



VALORACIÓN DE CORPBANCA

TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE

MAGISTER EN FINANZAS

Profesor: Jorge Berrios Vorgel

Integrante: Marianela Tapia C

Santiago-Chile 2009

DEDICATORIA

Dedicado a mi pequeña y linda familia, a mi hija por darme las fuerzas y motivación, mi marido por su gran apoyo y comprensión y a Dios por permitirme vivir este nuevo desafío.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	6
OBJETIVOS	
Objetivos Generales	8
Objetivos Específicos	8
Metodología	8
Razones por las cuales se elige el tema	8
CAPITULO I: MARCO TEÓRICO	9
1.1 Reseña	9
1.2 Cronología de la Valoración de Empresa	11
CAPITULO II: MODELOS DE VALORACIÓN	17
2.1 RENTABILIDAD HISTÓRICA	20
2.1.1 Valor Libro	20
2.1.2 Valor libro ajustado	20
2.1.3 Valor por liquidación	21
2.1.4 Valor de Reposición	21
2.2 RENTABILIDAD HISTÓRICA/FUTURA	22
2.2.1 Múltiplos basados en el valor de	23
2.2.1.1 PER	23
2.2.1.2 Price/book	24
2.2.1.3 Q de Tobin	25
2.2.1.4 Rendimiento de los dividendos	26
2.2.2 Múltiplos basados en las cuentas de resultado	26
2.2.2.1 EV/ Ventas, Valor Empresa/Ventas	30
2.2.2.2 EV/ EBITDA = Valor Empresa/EBITDA	30
2.2.2.3 EV/ EBIT	30
2.2.3 Múltiplos basados en el cash flow	31

2.2.3.1 EV/ OpFCF	31
2.2.3.2 EV/ Flujo de Caja Libre	31
2.2.4 OTROS	32
2.2.4.1 Capitalización/cliente	32
2.2.4.2 Precio/Unidades vendidas	32
2.3 RENTABILIDAD FUTURA	32
2.3.1 Valor de Mercado	32
2.3.2 Flujo de Fondos Descontado	32
1) free cash flow	35
2) cash flow para el accionista	35
3) capital cash flow	36
2.3.3 wacc	39
a) El coste de la deuda (Kb)	40
b) El coste de los recursos propios (Ks)	40
c) Rf = Tasa libre de riesgo	41
d) Rp = Prima de Riesgo del Capital	41
e)b= Beta del capital	41
2.3.4 Valor Residual	42
2.3.4.1 Modelo Gordon	42
2.3.4.2 Múltiplo Residual	43
2.3.5 EL MODELO DEL VALOR PRESENTE AJUSTADO (VPA)	43
2.3.6 EVA	45
2.4 MODELOS DE VALORACIÓN DE OPCIONES.	47
1) Opción Call u opción de compra	48
a) Compra de una Call o posición larga de una Call	48
b) Venta de una opción Call o posición corta de una call	49
2) Opción Put u opción de Venta	49
a) Compra de una Put o posición larga de una put	50
b) Venta de una Put o posición corta de una put	50
3) Estrategias de Cobertura	51
a) Emitir una call cubierta	51
b) Protección con Put:	51
CAPITULO III DESCRIPCIÓN DEL SECTOR	52

Característica de la Industria	52
Marcas Comerciales	54
Tendencias de la Banca Chilena	55
a)Consolidación	56
b)Aumento en las Colocaciones	56
c)Deficientes indicadores de eficiencia	56
d)Baja bancarización a nivel de individuos	57
e)Crecimiento a menor ritmo	57
Productos ofrecidos	57
Principales Productos ofrecidos por la banca	57
a) Depósitos	57
b)Transacciones	58
c) Préstamos	58
Otros servicios	58
Control Fiscalización	58
Normativa	59
Cartera y Provisiones	61
Fusiones, Adquisiciones y Nuevos Competidores	63
a)Banco de Chile – Citibank	63
b)Scotiabank – Banco del Desarrollo	63
c)Banco Itaú:	64
d)Banco Internacional	64
e) Rabobank	65
Portafolio de Colocaciones	65
Indicadores Bursátiles	66
Reseña de Corpbanca	68
Propiedad	68
Estructura y Negocios	69
Filiales	71
Principales Riesgos de Inversión	71
a) Aumento de límites de inversión de AFP en el extranjero	71
b)Un crecimiento económico menor al esperado	71
c) Mayor ambiente competitivo	72
d)Variaciones en las tasas de interés	72
Fortalezas	72
a) La estrategia de control de gastos	72

b) Manejo del riesgo crediticio	72
c) Solido capital humano	73
d) Amplia red de distribución	73
Riesgos	73
a) Posicionamiento con mayores productos	73
b) Mayor participación de mercado mayor riesgo de cartera	73
CAPITULO IV: CASO PRÁCTICO	74
4.1 Valoración de Corpbanca	74
4.1.1 Construcción y Proyección del Free Cash Flow	74
4.1.2 Estimación de las Ventas	74
4.1.3 Tasa de Descuento	75
a) Beta patrimonial	75
b) Beta de la deuda	76
c) Beta patrimonial sin deuda	77
d) Costo propio del negocio	79
e) Costo capital de Corpbanca	79
4.1.3 Estimación de los Flujos	79
4.2 Análisis por múltiplo	80
4.2.1 Valoración de Corpbanca mediante el Múltiplo PER	81
4.2.2 Ajustes al Múltiplo PER	82
4.2.2.1 Payout (retención de dividendo)	82
4.2.2.2 Tasa de descuento de los recursos propios (Ke)	83
4.2.2.3 Crecimiento estimado a perpetuidad (g)	83
4.2.3 Otras formas de calcular PER	84
4.3 Múltiplo Price to Book	85
4.4 Determinación del valor económico añadido EVA	86
a) Elementos del EVA	86
Conclusiones para el método EVA	88
Conclusión	91
Anexo I: Tasas de crecimiento	93
Anexo II: Datos para el cálculo del beta patrimonial	94
Anexo III: Estados de Resultado	98
Estado de resultados proyectados	99

INTRODUCCIÓN

La valoración de empresas es un tema que en la actualidad ha cobrado gran relevancia no solo en Chile sino que en el resto del mundo. El concepto de globalización ha evolucionado rápidamente obligando a las empresas a tomar decisiones de inversión que en algunos casos son irreversibles.

