



VALORACIÓN EMPRESAS BANMÉDICA S.A.

Método de Flujo de Caja Descontado (FCD)

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

Alumno: Salazar Cáceres Raúl
Profesor Guía: González Araya, Marcelo

Santiago, Septiembre 2014

Dedicatoria

Quiero agradecer a Graciela Barrera por todo el cariño, apoyo incondicional, dedicación, comprensión, paciencia, apoyo anímico durante todo el proceso de estudio de este Magister y por acompañarme siempre en todo lo que quiero emprender.

A mis padres, por darme la posibilidad de estudiar, según mis intereses, por sembrar en mí la pasión por expandir mis horizontes.

A mis hermanos y a toda mi familia.

Gracias a todos por el amor y el apoyo que siempre me han brindado.

Sin ustedes nada de esto hubiera sido posible.

Tabla de Contenidos (Índice)

Contenido

Resumen Ejecutivo.....	4
Capítulo 1: Metodología	5
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: Análisis Operacional del Negocio e Industria	21
Capítulo 7: Proyección de EERR	28
Capítulo 8: Proyección de Flujos de Caja Libre (FCL)	30
Capítulo 9: Valoración Económica de la Empresa y de su Precio de Acción.....	34
Conclusión.....	37
Bibliografía	38
Anexos.....	39
Anexo 1	39
Anexo 2	41
Anexo 3	46

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 método de valoración el Flujo de Caja Descontados (FCD).

Este método de valoración indica que el valor intrínseco de cualquier activo o empresa está en función de los flujos de caja que generará en el futuro, de la oportunidad en que estos flujos se generarán y del nivel de riesgo asociado a esos flujos.

Los resultados obtenidos establecen que el precio objetivo de la acción de Empresas Banmédica S.A. es \$964, determinándose que el mercado está sobrevalorando el precio de la acción en \$116 en relación al precio de mercado observado al 30 de junio del 2013 (\$1.080), por lo que este resultado sugiere tomar posición corta (venta) en este activo a la espera de que el precio alcance su valor objetivo, obteniendo de esta forma un beneficio en la transacción.

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 Flujos de Caja Descontados

a) Flujos de Caja Descontados

Este modelo de valoración indica que el valor intrínseco de cualquier activo está en función de los flujos de caja que generará en el futuro, de la oportunidad en que estos flujos se generarán y del nivel de riesgo asociado a esos flujos.

La lógica de este modelo se presenta en la ecuación 1:

$$Valor Actual = \sum_{t=0}^n \frac{E(FCLt)}{(1 + WACC)^t}$$

Ecuación 1

Se observa que los flujos de caja deben ser estimados durante la vida del negocio o activo, (t) y que los flujos de caja están sujetos a riesgo, por lo que deben ser descontados a la tasa de riesgo apropiada, WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Cabe destacar que los flujos considerados son aquellos generados por el resultado operacional de la empresa, no teniendo en cuenta la deuda financiera después de impuesto. Por lo tanto, los flujos son el disponible después de cubrir las necesidades de operación y de reinversión en activos fijos.

Los elementos fundamentales para la valorización son los siguientes¹:

- **Estimar los flujos de caja de los activos actuales:** La proyección del EERR se debe hacer en función de variables tales como las tasas de crecimiento reales de las operaciones de la empresa, perspectivas de crecimiento de la industria en la que está inserta la empresa y proyecciones de crecimiento económico del país.
- **Determinar el Valor Terminal de los Activos:** Se debe hacer una estimación correcta del flujo permanente al infinito después del último año de proyección. Esta simplicidad es requerida para evitar la valoración de cada periodo hasta el infinito. Este flujo permanente es descontado a la Tasa de Costo de Capital, WACC.
- **Identificación de Activos Prescindibles:** Corresponden a los activos que no están relacionados al negocio principal de la empresa, los cuales son agregados al valor económico de los activos en el proceso de valoración.
- **Política de Inversión, Oportunidades de Crecimiento:** Se debe realizar la estimación de nuevas inversiones en activos fijos, en reposición de los activos actuales y en las necesidades de capital de trabajo.
- **Estimación de la Tasa de Costo de Capital:** La Tasa de Costo de Capital utilizada es la Tasa de Costo de Costo de Capital Promedio Ponderado, WACC, la que considera el riesgo operacional del negocio, estructura de capital objetivo e información de mercado.

Luego, el valor del patrimonio económico se determina a través del valor presente de los flujos de caja libre proyectados, adicionando los activos prescindibles identificados y deduciendo la deuda financiera. Finalmente, el precio objetivo de la acción de la

¹Maquieira, Carlos (2009) Notas de clases: Finanzas Corporativas, Valoración de Empresas. Universidad de Chile.

empresa se obtiene dividiendo el valor del patrimonio económico del número de acciones vigentes a la fecha de valoración.

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 S.A.

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:²

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 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

² 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 2

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 mercado³ 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

$${}^3R_{i,t} = \alpha + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon$$

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.

5.1. 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%.

5.2. 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:

$$K_b = 3,915\%$$

5.3. Beta de la Deuda:

El beta de la deuda se obtiene a través de CAPM⁴ y la tasa del Costo de la Deuda (K_b) obtenido.

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

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

$$\beta_d = 0,175694444$$

5.4. Beta de la Acción:

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

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

⁴ $E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$

en donde:

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

R_f :Tasa (de rentabilidad) libre de riesgo.

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

β_i :Coeficiente de riesgo sistemático del activo i.

5.5. Beta Patrimonial sin deuda:

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

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

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

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

5.6. 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:

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

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

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

5.7. 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.

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

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

$$K_p = 0,07070341$$

5.8. 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: Análisis Operacional del Negocio e Industria

6.1. Análisis de Crecimiento

La clasificación que efectúa la empresa identifica sus segmentos de operación de acuerdo a las principales actividades de negocio que desarrolla, las cuales responden a necesidades de la administración para medir el rendimiento, evaluar adecuadamente sus riesgos y asignar recursos, según corresponda. De esta forma Empresas Banmédica S.A. clasifica sus operaciones de acuerdo a los siguientes segmentos de negocios:

Seguros de Salud: Corresponde a las operaciones que se realizan en las filiales Isapre Banmédica e Isapre Vida Tres. Entre sus principales clientes se encuentran los deudores por cotizaciones que corresponden a clientes altamente atomizados.

