56.217	1.110.007	49.789	999.140	46.568
Otros Pasivos No Financieros, No Corrientes	19	161.922	7.085	168.131	7.361	433.573	19.448	459	21
Pasivos No Corrientes, Totales		211.926.045	9.273.579	164.283.098	7.192.544	150.236.592	6.738.871	148.837.427	6.937.013
Total de Pasivos		476.720.968	20.860.625	437.881.837	19.171.080	398.229.154	17.862.592	379.186.124	17.673.102
Patrimonio									
Capital Emitido	20	32.331.757	1.414.791	32.331.757	1.415.530	32.331.757	1.450.243	32.331.757	1.506.918
Ganancias (Pérdidas) Acumuladas		159.108.878	6.962.376	151.743.470	6.643.541	135.784.197	6.090.608	118.890.989	5.541.270
Primas de Emisión		0	0	0	0	0	0	0	-
Acciones Propias en Cartera		0	0	0	0	0	0	0	-
Otras Participaciones en Patrimonio		0	0	0	0	0	0	0	-
Otras Reservas		-11.334.030	-495.961	-8.267.424	-361.959	-4.995.167	-224.059	-5.160.489	-240.520
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora		180.106.605	7.881.206	175.807.803	7.697.112	163.120.787	7.316.792	146.062.257	6.807.668
Participaciones No Controladoras	21	13.421.417	587.302	14.978.012	655.758	19.585.357	878.502	17.857.789	832.316
Patrimonio Total		193.528.022	8.468.508	190.785.815	8.352.870	182.706.144	8.195.295	163.920.046	7.639.983
Total de Patrimonio y Pasivos		670.248.990	29.329.133	628.667.652	27.523.950	580.935.298	26.057.886	543.106.170	25.313.085

Estados de Resultados:

	MUF									
	30/06/2013	30/06/2013	31/12/2012	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2009
Nota	M\$	MUF	M\$	MUF	M\$	MUF	M\$	MUF	M\$	MUF
Estado de Resultados										
Ganancia (Pérdida)										
Ingresos de Actividades Ordinarias	22	458.065.221	20.044	899.139.237	39.366	787.376.368	35.318	706.644.095	32.935	656.863.012
Costo de Ventas	23	-349.428.212	-15.290	-698.735.751	-30.592	-603.771.399	-27.082	-536.969.053	-25.027	-509.729.056
Ganancia Bruta		108.637.009	4.754	200.403.486	8.774	183.604.969	8.236	169.675.042	7.908	147.133.956
Ganancias (Pérdidas) que surgen de la baja en cuentas de Activos Financieros medidos al Costo Amortizado		0	0	0	0	0	0	0	0	-
Otros Ingresos, por Función	22	7.261.724	318	14.501.667	635	15.188.701	681	22.177.929	1.034	13.181.969
Costos de Distribución		0	0	0	0	0	0	0	0	-111.942
Gastos de Administración	23	-67.333.604	-2.946	-132.411.233	-5.797	-123.414.625	-5.536	-117.430.369	-5.473	-109.015.417
Otros Gastos, Por Función	23	-3.883.165	-170	-6.955.467	-305	-6.847.271	-307	-11.020.531	-514	-7.420.779
Otras Ganancias (Pérdidas)		-44.231	-2	311	0	14.620	1	18.817	1	-24.893
Ingresos Financieros	24	3.292.791	144	6.623.806	290	4.934.245	221	5.472.791	255	5.977.287
Costos Financieros	24	-6.163.923	-270	-12.536.399	-549	-9.528.765	-427	-8.578.804	-400	-9.264.918
Participación en las Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizadas utilizando el Método de la Participación	11	1.741.694	76	1.407.727	62	1.115.096	50	1.061.980	49	1.188.767
Diferencias de cambio	24	314.777	14	-503.106	-22	488.859	22	-455.751	-21	60.466
Resultados por Unidades de Reaj	24	-164.730	-7	-2.619.806	-115	-3.867.935	-173	-2.609.522	-122	2.852.507
Ganancias (Pérdidas) que surgen de la diferencia entre el Valor Libro anterior y el Valor Justo de activos financieros reclasificados como medidos a valor razonable		0	0	0	0	0	0	0	6.893	0
Ganancia (pérdida) antes de impuestos		43.658.342	1.910	67.910.986	2.973	61.687.894	2.767	58.311.582	2.718	44.563.896
(Gasto) Ingreso por Impuesto a las Ganancias	15	-10.519.390	-460	-17.592.297	-770	-14.875.478	-667	-10.784.875	-503	-8.069.722
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas		33.138.952	1.450	50.318.689	2.203	46.812.416	2.100	47.526.707	2.215	36.494.174
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas		0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida)		33.138.952	1.450	50.318.689	2.203	46.812.416	2.100	47.526.707	2.215	36.494.174
Ganancia (Pérdida) Atribuible a										
Ganancia (Pérdida) Atribuible a los Propietarios de la Controladora		31.288.798	1.369	46.126.101	2.019	43.326.046	1.943	44.273.559	2.064	34.040.359
Ganancia (Pérdida) Atribuible a Participaciones No Controladoras	21	1.850.154	81	4.192.588	184	3.486.370	156	3.253.148	152	2.453.815
Ganancia (Pérdida)		33.138.952	1.450	50.318.689	2.203	46.812.416	2.100	47.526.707	2.215	36.494.174