Desde un punto de vista estratégico, la valoración surge de la necesidad de determinar el valor de una empresa, de evaluar sus fortalezas, debilidades y limitaciones que derivan de ella.

La aplicación de métodos de valoración diferentes proporciona un marco de referencia dentro del cual se puede establecer un conjunto de posibles valores, cada uno de estos acercamientos proporciona una perspectiva diferente en el proceso de valoración global. Los resultados derivados de cualquier método específico pueden o no pueden ser representativos de la capacidad de la empresa de generar beneficios en varios períodos futuros debido a eventos que son imprevisibles.

En el proceso de valoración de una empresa, es necesario que previamente a la adopción del método a seguir, se conozcan la finalidad de la valoración, la tipología, características y situación real en que se encuentra la empresa objeto de valoración. Para poder valorar correctamente una empresa, hay que conocerla previamente, analizando toda la información disponible acerca del sector en el que compite, su posición relativa (fortalezas y debilidades), sus planes futuros, etcétera, que serán determinantes para adoptar el método o métodos de valoración que se consideran pertinentes. Con el fin de evitar posibles errores, es muy importante empezar la valoración con un análisis exhaustivo del sector y de la empresa, revisando, en colaboración con el equipo directivo, la fuerza relativa de los proveedores, clientes, competidores actuales y futuros, planes futuros, sustitutivos potenciales de productos o servicios de la empresa, expectativas de crecimiento del sector, sus factores críticos de éxito, composición del accionariado, proyectos I+D+i, posibles sinergias que pueda representar para el comprador, etcétera.

La naturaleza de la empresa a valorizar es el factor más importante para determinar qué método de valorización es el más apropiado. Las empresas comercializadoras y distribuidoras estimaran útil un método basado en los activos e ingresos más que un método basado solamente o en los activos o en los ingresos. En las empresas de servicio por otro lado será necesario un acercamiento al valor por un método basado en los ingresos debido al hecho que el valor del activo neto es pequeño respecto al origen de sus beneficios, y el empleo de tales recursos no es el factor más importante en la generación de sus resultados.

Un modelo basado en el mercado es raramente usado debido a la dificultad de su comparación con otras empresas. También, un método de valorización basado solo en los activos sólo se usaría para propósitos específicos (es decir para la liquidación o para determinar el monto a pagar a un inversionista disidente) .

Siempre es recomendable conocer y utilizar una metodología de valoración para que, mediante un proceso lógico de análisis de la situación de la empresa, consolidación de la información obtenida y utilización del método de valoración adecuado, se desarrolle un correcto informe del trabajo.

Existen inconvenientes en casi todos los métodos de valoración conocidos, lo cual genera que, en la práctica, rara vez sean aplicables tal y como figuran en los manuales y revistas especializadas o que, en su aplicación, lleven a decisiones erróneas. En general, los métodos teóricamente más idóneos son los más difícilmente aplicables y los de fácil aplicación dan resultados dudosos. En ambos casos, se debe, principalmente, a la necesidad y el costo de realizar estimaciones fiables. No obstante, el método de descuento de flujos de caja de libre disposición (free cash flow) parece ser el más perfeccionado y robusto que existe..

En teoría, existen numerosos métodos de valoración de empresas, sin embargo, suelen agruparse principalmente en tres tipos: métodos basados en el análisis de los estados financieros, métodos basados en la cotización bursátil y métodos basados en la actualización de los flujos o rendimientos futuros esperados.

El presente trabajo consiste en la resolución de unos casos prácticos correspondientes a la valoración de una empresa del sector bancario, se busca poder aplicar los conceptos adquiridos principalmente en el curso de finanzas corporativa y aminorar la brecha existente entre teoría y práctica.

Este seminario pretende teóricamente mostrar los métodos más utilizados, desde los más simples y más rápido como los Múltiplos de Valoración, hasta algunos con un mayor grado de complejidad tal es el caso de el cálculo de un Flujo de Caja Descontado el cual requiere el establecimiento de suposiciones fundadas y un amplio conocimiento del negocio, además de demandar el empleo de una cantidad considerable de tiempo y factores externos.

-El primer capítulo del presente trabajo hace referencia al marco teórico y citas de los principales autores que han investigado el tema, nos referimos principalmente a una presentación cronológica de cómo ha cambiado la valoración a través del tiempo y cuáles son los mayores aportes de los autores.

-Posteriormente el segundo capítulo, trata en profundidad los modelos de valoración de empresa existentes en el mercado los que exponen distintos puntos de vista al momento de desarrollar una valoración de empresa, se realiza un análisis exhaustivo de cada método.

-EL tercer capítulo realiza una descripción del sector bancario, su legislación la participación de cada entidad. Se presentan las características más relevantes de Corpbanca, parte de su historia, propiedad, sus fortalezas y debilidades.

-Y por último el cuarto capítulo corresponde al desarrollo del caso práctico, aplicando los tres modelos con los cuales se valoro Corpbanca, partiendo por la valoración por el método de flujos descontados, luego valoración por múltiplos y finalmente el valor

económica agregado, finalizando con un compendio de anexos que muestran las fuentes de los resultados.

Objetivo general

El objetivo de esta tesis es combinar la teoría más usada en el mercado financiero para valorar empresas aplicándola a un caso práctico determinado como Valorar Corpbanca.

Objetivos específicos

- Determinar las particularidades de cada método de valoración escogido identificando sus principales características.
- Desarrollar un caso que permita explicar la teoría más usada de valoración de empresa con el objeto de entregar información a todos los interesados en una valoración, accionistas, acreedores, proveedores, potenciales inversores.
- Identificar y determinar el método más apropiado para valorar una empresa del sector bancario.

Metodología

Revisión bibliográfica de métodos de evaluación y la aplicación práctica de los métodos escogidos, múltiplos, wacc, eva.

Razones personales por la cual se escogió el tema

-Definir y aplicar algunos de los métodos de valoración que se detallarán en el trabajo, a un caso práctico de una empresa del sector bancario, de forma de validar una metodología con datos reales y llegar a determinar el valor a pagar por la empresa.

-Realizar un compendio bibliográfico de los métodos de valoración más conocidos y estudiados en la universidad.

-Considerar dentro de los métodos de valoración aquellos que determinan la capacidad que tiene la empresa de crear o destruir valor, dato relevante para futuras tomas de decisiones internas o la participación de nuevos inversionistas.