Prestadores de Salud: Las filiales que componen este segmento son principalmente: Clínica Santa María, Clínica Dávila, Clínica Vespuccio, Clínica Ciudad del Mar, Clínica BioBío, Vidaintegra y Help. Sus principales operaciones son la prestación de servicios de salud hospitalarios y ambulatorios y la atención médica domiciliaria. Entre sus principales clientes se presentan: isapres, convenios con empresas y Fonasa. Adicionalmente se mantienen saldos por cobrar con personas naturales (por copago de prestaciones médicas) altamente atomizados.

Internacional: Está formado por las filiales del extranjero correspondientes principalmente a Clínica San Felipe y Laboratorios ROE (Perú), Colmédica (Colombia) y Clínica del Country (Colombia) y sus principales negocios son seguros de salud (sociedades de medicina pre-pagada) y prestaciones médicas hospitalarias y ambulatorias.

Otros: Este segmento opera con empresas de giro Inmobiliario, Centro de Servicios Compartidos y Fundación Banmédica, entre otros. Entre sus principales clientes corresponde a las sociedades que conforman Grupo Banmédica, las cuales presentan

operaciones de arriendo de inmuebles, servicios administrativos y asesorías, entre otros.

Los resultados en MUF para los periodos comprendidos entre diciembre 2009 y junio 2013, junto con los pesos relativos de cada ítem sobre el Total de Ingresos Ordinarios se presentan a continuación:

Segmento / Área MUF	Periodo				
	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	30-06-2013
Ingresos Ordinarios Chile	23.223,23	24.552,83	26.391,21	29.277,62	15.217,64
Seguros de Salud	16.548,98	17.293,40	18.172,41	19.308,43	10.227,35
Prestadores de Salud	10.716,15	11.811,33	13.183,35	15.559,62	7.932,79
Otros	257,62	242,59	251,34	279,58	125,37
Ajustes de Consolidación	- 4.299,53	- 4.794,50	- 5.215,89	- 5.870,00	- 3.067,88
Ingresos Ordinarios Internacional	8.141,27	8.841,44	8.926,60	10.087,95	4.826,64
Ingresos Ordinarios Colombia	7.390,63	8.109,77	8.355,01	9.104,55	4.219,31
Ingresos Ordinarios Perú	750,64	731,66	571,59	983,40	607,33
Total Ingresos Ordinarios	31.364,50	33.394,27	35.317,81	39.365,57	20.044,28
% sobre el Total Ingresos Ordinarios					
Ingresos Ordinarios Chile	74,04%	73,52%	74,72%	74,37%	75,92%
Seguros de Salud	52,76%	51,79%	51,45%	49,05%	51,02%
Prestadores de Salud	34,17%	35,37%	37,33%	39,53%	39,58%
Otros	0,82%	0,73%	0,71%	0,71%	0,63%
Ajustes de Consolidación	-13,71%	-14,36%	-14,77%	-14,91%	-15,31%
Ingresos Ordinarios Internacional	25,96%	26,48%	25,28%	25,63%	24,08%
Ingresos Ordinarios Colombia	23,56%	24,28%	23,66%	23,13%	21,05%
Ingresos Ordinarios Perú	2,39%	2,19%	1,62%	2,50%	3,03%
Total Ingresos Ordinarios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Tabla 6

Las tasas de crecimiento reales de las ventas según la clasificación antes descrita para los periodos comprendidos entre diciembre 2009 y junio 2013 se presentan en la siguiente tabla:

Segmento / Área	Periodo				
	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	30-06-2013
Ingresos Ordinarios Chile	-	5,73%	7,49%	10,94%	8,69%
Seguros de Salud	-	4,50%	5,08%	6,25%	6,96%
Prestadores de Salud	-	10,22%	11,62%	18,02%	10,63%
Otros	-	-5,83%	3,61%	11,23%	1,66%
Ajustes de Consolidación	-	11,51%	8,79%	12,54%	7,45%
Ingresos Ordinarios Internacional	-	8,60%	0,96%	13,01%	6,79%
Ingresos Ordinarios Colombia	-	9,73%	3,02%	8,97%	3,88%
Ingresos Ordinarios Perú	-	-2,53%	-21,88%	72,05%	32,54%
Total Ingresos Ordinarios	-	14,33%	8,45%	23,95%	15,48%

Tabla 7

Por otro lado, las tasas de crecimiento reales de la industria, para los años 2009 a Junio de 2013 se obtienen del informe "Análisis Financiero del Sistema Isapre", de la

Súper Intendencia de Salud, y que muestra los siguientes datos para el periodo solicitado:

Tasas crecimiento reales de la industria	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
Chile	6,10%	6,80%	7,70%	9,80%	8,70%	7,82%
Real	5,87%	6,02%	6,59%	8,24%	7,32%	6,81%

Tabla 8

En tanto que las perspectivas de crecimiento para los años 2013 al 2017 se desprenden del estudio “Mercado de la Salud Privada en Chile”⁵, que indica que el promedio del crecimiento en gasto de salud per cápita en términos reales para nuestro país es de 5.2% anual. Dicha tasa de crecimiento es superior al promedio de los países que conforman la OCDE (4.0%).

Adicionalmente, el cambio de la pirámide etaria en Chile muestra que para el 2020 la población menor a 20 años habrá disminuido notoriamente y que la mayor de 60 años aumentará. En consecuencia, hacia el 2020 habrá menos trabajadores jóvenes para soportar la carga de los mayores gastos en salud de los adultos mayores.

Por lo tanto, se estima que el crecimiento en gasto en salud per cápita no convergerá al promedio de los países de la OCDE, sino más bien tenderá a incrementarse, sobrepasando al promedio de crecimiento de la industria de la salud, es decir, 6,81% real anual al 2017 más un 0,4% de incremento anual que corresponde al diferencial de incremento anual promedio de la industria.

De esta forma las perspectivas de crecimiento de la industria se presentan en la siguiente tabla:

Perspectivas de Crecimiento de la Industria	2013	2014	2015	2016	2017
	6,81%	7,17%	7,53%	7,89%	8,25%

Tabla 9

⁵Tobar, 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.