CAPITULO I: MARCO TEÓRICO

1.1 Reseña

En los últimos años existe un creciente interés por la valoración de empresas. Diferentes circunstancias avalan esta opinión, la gran actividad de fusiones y adquisiciones, no sólo el importante número de ellas, sino que la mayor profesionalización de las mismas y las facilidades tecnológicas, contribuyen a facilitar estos procesos, finalmente, la incorporación del concepto de creación de valor a la gestión de los negocios refuerza la importancia de la valoración de empresas a su desarrollo e implantación.

En Chile, al igual que en el resto de los países de nuestro entorno, existe un gran desconocimiento de la realidad de las valoraciones empresariales, tanto de los profesionales que ejercen esta actividad, como de la forma en que estos llevan a cabo su labor, así como de la cantidad y calidad de la información que manejan. A ello contribuye la inexistencia de asociaciones profesionales específicas que agrupen a los sujetos que hacen de esta actividad su sustento principal. La valoración se realiza por muy diversos sujetos (auditores, asesores, ingenieros, etc.), sin que exista una profesión de valorador de empresas que garantice una formación adecuada en este campo. Y de procedimientos para la aplicación por parte de sus miembros.

En cuanto a la investigación empírica sobre valoración de empresas es escasa y muy heterogénea. Apenas existen trabajos que nos ayuden a conocer qué está ocurriendo a la hora de valorar una empresa, se aprecia un importante desarrollo profesional que demanda información sobre la aplicación práctica de los fundamentos metodológicos de la valoración de empresas. En general los estudios empíricos a nivel internacional revelan divergencias entre la teoría y la práctica en diferentes aspectos del proceso valorativo, no obstante, si consideramos las características específicas de cada método de valoración, se aprecian divergencias en diferentes aspectos del proceso de valoración. Estas divergencias se producen fundamentalmente en el grado de utilización de los métodos de valoración, en la operativa de cálculo de los flujos libres de tesorería y de la tasa de actualización.

En la literatura se han propuesto diversos métodos para valorar empresas entre ellos los más extendidos son: flujos de caja descontados, valor presente ajustado, modelo de descuento de dividendo, comparable o múltiplos y opciones reales. Los dos primeros estiman el valor de la empresa como el valor presente de los flujos de caja proyectados. El modelo de descuento de dividendo generalmente se emplea para la valoración de bancos y constituye una cota mínima para el valor del patrimonio investigación y desarrollo, ampliar la capacidad de la planta, comprar maquinaria y equipos, hasta propuestas estratégicas como posibilidades de armar alianza y fusiones. Existe un estudio detrás que busca evaluar la mejor decisión, por tanto la forma en que una

empresa determine el valor de sus activos es un determinante clave para el éxito de la empresa.

En los últimos 30 años se ha notado una clara tendencia a utilizar métodos de valoración cada vez más formales, explícitos e institucionalizados. En 1970 la mejor práctica para valorar los activos fue la del análisis del flujo de caja descontado., de acuerdo a esta metodología, el valor de un proyecto es igual al valor presente de los futuros flujos de caja que este genere asumiendo un determinado riesgo, este método es conocido como el wacc (costo de capital promedio ponderado).

Los métodos de valoración se han transformado en una herramienta importante para la toma de decisiones gerenciales de una empresa que buscan que sean siempre más acertadas, Se estima que los directivos que se concentren en crear valor para el accionista creen empresas más sanas que aquellos que no lo hacen a la vez generan economías más sólidas.

Todo activo ya sea financiero o real tiene un valor, para los financista el flujo de caja es la base de la valoración de los negocios en la mayoría de los casos y esto tiene un explicación simple; se puede comprar activos y pagar deuda con efectivo, esto es si la empresa quiere extinguir deuda o comprar por ejemplo acciones en la bolsa de comercio, pues para la toma de decisiones de un accionista no es muy relevante el solo mirar el resultado de los estados financieros y ver utilidad contable y por otro lado no sea capaz de generar un flujo de caja positivo y atractivo pues esto último es lo que realmente crea valor para la empresa, su capacidad de generar flujos de cajas positivos, es de mayor importancia que una rentabilidad positiva.

Las valorizaciones de empresa se llevan a cabo con distintos objetivos, por distintas partes involucradas, cada una de las cuales con distintos incentivos y de las expectativas y visiones del evaluador en particular.

Motivos para llevar a cabo una valoración:

- ❖ Vender su empresa
- ❖ Conocer el valor real de mercado de su empresa.
- ❖ Proporcionar información a las instituciones financieras para un préstamo comercial.
- ❖ Proporcionar información a sus dueños sobre la variación en el valor de su inversión.
- ❖ Validar la información para una fusión o compra, total o parcial.

- ❖ Crear un plan de sucesión.
- ❖ Determinar el valor de los activos y pasivos
- ❖ Resolver diferencias entre socios.

Para saber por qué es tan importante hacer una valoración se tiene que entender que el valor contable reflejado en los balances del negocio normalmente difiere enormemente del valor real en el mercado, por lo tanto, un informe de valoración elaborado de forma adecuada por un experto profesional será la mejor herramienta para obtener el mejor valor posible para cualquiera de los objetivos antes enumerados. Ningún potencial inversionista dará credibilidad a un valor determinado por el contador del propietario.

1.2 Cronología de la Valoración de empresas

Hasta principios del siglo XIX los gerentes financieros se dedicaban a llevar libros de Contabilidad o a controlar la Teneduría, siendo su principal tarea buscar financiación cuando fuese necesario. Durante la crisis de 1929 los objetivos de las finanzas son, la supervivencia de la empresa y la liquidez. Se produjeron estudios desde el punto de vista legal con la intención de que el accionista y el inversor tuviesen más información sobre la situación económica de la empresa: financiación, liquidez, solvencia, rentabilidad, aparece el intervencionismo estatal.

Arthur Stone Dewing refleja esta visión tradicional de las Finanzas basada en una metodología positiva, que describe la realidad, con excesivo énfasis en aspectos externos, legales e institucionales, así como en procesos excepcionales para las empresas como quiebras, fusiones, absorciones y consolidaciones. Aunque este autor mostrase cierta inquietud acerca de la estructura financiera y la política del reparto de dividendos, vemos que es una visión poco preocupada por las decisiones financieras.

La época de los años cuarenta estuvo empañada por la guerra declarada en los primeros años y la guerra fría en los siguientes. No se da ningún cambio considerable en la concepción de las Finanzas y la Empresa. El gerente continúa con su labor, predomina una política poco arriesgada, lo que supone un endeudamiento, y se prima la liquidez y la solvencia.

Después de la guerra comienza a estudiarse los desarrollos de la Investigación Operativa y la Informática aplicados a la empresa. Comienza a despertar importancia la planificación y control, y con ellos la implantación de presupuestos y controles de capital y tesorería. De esta época es la obra del profesor Erich Schneider *Inversión e Interés* (1944), en la que se elabora la metodología para el Análisis de las Inversiones y se

establecen los criterios de Decisión Financiera que luego dan lugar a la maximización del valor de la empresa. En su trabajo el profesor pone de manifiesto una idea en la actualidad vigente: una inversión viene definida por su corriente de cobros y pagos.

Entre los años cincuenta y setenta la empresa tiene una gran expansión y se asientan las bases de las finanzas actuales. En este período de prosperidad los objetivos que priman son los de rentabilidad, crecimiento y diversificación internacional, frente a los objetivos de solvencia y liquidez del período anterior se va cimentando la moderna Teoría Financiera, Tomamos como ejemplo el caso de Markowitz (1952, 1959), tuvieron que transcurrir siete años para que se le reconociese el valor que su trabajo aportó a la Teoría de Selección de Carteras, punto de partida del Modelo de Equilibrio de Activos Financieros, que constituye uno de los elementos del núcleo de las modernas finanzas.

En 1955 James H. Lorie y Leonard Savage resolvieron en Programación Lineal el problema de selección de inversiones sujeto a una restricción presupuestaria, estableciéndose una ordenación de proyectos. Así mismo estos autores cuestionan la validez del criterio del TIR frente al VAN.

Otro destacado trabajo es el de Franco Modigliani y Merton Miller (1958). Ambos defienden que el endeudamiento de la empresa en relación con sus fondos propios no influye en el valor de las acciones. No obstante en 1963 rectifican su modelo, dando entrada al impuesto de sociedades. Y así concluyen que el endeudamiento no es neutral respecto al coste de capital medio ponderado y al valor de la empresa.

El CAPM nos dice que en un mercado tenemos dos tipos de riesgo: el diversificable, que podemos controlar y el sistemático, que no podemos cubrir aunque nuestra cartera esté compuesta por muchos títulos diferentes y con muy poca correlación entre ellos. Por otra parte, nos dice que el rendimiento esperado de un activo sin riesgo es igual al de un activo libre de riesgo más una prima por unidad de riesgo sistemático. Este riesgo lo medimos por el coeficiente que nos indica el comportamiento de la rentabilidad del título en relación con la del mercado. El modelo de Sharpe constituye un punto de partida al CAPM, si bien cabe distinguir que el primero de ellos es un modelo empírico en el que utiliza datos retrospectivos a los que aplica una regresión y el CAPM es un modelo de equilibrio prospectivo con una teoría y unos supuestos que se elaboran deductivamente.

En los sesenta se empieza a ver el efecto de los estudios realizados en la década anterior, estudios en ambiente de certeza que en la década servirán de base a los realizados en ambiente de riesgo e incertidumbre. En las facultades americanas los estudios específicos sobre Finanzas se introducen en los cincuenta, en España hasta los setenta no se desdoblaron suficientemente, si bien no se puede hablar de homogeneidad generalizada en este sentido. Asimismo podemos decir que actualmente no están desarrolladas

suficientemente en los planes de estudios. En 1963, H. M. Wingartner, generaliza el planteamiento de Lorie y Savage a n períodos, introduciendo la interdependencia entre proyectos, utilizando Programación Lineal y Dinámica. Se aborda el estudio de decisiones de inversión en ambiente de riesgo mediante herramientas como la desviación típica del VAN, técnicas de simulación o árboles de decisión, realizados por Hillier (1963), Hertz (1964) y Maage (1964) respectivamente.

Sharpe (1964,1967), Linttner (1965), Mossin (1966) o Fama (1968) son autores que continuaron la investigación sobre formación óptica de carteras de activos financieros (CAPM) iniciada por Markowitz en la década de los cincuenta.

La Teoría de Valoración de Opciones tuvo su origen con las investigaciones de Black y Scholes en 1973, a los que siguieron numerosas aportaciones. Una opción es un contrato por el cual una persona adquiere el derecho de comprar o vender un bien determinado a precio prefijado y en un período especificado. En valores mobiliarios estos autores demuestran que los factores que determinan el valor de una opción son el precio actual del título, el precio prefijado, el tipo de interés libre de riesgo, la volatilidad del título y el período de ejecución.

Durante la década de los setenta Jensen y Meckling (1976) comienzan a dibujar la Teoría de Agencia. La relación de agencia es aquella en la que se ven envueltos los propietarios del capital (principal) y los directivos (agentes). El problema en esta situación es el conflicto de intereses entre los participantes, el principal delega responsabilidades en el agente, y tiene que establecer un contrato con el agente de modo que éste último lleve a cabo su labor con el fin último de llegar al objetivo del principal. Pero de todo ello se derivan unos costes debido al contexto de información asimétrica, unos costes de supervisión por parte del principal al agente, unos costes de influencia y unos costes de pérdida de eficiencia. Estos costes se derivan de que el trabajo realizado por el agente no siempre es observable por el principal, y si lo es puede llegar a ser muy costoso, de las relaciones entre los distintos colectivos dentro de la empresa y de las desviaciones de las actuaciones de los agentes en relación con el esfuerzo óptimo. Todo ello ha generado una amplia literatura con diversidad de opiniones.

El objetivo de la Gestión Financiera es maximizar el valor de mercado de la empresa. Este es un objetivo señalado por gran cantidad de estudios e investigadores como Bierman y Smidt, Robichek, Mao, Beranek, Weston y Brigham, Pike y Dobbins, Suárez. En consecuencia, se puede decir que de acuerdo con la normativa americana sobre la Teoría de las Finanzas Empresariales el objetivo global de la empresa es la maximización del valor de mercado de la empresa, aún reconociendo las matizaciones hechas por la Teoría de Agencia.