6.2. Análisis de Costos de Operación

Según la información financiera publicada por Empresas Banmédica S.A. en sus memorias anuales, se desprende que los costos de operación incluyen gastos de diferente naturaleza, donde se presentan los gastos de salud, de subsidios, de personal, participaciones médicas, de materiales clínicos, de mantención de equipos, otros costos de servicios, depreciaciones, amortizaciones y otros gastos.

Los Costos de Operación en MUF según la clasificación de la empresa para los periodos comprendidos entre diciembre 2009 y junio 2013 se presentan en la siguiente tabla:

Segmento / Área MUF	Período				
	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	30-06-2013
Costos de Operación Chile	- 17.969,43	- 18.638,49	- 20.319,29	- 22.753,78	- 11.500,74
Seguros de Salud	- 14.480,24	- 14.769,40	- 15.658,67	- 16.633,13	- 8.515,27
Prestadores de Salud	- 7.540,52	- 8.445,92	- 9.599,01	- 11.677,35	- 5.904,87
Otros	- 77,92	- 66,10	- 73,63	- 79,42	- 44,10
Ajustes de Consolidación	- 4.129,25	- 4.642,93	- 5.012,01	- 5.636,11	- 2.963,49
Costos de Operación Internacional	- 6.369,59	- 6.847,57	- 6.762,91	- 7.837,85	- 3.789,73
Costo de Ventas	- 24.339,01	- 25.486,06	- 27.082,20	- 30.591,63	- 15.290,48
Costos de Operación Chile	- 5,35	-	-	-	-
Seguros de Salud	-	-	-	-	-
Prestadores de Salud	- 5,35	-	-	-	-
Otros	-	-	-	-	-
Ajustes de Consolidación	-	-	-	-	-
Costos de Operación Internacional	-	-	-	-	-
Costos de Distribución	- 5,35	-	-	-	-
Costos de Operación Chile	- 3.895,13	- 4.145,97	- 4.041,87	- 4.371,86	- 2.308,73
Seguros de Salud	- 1.822,53	- 1.924,90	- 1.929,19	- 2.006,57	- 1.054,53
Prestadores de Salud	- 1.916,45	- 2.095,12	- 2.095,15	- 2.277,89	- 1.197,27
Otros	- 358,24	- 328,66	- 281,47	- 387,73	- 186,42
Ajustes de Consolidación	- 202,09	- 202,72	- 263,94	- 300,33	- 129,49
Costos de Operación Internacional	- 1.310,24	- 1.399,69	- 1.493,90	- 1.425,29	- 637,69
Gastos de Administración	- 5.205,37	- 5.545,66	- 5.535,77	- 5.797,15	- 2.946,42
Costos de Operación Chile	- 273,83	- 317,18	- 191,37	- 248,54	- 144,14
Seguros de Salud	- 231,97	- 207,63	- 184,23	- 187,69	- 98,74
Prestadores de Salud	- 21,29	- 2,08	- 6,58	- 15,06	- 4,89
Otros	- 21,39	- 107,47	- 0,57	- 45,80	- 40,51
Ajustes de Consolidación	- 0,82	-	-	-	-
Costos de Operación Internacional	- 80,51	- 124,00	- 115,76	- 55,98	- 25,78
Otros Gastos, Por Función	- 354,33	- 441,18	- 307,13	- 304,52	- 169,92
Total Costos de Operación	- 29.904,06	- 31.472,89	- 32.925,11	- 36.693,30	- 18.406,82

Tabla 10

Adicionalmente, los Costos de Operación como porcentaje de los Ingresos totales se muestran a continuación:

Segmento / Área. % Sobre los Ingresos	Período					Estructura Promedio Histórica
	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	30/06/2013	
Costos de Operación Chile	57,29%	55,81%	57,53%	57,80%	57,38%	57,11%
Seguros de Salud	46,17%	44,23%	44,34%	42,25%	42,48%	44,25%
Prestadores de Salud	24,04%	25,29%	27,18%	29,66%	29,46%	26,54%
Otros	0,25%	0,20%	0,21%	0,20%	0,22%	0,21%
Ajustes de Consolidación	-13,17%	-13,90%	-14,19%	-14,32%	-14,78%	-13,89%
Costos de Operación Internacional	20,31%	20,51%	19,15%	19,91%	18,91%	19,97%
Costo de Ventas	77,60%	76,32%	76,68%	77,71%	76,28%	77,08%
Costos de Operación Chile	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Seguros de Salud	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Prestadores de Salud	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ajustes de Consolidación	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Costos de Operación Internacional	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Costos de Distribución	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Costos de Operación Chile	12,42%	12,42%	11,44%	11,11%	11,52%	11,85%
Seguros de Salud	5,81%	5,76%	5,46%	5,10%	5,26%	5,53%
Prestadores de Salud	6,11%	6,27%	5,93%	5,79%	5,97%	6,03%
Otros	1,14%	0,98%	0,80%	0,98%	0,93%	0,98%
Ajustes de Consolidación	-0,64%	-0,61%	-0,75%	-0,76%	-0,65%	-0,69%
Costos de Operación Internacional	4,18%	4,19%	4,23%	3,62%	3,18%	4,05%
Gastos de Administración	16,60%	16,61%	15,67%	14,73%	14,70%	15,90%
Costos de Operación Chile	0,87%	0,95%	0,54%	0,63%	0,72%	0,75%
Seguros de Salud	0,74%	0,62%	0,52%	0,48%	0,49%	0,59%
Prestadores de Salud	0,07%	0,01%	0,02%	0,04%	0,02%	0,03%
Otros	0,07%	0,32%	0,00%	0,12%	0,20%	0,13%
Ajustes de Consolidación	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Costos de Operación Internacional	0,26%	0,37%	0,33%	0,14%	0,13%	0,27%
Otros Gastos, Por Función	1,13%	1,32%	0,87%	0,77%	0,85%	1,02%
Total Costos de Operación	95,34%	94,23%	93,23%	93,21%	91,83%	94,01%

Tabla 11

6.3. Análisis de Cuentas No Operacionales

Las cuentas de resultados no operacionales y su identificación de carácter recurrente para los periodos comprendidos entre diciembre 2009 y junio 2013, se presentan en las siguientes tablas:

Cuentas No Operacionales MUF	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	30-06-2013
Otros Ingresos, por Función	629,42	1.033,67	681,29	634,90	317,76
Ingresos Financieros	285,41	255,08	221,33	290,00	144,09
Costos Financieros	- 442,39	- 399,84	- 427,41	- 548,86	- 269,72
Participación en las Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados utilizando el Método de la Participación	56,76	49,50	50,02	61,63	76,21
Diferencias de cambio	2,89	21,24	21,93	22,03	13,77
Resultados por Unidades de Reaj	136,20	121,62	173,50	114,70	7,21

Tabla 12

Otros Ingresos por Función MUF	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	30-06-2013	Carácter recurrente
Arriendo de Oficinas	46,24	56,71	60,62	65,57	27,00	Si
Documentos prescritos	223,37	171,74	242,63	243,50	168,99	Si
Cotizaciones más de 1 año	29,33	24,25	29,98	11,97	-	Si
Recuperación de gastos	69,51	97,35	110,61	125,44	78,01	Si
Ingresos por dividendos	-	31,80	9,57	0,46	-	No
Utilidad venta de inversiones Clínica Las Condes	-	518,88	-	-	-	No
Ventas a terceros	-	61,68	46,03	31,05	-	No
Utilidad en venta de activo fijo	-	31,71	8,88	6,09	-	No
Recuperación de impuestos	-	-	20,20	18,31	-	No
Otros ingresos	260,98	39,54	152,77	132,50	43,76	Si
Total	629,42	1.033,67	681,29	634,90	317,76	

Tabla 13

Gastos Financieros. Si la empresa se financia con deuda, este es un flujo recurrente. Sin embargo, no es necesario proyectarlo porque no es adjudicable a activos sino que

a pasivos. El ahorro tributario estará capturado en la tasa de costo de capital, no en el flujo. Para efectos del flujo de caja libre, todas las cuentas no operacionales correspondientes a la fecha de valoración se proyectan constantes.

Participación en las Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizadas utilizando el Método de la Participación. Esta cuenta si posee el carácter de recurrente.

Diferencias de cambio. Cuenta no recurrente, depende del tipo de cambio esperado en USD. En general, se proyecta constante desde el último período, se utilizará un promedio de los últimos años.

Resultados por Unidades de Reajuste. Cuenta no recurrente, depende del valor esperado de la UF. En general, se proyecta constante desde el último período, se utilizará un promedio de los últimos años.

6.4. Análisis de Activos

Los activos de Empresas Banmédica S.A. se clasifican en Activos Operacionales y No Operacionales se describen en la siguiente tabla:

Activos Corrientes	Nota	M\$	30-06-2013	
			MUF	No Operacional
Efectivo Equivalentes al Efectivo	5	37.312.726	1.633	NO
Otros Activos Financieros, Corrientes	6	24.851.221	1.087	NO
Otros Activos No Financieros, Corrientes	7	19.726.697	863	NO
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Corrientes	8	127.731.074	5.589	NO
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corrientes	9	10.093	0	NO
Inventarios, Corrientes	10	5.368.775	235	NO
Activos Biológicos, Corrientes		-	-	
Activos por Impuestos, Corrientes		9.002.973	394	NO
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	
Activos No corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o como Mantenidos para Distribuir a los Propietarios		-	-	
Activos corrientes totales		224.003.559	9.802	

Tabla 14

Activos, No corrientes	Nota	M\$	30-06-2013	
			MUF	No Operacional
Otros Activos Financieros, no corrientes	6	24.118.731	1.055	SI
Otros Activos No Financieros, no corrientes	7	48.296.257	2.113	NO
Cuentas por Cobrar, no corrientes	8	149.375		NO
Inventarios, no corrientes		-	-	
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, no corrientes	9	-	-	
Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación	11	17.924.159	784	SI
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	12	4.258.526	186	NO
Plusvalía	13	24.995.137	1.094	SI
Propiedades, Planta y Equipo	14	299.010.678	13.084	NO
Activos Biológicos, no corrientes		-	-	
Propiedades de Inversión		1.959.693	86	SI
Activos por Impuestos Corrientes, no corrientes		-	-	
Activos por Impuestos Diferidos	15	25.532.875	1.117	NO
Total de activos no corrientes		446.245.431	19.527	
Total de Activos		670.248.990	29.329	

Tabla 15

Otros Activos Financieros, no Corrientes: Se considera como activo no operacional debido a que incluyen principalmente Instrumentos de Patrimonio (Acciones) y Garantías.

Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación. Se considera como activo no operacional por ser inversiones de matrices o controlantes, y cada una de las subordinadas que posean inversiones en aquellas sociedades que son subordinadas o están controladas por su matriz, incluso aquellas sociedades matrices que ejercen control conjunto o compartido con otras matrices.

Plusvalía: Es considerada como no operacional debido a que surge por la adquisición de compañías por sobre el valor justo de sus activos. Lo que no corresponde al negocio de la empresa.

Propiedades de Inversión: Considerados como no operacional debido a que incluyen principalmente terrenos, edificios y construcciones que se mantienen con el propósito de obtener ingresos en futuras ventas, plusvalías o bien explotarlos bajo un régimen de arrendamiento y no son ocupados por las empresas del Grupo.

Finalmente, se aclara que las partidas asociadas a Otros Activos No Financieros, Corrientes y Otros Activos No Financieros No Corrientes, se consideran como operacionales por incluir Gastos Diferidos de Venta.

Capítulo 7: Proyección de EERR

Para la proyección del EERR de Empresas Banmédica S.A. para el periodo 2013 – 2017 se utilizó una proyección del Total de Ingresos Ordinarios en función de las perspectivas de crecimiento anual de la industria.