Sobre la política de dividendos, caben destacar los trabajos de Black y Scholes (1974) y Miller y Scholes (1978), quienes insisten en que la política de dividendos es irrelevante,

incluso teniendo en cuenta los impuestos, siguiendo la línea de Modigliani y Miller. Por otra parte, Kim, Lewellen y McConell (1979) avalan empíricamente la existencia de segmentos diferentes de inversores en acciones en función de sus tipos impositivos marginales en el impuesto sobre la renta personal.

En relación a la estructura financiera óptima son destacables los trabajos realizados por Miller (1977), Warner (1977), y Kim (1974,1978). Miller insiste en la irrelevancia de la estructura financiera, al considerar el impuesto sobre la renta personal, aún teniendo en cuenta las consecuencias del impuesto de sociedades que conlleva la preferencia de la deuda como fuente de financiación. Asimismo, Warner sostendrá que la mayor preferencia por la deuda, al tener en cuenta los efectos fiscales del impuesto sobre la renta de sociedades, se compensa con el aumento de los costes de quiebra. Kim, en cambio, se pronuncia sobre la existencia de una estructura financiera óptima si el mercado de capitales es perfecto y se tienen en cuenta el impuesto de sociedades y los costes de insolvencia.

En la década de los ochenta y de los noventa, es brillante la investigación teórica y metodológica de los aspectos anteriores, así como la diversidad de validaciones empíricas, con sofisticados modelos de valoración y generalización de técnicas matemáticas y del uso de la informática además, se profundiza en corrientes investigadoras como la Teoría de Agencia y la metodología proporcionada por la Teoría de Conjuntos Borrosos aplicada al Subsistema Financiero en ambiente de incertidumbre con importantes resultados. Se acentúa el interés por la internacionalización de los fenómenos y decisiones financieras, dando lugar a multitud de estudios sobre aspectos como el riesgo político y el riesgo de variabilidad del tipo de cambio de las monedas en las que opera la Gestión Financiera Internacional. Asimismo, para superar algunas críticas al CAPM ha surgido el ECAPM obra inicial de Pogue en un contexto internacional referido a compañías de oleoductos, y ampliado posteriormente por Litzenberg, Ramaswamy y Sosin (1980).

En relación con la política de dividendos, es destacable el trabajo de Jalilvand y Harris (1984), éstos concluyen que las imperfecciones del mercado pueden implicar interdependencias entre las decisiones de inversión, financiación y dividendos. Sobre las repercusiones fiscales en la política de dividendos se pronuncian Poterba y Summers (1984) concluyendo un mayor gravamen de los dividendos frente a las ganancias del capital. Por otra parte, Sarig y Scott (1985) se sitúan en una línea similar a Dim, Lewellen y McConell, reafirmando el fenómeno de los segmentos diferentes o clientelas.

Con respecto a la estructura financiera, De Angelo y Masulis (1980) admiten la existencia de una estructura financiera óptima contemplando los efectos de los impuestos, las amortizaciones y las inversiones particulares de cada empresa. Ross (1985) se pronuncia en el mismo sentido en condiciones de riesgo y mercado perfecto.

Leland (1994) en la búsqueda de la estructura financiera óptima descubre que el valor de la deuda y el endeudamiento óptimo están conectados explícitamente con el riesgo de la empresa, los impuestos, los costes de quiebra, el tipo de interés libre de riesgo y los ratios pay-out. Cabe resaltar que durante estos años se han llevado a cabo estudios entre los partidarios del CAPM, como Titman y West (1984,1986), y del APT, Gultekin y Gultekin (1987, 1989) sin llegar a conclusiones definitivas sobre cuál de los dos modelos es mejor, tanto en la versión nacional como en la internacional.

Fama y French en 1992 señalan importantes conclusiones en este sentido ya que se concluye que para el mercado americano de empresas no financieras:

Desde 1941 hasta 1990 sólo se detecta una débil relación positiva entre la rentabilidad media y la beta.

Entre 1963 y 1990 prácticamente no se detecta relación entre la rentabilidad media y la beta.

El tamaño de la empresa y el ratio valor contable/valor de mercado, relativo a los capitales propios sí que, en cambio actúan como buenos indicadores en las variaciones de la rentabilidad media en el período 1963-1990. Estos mismos autores en 1995 tratan de detectar si el comportamiento del precio de los activos, en relación con el anterior ratio refleja el comportamiento de los beneficios. Sin embargo, no se llega a conclusiones definitivas y satisfactorias, siendo necesarias muchas más investigaciones

Daniel y Titman (1997) reexaminan el modelo de Fama y French. Ellos argumentan que son las características más que los betas los que determinan los beneficios esperados. Específicamente, encuentran que los stocks con low market-to-book ratios, pero betas altos con respecto al market-to-book factor portfolio, tienden a tener beneficios similares a otros low market-to-book stocks.

En estos últimos años han sido numerosos los artículos e investigaciones realizadas acerca de la gran existencia de PYMES y el papel que desempeñan en la sociedad actual. Ejemplo de ello es el trabajo desarrollado por López, Revuelta y Sánchez (1998) en el que pretenden mostrar, de forma sintética y globalizada, la problemática específica que padecen estas empresas de carácter familiar. Se extraen conclusiones tan interesantes como que, debido a la estructura familiar de la empresa, el criterio de maximización del valor de mercado puede no ser el más adecuado en algunas ocasiones. En otros trabajos se ha profundizado en el estudio de la gestión de recursos humanos dentro de las PYMES, su financiación, o la inversión directa en países en vías de desarrollo.

La teoría de valoración de empresas parecía estancada, al menos desde los años setenta y sólo recientemente ha cobrado un notable impulso bajo el influjo de autores como

Cornell (1993), Copeland, Koller y Murrin (1995) y Damodaran (1996). O Fernández (1999) y Amat (1999) en España.

En los noventa, la teoría y práctica de la valoración de empresas seguía centrada alrededor de métodos muy clásicos y algo obsoleto, tales como los enfoques estáticos o de balances y los modelos mixtos como el alemán y el anglosajón. Dichos métodos parecen superados hoy en día, aún admitiendo su virtualidad y utilidad para la valoración en pequeños negocios.