Perspectivas de Crecimiento de la Industria	2013	2014	2015	2016	2017
	6,81%	7,17%	7,53%	7,89%	8,25%

Tabla 16

La proyección del Total Ingresos Ordinarios para el periodo 2013 – 2017 se muestra en la siguiente tabla:

Segmento / Área MUF	Proyección Ingresos de Operación			
	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017
Ingresos Ordinarios Chile	33.592,80	36.122,47	38.972,75	42.188,32
Seguros de Salud	22.643,91	24.349,09	26.270,38	28.437,89
Prestadores de Salud	17.315,60	18.619,53	20.088,73	21.746,21
Otros	320,35	344,48	371,66	402,32
Ajustes de Consolidación	- 6.687,07	- 7.190,63	- 7.758,01	- 8.398,11
Ingresos Ordinarios Internacional	11.468,38	12.332,00	13.305,07	14.402,84
Ingresos Ordinarios Colombia	10.540,90	11.334,68	12.229,05	13.238,05
Ingresos Ordinarios Perú	927,48	997,32	1.076,02	1.164,80
Total Ingresos Ordinarios	45.061,18	48.454,47	52.277,82	56.591,16

Tabla 17

Adicionalmente, para los Ingresos Ordinarios según la clasificación de la empresa se conservó la estructura promedio de los dos últimos años.

% sobre el Total Ingresos Ordinarios	Estructura Promedio últimos 2 Años
Ingresos Ordinarios Chile	74,55%
Seguros de Salud	50,25%
Prestadores de Salud	38,43%
Otros	0,71%
Ajustes de Consolidación	-14,84%
Ingresos Ordinarios Internacional	25,45%
Ingresos Ordinarios Colombia	23,39%
Ingresos Ordinarios Perú	2,06%
Total Ingresos Ordinarios	100,00%

Tabla 18

En consecuencia el EERR proyectado para el periodo de estudio es el siguiente:

Estado de Resultados MUF	Nota	Real	EERR Proyectado					2018 - 00
		30/06/2013	30-06-2013 al 31-12-2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	
Ganancia (Pérdida)								
Ingresos de Actividades Ordinarias	22	21.023,18	21.023,18	45.061,18	48.454,47	52.277,82	56.591,16	56.591,16
Costo de Ventas	23	-16.204,26	-16.204,26	-34.732,28	-37.347,76	-40.294,72	-43.619,36	
Ganancia Bruta		4.818,92	4.818,92	10.328,90	11.106,71	11.983,09	12.971,79	
Ganancias (Pérdidas) que surgen de la baja en								
Otros Ingresos, por Función	22	329,05	329,05	658,10	658,10	658,10	658,10	
Costos de Distribución	-	-	-	2	2	2	2	
Gastos de Administración	23	-3.342,88	-3.342,88	-7.165,13	-7.704,70	-8.312,64	-8.998,50	
Otros Gastos, Por Función	23	-215,17	-215,17	-461,21	-495,94	-535,07	-579,22	
Otras Ganancias (Pérdidas)	-	-	-	-	-	-	-	
Ingresos Financieros	24	128,00	128,00	256,00	256,00	256,00	256,00	
Gastos Financieros	24	-244,07	-244,07	-488,14	-488,14	-488,14	-488,14	
Participación en las Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizadas	11	27,91	27,91	55,82	55,82	55,82	55,82	
Diferencias de cambio	24	-0,02	-0,02	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
Resultados por Unidades de Reajuste	24	-72,05	-72,05	-144,10	-144,10	-144,10	-144,10	
Ganancias (Pérdidas) que surgen de la diferencia entre el Valor Libro anterior y el Valor Justo de	-	-	-	-	-	-	-	
Ganancia (pérdida) antes de impuestos		1.430,59	1.430,59	3.042,12	3.245,78	3.475,24	3.734,12	
(Gasto) Ingreso por Impuesto a las Ganancias	15	-286,12	-286,12	-608,42	-649,16	-695,05	-746,82	
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones		1.144,47	1.144,47	2.433,69	2.596,62	2.780,20	2.987,30	
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones		0,00		0	0	0	0	
Ganancia (Pérdida)		1.144,47	1.144,47	2.433,69	2.596,62	2.780,20	2.987,30	
Ganancia (Pérdida) Atribuible a								
Ganancia (Pérdida) Atribuible a los Propietarios de la		1.174,97	1.174,97	2.500,60	2.670,17	2.861,23	3.076,78	
Ganancia (Pérdida) Atribuible a Participaciones No	21	-30,50	-30,50	-66,91	-73,55	-81,04	-89,48	
Ganancia (Pérdida)		1.144,47	1.144,47	2.433,69	2.596,62	2.780,20	2.987,30	2.987,30

Tabla 19

Capítulo 8: Proyección de Flujos de Caja Libre (FCL)

A partir del Estado de Resultados Proyectado se construye el Flujo de Caja Libre FCL, para lo cual se deben realizar algunos ajustes, los que se describen a continuación:

Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles: Se debe ajustar con el valor de la depreciación y amortización al 30 de Junio de 2013, debido a que no representan flujo de efectivo real y se estiman constantes para todos los años en proyección.

Los valores reales al 30 de junio 2013, que se proyectarán constantes para el ejercicio, se presentan en la siguiente tabla:

M\$	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	30-06-2013	MUF 30-06-2013
Depreciaciones y Amortizaciones		17.406.748	18.049.735	20.425.199	10.926.011	478,11
Gastos por Depreciación	13.933.194	14.995.877	16.680.743	18.994.306	10.210.832	446,81
Amortizaciones	-13.933.194	2.410.871	1.368.992	1.430.893	715.179	31,30

Tabla 20

Estimar la Inversión en Reposición:

Se supone un 100% de depreciación como inversión en reposición para los años de proyección (Estimación Conservadora), tomando como referencia el monto de depreciación a junio de 2013.

Estimar Nuevas Inversiones CAPEX:

La información del CAPEX para Empresas Banmédica S.A. no está disponible en la información financiera publicada por la empresa, por lo tanto, para obtener la Inversión Proyectada de Activos Fijos, se determina en primer lugar el promedio histórico anual de la inversión en Activos Fijos sobre el total de ingresos ordinarios.

Inversión en Activos Fijos MUF	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	30-06-2013
Construcción en Curso, Neto	2707,93	885,82	1245,12	854,99	1029,55
Terrenos, Neto	1640,45	1599,32	1601,12	1801,53	1889,22
Edificios, Neto	4552,84	5874,42	5590,79	5625,58	5799,43
Planta y Equipo, Neto	1544,27	1765,67	1862,10	1918,51	1929,85
Equipamiento de Tecnologías de la Información, Neto	106,01	98,85	122,00	156,34	160,02
Instalaciones Fijas y Accesorios, Neto	381,63	1233,22	1369,41	1361,88	1351,28
Vehículos de Motor, Neto	61,97	59,57	70,02	65,18	64,00
Mejoras de Bienes Arrendados, Neto	660,53	658,55	657,15	728,44	705,61
Otras Propiedades, Planta y Equipo, Neto	227,58	108,76	95,67	156,37	155,32
Total Activos	11.883,22	12.284,18	12.613,36	12.668,83	13.084,28
Total Ingresos Ordinarios	31.364,50	33.394,27	35.317,81	39.365,57	20.044,28
Activo Fijo (% ventas)	37,89%	36,79%	35,71%	32,18%	65,28%

Tabla 21

De esta manera, se determina que el promedio histórico anual es de 35,64%. El supuesto implícito es que el comportamiento histórico de la relación de la inversión en Activos Fijos y los Ingresos Ordinarios se mantendrá en el futuro. Así, como ya se dispone de la proyección de los ingresos Ordinarios, se procede a proyectar, en base el promedio histórico, la inversión en Activos Fijos.

	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Total Ingresos Ordinarios Proyectados	42.046,37	45.061,18	48.454,47	52.277,82	56.591,16
Activos Fijos Proyectados	14.986,29	16.060,84	17.270,28	18.633,01	20.170,39
Inversión Proyectada de Activos Fijos MUF	-	1.074,55	1.209,45	1.362,73	1.537,37
Inversión en Reposición	-	446,81	446,81	446,81	446,81
Inversión Proyectada de Activos Fijos Neta Inversión en Repo MUF	-	627,74	762,63	915,92	1.090,56

Tabla 22

Estimación de Capital de Trabajo:

Para estimar la inversión en capital de trabajo se determina la proporción del capital de trabajo neto sobre el total de ingresos ordinarios:

		31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	30/06/2013
	Nota	MUF				
Efectivo Equivalentes al Efectivo	5	594,50	1.102,69	1.000,63	1.454,23	1.632,75
Otros Activos Financieros, Corrientes	6	81,10	1.098,20	1.179,83	1.080,98	1.087,45
Otros Activos No Financieros, Corrientes	7	842,42	823,89	785,08	826,75	863,21
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Corrientes	8	4.688,10	4.385,15	4.574,82	4.834,09	5.589,33
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corrientes	9	10,65	10,40	0,26	0,38	0,44
Inventarios, Corrientes	10	1,74	199,02	230,58	237,80	234,93
Total Activos Corrientes		4.700,49	4.594,57	4.805,65	5.072,27	5.824,70
Otros Pasivos Financieros, No Corrientes	16	6.371,20	5.449,70	5.106,45	5.394,88	7.395,34
Cuentas Comerciales y Otras Cuentas por Pagar, Corriente	17	5.029,37	6.752,28	6.995,66	7.786,75	8.028,13
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, Corriente	9	75,15	94,45	76,65	73,71	70,54
Total Pasivos Corrientes		5.104,52	6.846,72	7.072,31	7.860,46	8.098,67
Capital Trabajo Neto		- 404,03	- 2.252,15	- 2.266,66	- 2.788,19	- 2.273,97
Total Ingresos Ordinarios		31.364,50	33.394,27	35.317,81	39.365,57	20.044,28
Cap Trabajo Neto % Ingresos		-1,2882%	-6,74%	-6,42%	-7,08%	-11,34%

Tabla 23

De los resultados es posible apreciar que la empresa no trabaja con capital de trabajo (capital de trabajo negativo), por lo que se considerarán 5 días de ventas necesarios:

Estado de Resultados MUF	Real	EERR Proyectado					2018 - 00
	30/06/2013	30-06-2013 al 31-12-2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	
- Aumentos (disminuciones) de Capital de Trabajo	- 20,65	- 20,65	- 46,48	- 52,37	- 59,09	-	-

Tabla 24

Identificación de Activos Prescindibles:

Los activos prescindibles son aquellos que no están destinados al negocio principal de la empresa.

Las partidas "Otros Activos Financieros (no corrientes), Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación, Plusvalía y Propiedades de Inversión" fueron identificadas como Activos Prescindibles.

Como muestra la tabla N°23 al 30 de junio de 2013 el total de activos prescindibles en MUF es de **3.019**.

Activos	Nota	30-06-2013	30-06-2013	Activo Prescindible
		M\$	MUF	
Activos, No corrientes				
Otros Activos Financieros, no corrientes	6	24.118.731	1.055,40	Si
Otros Activos No Financieros, no corrientes	7	48.296.257	2.113,37	No
Cuentas por Cobrar, no corrientes	8	149.375	6,54	No
Inventarios, no corrientes		-	-	
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, no corrientes	9	-	-	
Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participaci	11	17.924.159	784,34	Si
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	12	4.258.526	186,35	No
Plusvalía	13	24.995.137	1.093,75	Si
Propiedades, Planta y Equipo	14	299.010.678	13.084,28	No
Activos Biológicos, no corrientes		-	-	
Propiedades de Inversión		1.959.693	85,75	Si
Activos por Impuestos Corrientes, no corrientes		-	-	No
Activos por Impuestos Diferidos	15	25.532.875	1.117,28	No
Total de activos no corrientes		446.245.431	19.527.058,81	
Activos Prescindibles 30-06-2013		68.997.720	3.019	

Tabla 25

Capítulo 9: Valoración Económica de la Empresa y de su Precio de Acción

En el Capítulo 5.1 se estimó el Costo de Capital $K_{wacc} = 6,3108\%$. Con esta tasa de Costo de Capital se procede a descontar los Flujos de Caja Libre proyectados, obteniendo de esta manera el valor de los activos de la empresa, el cual asciende a **MUF 39.901**.

Posteriormente, se adicionan los activos prescindibles identificados en el Capítulo 8, **MUF 3.019,24** y se descuenta la deuda financiera obtenida en el Capítulo 4.1, **MUF 8.962,64** obteniendo en consecuencia el Patrimonio Económico, **MUF 33.958**.

Finalmente, el precio de la acción de Empresas Banmédica S.A. al 30 de junio de 2013 se obtiene dividiendo el Valor del Patrimonio Económico del número de acciones vigentes a la fecha de valoración, **804.681.783**.