Actualmente, la metodología basada en el descuento de los flujos de caja parece indiscutible y es la más congruente y sólida en cuanto a sus fundamentos teóricos. Por esta línea han pretendido progresar Martín Marín y Trujillo Ponce (2000) en su obra "Manual de valoración de empresas". Respecto al tema de las empresas de nueva economía o economía virtual relacionada con Internet estos autores según sus propias palabras prefieren darse un plazo de espera antes de abordar tan espinoso asunto. Estas empresas parecen escapar a la lógica de los modelos hasta ahora desarrollados de valoración. La alta volatilidad y los precios desorbitados parecen imponerse en las acciones que cotizan en el NASDAQ norteamericano.

Relacionado con lo anterior se destaca el creciente valor que adquieren las tecnologías de información y comunicación dentro de la empresa, factores que permiten a las organizaciones crear valor a través de la gestión integrada de la cadena de valor física y virtual. Así lo creen Ordiz y Pérez-Bustamante (2000) cuando afirman que "estas tecnologías pueden aportar ventajas a la empresa, tales como reducciones en costes o incrementos de valor pero, para ello, se debe asumir que la inversión en tecnologías de información y comunicación no es una decisión más en la empresa, sino que adquiere la categoría de inversión estratégica para el negocio, dada la repercusión que puede implicar para el futuro de la misma".

Tradicionalmente se ha fijado el objetivo de maximización del beneficio. Sin embargo, el concepto de beneficio es muy ambiguo, puesto que se considerara el beneficio anual, en los cinco próximos años, bruto, neto, asimismo los directores de la empresa pueden influir en su determinación modificando su política de amortizaciones u otras partidas. Todo ello ha llevado a una variación del objetivo, tan sólo en definición, éste es la maximización del valor de mercado de la empresa para sus accionistas, una vez cumplidas sus obligaciones en el marco de la normativa vigente.

Fama presenta su acuerdo con esta afirmación cuando dice que "maximizar la riqueza conjunta de accionistas y obligacionistas es el único criterio, en términos de valor de mercado, acorde con una situación estable, y el mercado, a través de los precios, presta a la empresa los suficientes incentivos como para optar por dicho criterio".

Para lograr su objetivo, la empresa deberá elegir la combinación más adecuada de inversiones, estructura de financiación y política de dividendos. Esta información sobre la rentabilidad y riesgo de la empresa, que llega a los inversores bursátiles, les hace apreciar más o menos unos títulos frente a otros. Sin embargo, como señala la Teoría de Agencia, dada la separación entre los propietarios de la empresa y los directores de la misma, algunos autores consideran que las decisiones de éstos últimos no van encaminadas a maximizar el valor de mercado de la empresa, sino a otros objetivos que les resultan más interesantes. Esta divergencia de objetivos será mayor cuanto más fragmentado y disperso sea el conjunto de accionistas.

CAPITULO II: MODELOS DE VALORACION

La forma en que se determina el valor de las empresas y sus acciones comercializadas públicamente ha venido cambiando radicalmente, sobre todo a raíz de la gran depresión ocurrida en Estados Unidos en 1929, donde el mercado se vio envuelto en una sobre oferta de acciones y no habiendo suficiente demanda para absorber la excesiva oferta, provocó que la actividad económica cayera drásticamente, y con ello los precios de las acciones en Wall Street.

En consecuencia, los agentes económicos se encontraron con una situación en que las empresas representaban un cierto valor en libros, pero en el mercado no tenían la capacidad para generar flujos de efectivo a futuro. Este fue el detonador de un cambio de perspectiva, desde una concepción estática a una dinámica, para dejar de considerar a una organización productiva como un paquete de activos y verla como un negocio en marcha.

Hoy en el mercado existen diversos modelos de valoración de los recursos propios, unos basados en el flujo de caja descontado y otros basados en múltiplos, al tratar de valorizar es necesario tener en consideración 3 distinciones importantes, Dos son específicas de la valoración de los recursos propios, la primera es una distinción entre el análisis fundamental y el análisis técnico y la segunda es la diferencia entre valoración absoluta y valoración relativa. La tercera es mas general se aplica a la valoración de todos los activos y es una distinción entre precio y valor.

El análisis fundamental hace referencia a una técnica de valoración que se centra en los factores que influyen en el valor de una empresa. Implica el análisis de los estados

financieros de la empresa, de los ratios financieros, del mercado de los competidores y muchos otros factores, todos ellos dirigidos a determinar su valor. Por su parte el análisis técnico se centra principalmente en la historia de la negociación de una acción. Realmente no intenta valorar una empresa, más bien implica la extrapolación de tendencia y pautas de los precios anteriores, con el fin de extraer claves y ver como se comportare el precio en el futuro.

Los modelos de valoración de los recursos propios se pueden agrupar en 2 tipos. Los modelos de valoración absoluta (o intrínseca) estiman el valor de una empresa sobre la base de sus propios fundamentos; los modelos de valoración relativa la evalúan en relación al valor de empresas comparables.