Es posible concluir que el precio de la acción bajo el método de Flujos de Caja Descontados al 30 de junio del 2013 es igual a **\$964**, mientras que el precio de mercado de BANMÉDICA S.A. para la misma fecha es de **\$1.080**. Esto significa que la valoración por fundamentales indica que el mercado está sobrevalorando el precio de la acción en **\$116** y sería esperable que el precio alcanzará su precio de equilibrio, lo que da una oportunidad clara para tomar posición en este activo.

A continuación, se presentan las proyecciones del Flujo de Caja Bruto, Flujo de Caja Libre, Valor Presente de los Flujos generados por los activos descontados a K_{wacc} y el cálculo del Precio Objetivo de la Acción.

Flujo de Caja Bruto:

Estado de Resultados MUF	Nota	Real	EERR Proyectado					2018 - 00
		30/06/2013	30-06-2013 al 31-12-2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	
Ganancia (Pérdida)								
Ingresos de Actividades Ordinarias	22	21.023,18	21.023,18	45.061,18	48.454,47	52.277,82	56.591,16	56.591,16
Costo de Ventas	23	-16.204,26	-16.204,26	-34.732,28	-37.347,76	-40.294,72	-43.619,36	
Ganancia Bruta		4.818,92	4.818,92	10.328,90	11.106,71	11.983,09	12.971,79	
Ganancias (Pérdidas) que surgen de la baja en cuentas de								
Otros Ingresos, por Función	22	329,05	329,05	658,10	658,10	658,10	658,10	
Costos de Distribución	-	-	-	2	2	2	2	
Gastos de Administración	23	-3.342,88	-3.342,88	-7.165,13	-7.704,70	-8.312,64	-8.998,50	
Otros Gastos, Por Función	23	-215,17	-215,17	-461,21	-495,94	-535,07	-579,22	
Otras Ganancias (Pérdidas)	-	-	-	-	-	-	-	
Ingresos Financieros	24	128,00	128,00	256,00	256,00	256,00	256,00	
Gastos Financieros	24	-244,07	-244,07	-488,14	-488,14	-488,14	-488,14	
Participación en las Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizadas utilizando el Método	11	27,91	27,91	55,82	55,82	55,82	55,82	
Diferencias de cambio	24	-0,02	-0,02	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
Resultados por Unidades de Reajuste	24	-72,05	-72,05	-144,10	-144,10	-144,10	-144,10	
Ganancias (Pérdidas) que surgen de la diferencia entre el Valor Libro anterior y el Valor Justo de activos financieros	-	-	-	-	-	-	-	
Ganancia (pérdida) antes de impuestos		1.430,59	1.430,59	3.042,12	3.245,78	3.475,24	3.734,12	
(Gasto) Ingreso por Impuesto a las Ganancias	15	-286,12	-286,12	-608,42	-649,16	-695,05	-746,82	
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones		1.144,47	1.144,47	2.433,69	2.596,62	2.780,20	2.987,30	
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones		0,00		0	0	0	0	
Ganancia (Pérdida)		1.144,47	1.144,47	2.433,69	2.596,62	2.780,20	2.987,30	
Ganancia (Pérdida) Atribuible a								
Ganancia (Pérdida) Atribuible a los Propietarios de la		1.174,97	1.174,97	2.500,60	2.670,17	2.861,23	3.076,78	
Ganancia (Pérdida) Atribuible a Participaciones No	21	-30,50	-30,50	-66,91	-73,55	-81,04	-89,48	
Ganancia (Pérdida)		1.144,47	1.144,47	2.433,69	2.596,62	2.780,20	2.987,30	2.987,30

Ajustes	Real	30-06-2013 al 31-12-2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	2018 - 00
+ Depreciación	223,41	223,41	446,81	446,81	446,81	446,81	446,81
+ Amortización	15,65	15,65	31,30	31,30	31,30	31,30	31,30
- Otros Ingresos, por función (después de Impuestos)	-263,24	-263,24	-526,48	-526,48	-526,48	-526,48	-526,48
+ Otros gastos, por función (después de Impuestos)							
- Otros ganancias (pérdidas) (después de Impuestos)							
- Ingresos Financieros (después de Impuestos)	-102,40	-102,40	-204,80	-204,80	-204,80	-204,80	-204,80
+ Costos Financieros Financieros (después de Impuestos)	195,25	195,25	390,51	390,51	390,51	390,51	390,51
- Participación en las Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizadas utilizando el Método	-22,33	22,33	44,66	44,66	44,66	44,66	44,66
+ Diferencias de cambio	0,02	0,02	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
+ Resultados por Unidades de Reajuste	72,05	72,05	144,10	144,10	144,10	144,10	144,10

Flujo de Caja Bruto	Real	30-06-2013 al 31-12-2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	2018 - 00
	1.435,02	1.435,02	2.670,52	2.833,45	3.017,02	3.224,12	3.224,12

Tabla 26

Flujo de Caja Libre:

Flujo de Caja Libre	Real	EERR Proyectado					2018 - 00
	30/06/2013	30-06-2013 al 31-12-2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	
Flujo de Caja Bruto	1.435,02	1.435,02	2.670,52	2.833,45	3.017,02	3.224,12	3.224,12
Inversión en reposición	-223,41	-223,41	-446,81	-446,81	-446,81	-446,81	-446,81
- Aumentos (disminuciones) de Capital de Trabajo	-20,65	20,65	46,48	52,37	59,09	-	-
- Inversión en Capital Físico	-	-	-627,74	-762,63	-915,92	-1.090,56	-
Flujo de Caja Libre	1.190,97	1.190,97	1.549,49	1.571,63	1.595,21	1.686,75	2.777,31
Valor Terminal						44.009,14	
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	1.190,97	1.190,97	1.549,49	1.571,63	1.595,21	45.695,89	

Tabla 27

Valor Presente de los Flujos generados por los Activos y Precio Objetivo de la Acción:

	MUF	M\$
Valor de los Activos	\$ 39.901,00	911.844.294
Activos Prescindibles	3.019,24	68.997.720
Deuda Financiera	- 8.962,64	- 204.820.324
Patrimonio Económico	33.958	776.021.690
N° de acciones	804.681.783	\$ 964

	30/06/2013
Precio Mercado	\$ 1.080

Diferencia	-\$ 116
-------------------	----------------

Tabla 28

Conclusión

El presente trabajo tuvo como finalidad determinar el precio objetivo de Empresas Banmédica S.A., utilizando como método de valoración el Flujo de Caja Descontado (FCD).

Como se mencionó en el desarrollo de este trabajo, esta metodología de valoración establece que el valor intrínseco de cualquier activo o empresa está en función de los flujos de caja que generará en el futuro, de la oportunidad en que estos flujos se generarán y del nivel de riesgo asociado a esos flujos. Por lo tanto, para capturar lo establecido por esta metodología se consideraron en el proceso de valoración aspectos tales como la capacidad de los activos actuales para generar flujos de caja futuros, valor terminal de los activos actuales, identificación de activos prescindibles, políticas de inversión, oportunidades de crecimiento y estimación de la tasa de costo de capital.

Una vez finalizado el proceso de valoración se concluye que el precio objetivo de la acción es de \$964, valor que es menor al precio de mercado observado al 30 de junio de 2013 (\$1.080). De esta forma, el resultado sugiere que el mercado está sobrevalorando el precio de este activo en \$116, por lo que se debería tomar una posición corta (venta) con las acciones de Empresas Banmédica S.A, a la espera de que el precio alcance su valor objetivo, obteniendo de esta forma un beneficio en la transacción.

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

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,026747252	0,026747252	33,45430232	7,89008E-08
Residuos	103	0,082350153	0,000799516		
Total	104	0,109097405			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
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

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,015348949	0,015348949	25,04681883	2,31621E-06
Residuos	103	0,063119463	0,00061281		
Total	104	0,078468412			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
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

Anexo 3

Flujo de Caja Bruto, Flujo de Caja Libre

Estado de Resultados MUF	Nota	Real	EERR Proyectado					2018 - 00
		30-06-2013	30-06-2013 al 31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	
Ganancia (Pérdida)								
Ingresos de Actividades Ordinarias	22	21.023,18	21.023,18	45.061,18	48.454,47	52.777,82	56.591,16	56.591,16
Costo de Ventas	23	-16.204,26	-16.204,26	-34.732,26	-37.347,76	-40.294,72	-43.619,36	-43.619,36
Ganancia Bruta		4.818,92	4.818,92	10.328,90	11.106,71	11.983,09	12.971,79	
Ganancias (Pérdidas) que surgen de la baja en cuentas de Activos Financieros medidos al Costo Amortizado								
Otros Ingresos, por Función	22	329,05	329,05	658,10	658,10	658,10	658,10	658,10
Costos de Distribución				2	2	2	2	
Gastos de Administración	23	-3.342,88	-3.342,88	-7.165,13	-7.704,70	-8.312,64	-8.998,50	-8.998,50
Otros Gastos, Por Función	23	-215,17	-215,17	-461,21	-495,94	-535,07	-579,22	-579,22
Otras Ganancias (Pérdidas)								
Ingresos Financieros	24	128,00	128,00	256,00	256,00	256,00	256,00	256,00
Gastos Financieros	24	-244,07	-244,07	-488,14	-488,14	-488,14	-488,14	-488,14
Participación en las Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizadas utilizando el Método de la Participación	11	27,91	27,91	55,82	55,82	55,82	55,82	55,82
Diferencias de cambio	24	-0,02	-0,02	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05
Resultados por Unidades de Reajuste	24	-72,05	-72,05	-144,10	-144,10	-144,10	-144,10	-144,10
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								
Ganancia (pérdida) antes de impuestos		1.430,59	1.430,59	3.042,12	3.245,78	3.475,24	3.734,12	
(Gasto) Ingreso por Impuesto a las Ganancias	15	-286,12	-286,12	-608,42	-649,16	-695,05	-746,82	-746,82
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas		1.144,47	1.144,47	2.433,69	2.596,62	2.780,20	2.987,30	
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas		0,00		0	0	0	0	
Ganancia (Pérdida)		1.144,47	1.144,47	2.433,69	2.596,62	2.780,20	2.987,30	
Ganancia (Pérdida) Atribuible a								
Ganancia (Pérdida) Atribuible a los Propietarios de la Controladora		1.174,97	1.174,97	2.500,60	2.670,17	2.861,23	3.076,78	
Ganancia (Pérdida) Atribuible a Participaciones No Controladoras	21	-30,50	-30,50	-66,91	-73,55	-81,04	-89,48	-89,48
Ganancia (Pérdida)		1.144,47	1.144,47	2.433,69	2.596,62	2.780,20	2.987,30	2.987,30
Ajustes								
+ Depreciación		223,41	223,41	446,81	446,81	446,81	446,81	446,81
+ Amortización		15,65	15,65	31,30	31,30	31,30	31,30	31,30
+ Otros Ingresos, por función (después de Impuestos)		-263,24	-263,24	-526,48	-526,48	-526,48	-526,48	-526,48
+ Otros gastos, por función (después de Impuestos)								
+ Otros ganancias (pérdidas) (después de Impuestos)								
- Ingresos Financieros (después de Impuestos)		-102,40	-102,40	-204,80	-204,80	-204,80	-204,80	-204,80
+ Costos Financieros Financieros (después de Impuestos)		195,25	195,25	390,51	390,51	390,51	390,51	390,51
- Participación en las Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizadas utilizando el Método de la Participación (después de Impuestos)		-22,33	-22,33	-44,66	-44,66	-44,66	-44,66	-44,66
+ Diferencias de cambio		0,02	0,02	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
+ Resultados por Unidades de Reajuste		72,05	72,05	144,10	144,10	144,10	144,10	144,10
Flujo de Caja Bruto		1.435,02	1.435,02	2.670,52	2.833,45	3.017,02	3.224,12	3.224,12
Inversión en reposición		-223,41	-223,41	-446,81	-446,81	-446,81	-446,81	-446,81
+ Aumentos (disminuciones) de Capital de Trabajo		20,65	20,65	46,48	52,37	59,09	-	-
- Inversión en Capital Físico		-	-	-627,74	-762,63	-915,92	-1.090,56	-
Flujo de Caja Libre		1.190,97	1.190,97	1.549,49	1.571,63	1.595,21	1.686,75	2.777,31