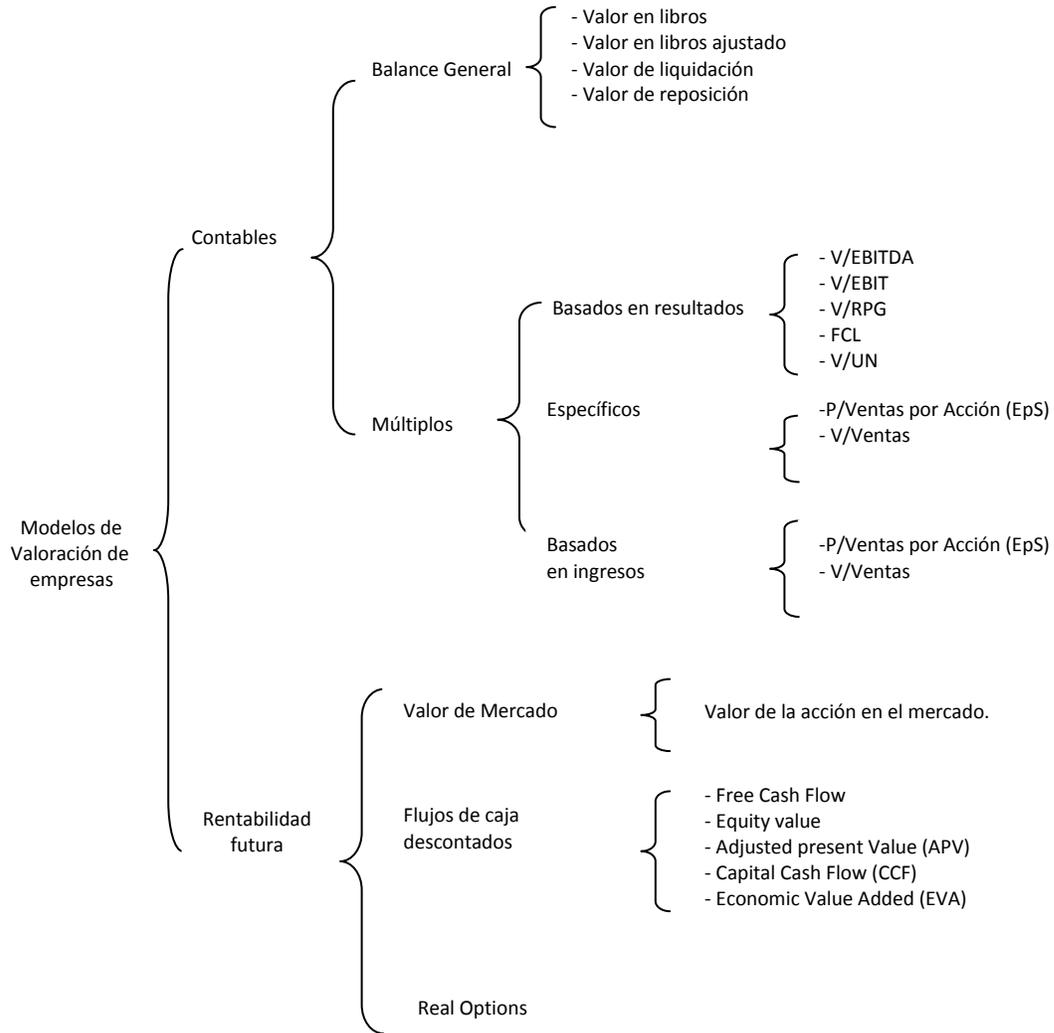
El primero estima el valor descontado el flujo de caja esperado a un índice que refleja su riesgo; el último lo hace mediante la comparación de ratios llamados generalmente múltiplos, ambos tipos de modelos pertenecen a la categoría del análisis fundamental.

El modelo de descuento por dividendo, el modelo del coste medio ponderado del capital (WACC)El modelo del valor actual ajustado (APV), y el modelo flujo de los recursos propios son modelos de flujos de caja descontado (DCF).La relación precio/beneficio o PER (P/E),la relación precio sobre valor del libros (el precio de la acción de una empresa dividido por el valor contable de una acción de dicha empresa P/B),el ratio Price to cash flow (precio de una acción dividido por los fondos generados de una acción P/CF), y el ratio Price to dividend (precio con relación al dividendo P/D) son algunos de los múltiplos más usados en la valoración relativa.

Finalmente es importante tener en cuenta una distinción fundamental entre precio y valor. El primero indica simplemente el número de dólares que tiene que pagar un inversor por una acción de una empresa, el segundo es mucho más sutil en cierto modo es el número de dólares que un inversor “debería” pagar por una acción de una empresa. Esto significa que dado lo fundamentales de la empresa, esto significa que, dados los fundamentales de la empresa y lo que se espera que proporcione, hay un precio adecuado a pagar por sus acciones .Este precio adecuado que puede ser igual o no al precio de mercado se llama valor o valor intrínseco.

En síntesis todos los modelos de valoración proporcionan un valor estimado o intrínseco es decir; todos proporcionan el precio que los inversores deberían pagar por una empresa o por una de sus acciones. De hecho todo el concepto de eficiencia del mercado se basa en si los precios de mercado reflejan adecuadamente valores intrínsecos cuando más lo hagan más eficientes son los mercado.

La figura 1 resume los principales métodos.



2.1 RENTABILIDAD HISTÓRICA

2.1.1 Valor Libro

Este método también llamado valor contable se apoya en el método de partida doble, con el cual el valor de la compañía corresponde al valor del patrimonio, constituye el valor de los recursos propios que se exponen en el Estado de Situación Patrimonial, dentro del apartado Patrimonio Neto, formado por el Capital y las Reservas, también se calcula como la diferencia entre el Activo total y el pasivo exigible.

$$V = E = A - D$$

Donde:

V = Valor de la compañía

E = Patrimonio

A = Activo

D = Pasivo

Debilidades del Método:

- Presenta un valor objetivo, ratificado por el informe de los auditores.
- El balance general a una fecha ofrece una medida estática y no refleja las perspectivas futuras.
- El balance general no refleja un número importante de fuente de valor.

2.1.2 Valor libro ajustado

Este método corrige la aplicación del método exclusivamente contable en la valoración tomando los valores de los activos y pasivos ajustados a su valor de mercado, obteniendo el valor del patrimonio, en otras palabras este método realiza depuraciones de los activos y pasivos y revaluaciones.

$$V = EA = AA - DA$$

2.1.3 Valor de liquidación

Corresponde al valor de una empresa cuando se liquidan sus activos, se calcula descontando del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación, como gastos fiscales, indemnizaciones a empleados, y otros gastos propios de la liquidación.

Este método se usa si se detiene la marcha de la empresa motivo por el cual realizara sus activos para cancelar sus deudas, o se está despedazando por qué vale más sus activos individuales que la empresa como tal.

El valor de liquidación representa un valor mínimo, ya que quien la compra lo hace con la intención de su liquidación posterior y el valor que está dispuesto a pagar es inferior al que correspondería si la empresa supone su continuidad.

Debilidades de la valoración:

- Las empresas no se compran usualmente para liquidarlas
- Es aplicable sólo en el caso de una empresa con una vida útil corta
- El valor de liquidación es casi siempre inferior al valor económico
- No incluye intangibles tales como marcas y "good will"
- Es difícil estimar con exactitud los precios reales y las probabilidades de venta.
- el valor de liquidación se calcula estimando el precio de venta de los activos y restando el monto de pasivos totales.

$$V = EA = AA - DA - G$$

Donde G representa los gastos ocasionados por la liquidación.

2.1.4 Valor de reposición

Es el valor de reposición de los activos bajo el supuesto de continuidad de la empresa, el sentido de esta evaluación implica que se valoren solo los activos funcionales u operacionales. Representa la inversión que se necesitaría a realizar para obtener una empresa en las mismas condiciones en la que se encuentra. No se suelen incluir dentro de este valor, aquellos bienes que no están en condiciones para la explotación, como por ejemplo terrenos no utilizados, participaciones en otras empresas, etc.

Debilidades de la valoración:

- ❖ Inexactitudes resultan del tipo de información que se utilice
- ❖ No hay una relación directa entre este valor y la capacidad real.

2.2 RENTABILIDAD HISTÓRICA/FUTURA

Con estas características se encuentran los múltiplos de valoración que ponen en relación el precio de mercado (o la valoración del analista), con algunas magnitudes financieras (o físicas), históricas o proyectadas y permiten una comparación rápida y aparentemente homogénea entre un solo "dato" fácil de recordar. Esta metodología asume que los mercados son eficientes, y que el valor de las compañías cuyas acciones cotizan en bolsa se encuentra constantemente disponible y a un valor razonable o "justo". Donde comprador y vendedor hipotéticamente tendrían la misma información.

No es un método únicamente basado en datos históricos, sino también en predicciones del futuro próximo, el cálculo resultante del método provee una estimación del patrimonio de la compañía analizada es una evaluación en un contexto de largo plazo, asumiendo que las empresas se encuentran en la etapa de madurez de su ciclo de vida.

Los múltiplos se pueden referir a la propia historia de la empresa, pueden medirse respecto al mercado y hacer comparaciones respecto al sector. La comparación más adecuada es, precisamente, esta última. El problema más frecuente es la sobrevaloración del sector, porque partiendo de esta base todas las empresas se sobrevaloran.

El método de los múltiplos es un modelo de comparaciones y para su utilización se requiere encontrar empresas con características homogéneas. Sin embargo, es difícil encontrar negocios con el mismo grado de madurez, que pertenezcan al mismo sector, tengan tamaño semejante, compartan riesgo, tasa de crecimiento, flujos de caja, márgenes, inversiones, perspectivas de futuro, etc. Se acepta, en la mayoría de los casos, una muestra de empresas diferentes de la que se está analizando y no estrictamente comparable, por lo que, al hacer las valoraciones por comparación se han de poner de manifiesto las diferencias encontradas y los métodos utilizados bien sea mediante promedios, bien por uso de modelos de regresión, o cualquier otra técnica. La falta de empresas similares hace que los múltiplos tengan una gran dosis de subjetividad, que incluso, en casos extremos, pueden deformar la valoración por el mal uso y manipulación.

Lo habitual es valorar la empresa por múltiplos y por descuento de flujos. Aunque sus valoraciones deberían ser semejantes, pueden obtenerse resultados muy diferentes. En tal caso la empresa puede estar infravalorada o supervalorada y la utilización de múltiplos es una forma de comprobarlo.

Es un método sencillo donde los analistas de mercado parametrizan las empresas por tipo de industrias, no es una medida de valor absoluto, sino que permiten comparaciones de valor relativo entre compañías similares o comparables con el fin de facilitar la valoración.

Los múltiplos más conocidos son:

- ❖ Basados en el valor de Mercado
- ❖ Basados en las cuentas de Resultados
- ❖ Basados en el cash flow.

2.2.1 Múltiplos basados en el valor de mercado

Los múltiplos basados en el valor de las acciones pueden estar referidos tanto al precio de la acción (en cuyo caso, las cifras empleadas son medidas por acción) como a la capitalización de la empresa en el mercado. Aunque a través del cálculo por acción pueden obtener unos múltiplos con más significado, los múltiplos basados en el valor total (capitalización) son consistentes con el método utilizado con los múltiplos basados en el valor de negocio (Enterprise Value o EV).

Generalmente, por el uso de múltiplos basados en el valor de las acciones se pueden obtener unos valores más justos y reales ya que su cálculo es normalmente más objetivo y menos tendente a errores. Sin embargo, en el caso de compañías jóvenes con una alta tasa de crecimiento y un endeudamiento muy bajo o nulo, los dos valores (de negocio y de los recursos propios) son muy parecidos.

2.2.1.1 PER

El PER es una referencia dominante en los mercados bursátiles porque permite realizar juicios rápidos sobre la sobrevaloración o infravaloración de empresas. Frecuentemente

se lo interpreta como la cantidad de veces que la ganancia contable cabe dentro del precio de la acción o cuántas ganancias estamos dispuestos a pagar por las acciones de la Cía. , es un múltiplo sobre el beneficio al que el mercado valora las acciones de una empresa, es un parámetro que relaciona una magnitud de mercado como es la cotización, con una puramente contable como es el beneficio. Los principales factores que determinan el ratio price-to-earning son la tasa de crecimiento esperado de la compañía, la tasa de retorno sobre el nuevo capital, y la tasa de costo de capital.

Se calcula dividiendo el precio de la acción/beneficio por acción.

$$PER = P / BPA$$

$$PER = \text{Valor de Mercado del Patrimonio} / \text{Utilidad Neta}$$

Ventajas:

- ❖ Simple de calcular y disponible para empresas de capital abierto.
- ❖ Facilita las comparaciones entre acciones.
- ❖ Relaciona el precio que se paga por los beneficios actuales
- ❖ En términos comparativos una compañía está barata cuando su PER es bajo y viceversa.

Desventajas:

- ❖ Suponer que eliminan la necesidad de hacer hipótesis sobre riesgo, crecimiento y dividendos.
- ❖ Suponer que reflejan mejor los diferentes estados y percepciones del mercado.

2.2.1.2 Price/ book value

$$VM / VC = \text{Capitalización} / \text{valor contable de las acciones}$$

O

$$P / BV = \text{capitalización bursátil} / \text{valor contable de los fondos propios}$$

Este múltiplo se utiliza con frecuencia para valorar bancos, otros sectores que usan P/BV son el sector inmobiliario y seguros. Una variante de este múltiplo para el sector seguros es el capitalización/fondos propios + valor actual de los flujos futuros sobre los contratos de seguros firmados. La relación entre el valor libro y el valor de mercado de la acción siempre ha llamado la atención de los inversionistas. A veces suele verse como un punto de referencia. El valor de mercado de un activo debería reflejar su capacidad de producir flujos de caja futuros. El valor libro de un activo refleja su costo original, y por múltiples razones, éste puede desviarse de su valor de mercado, a partir de su fecha de adquisición.

Ventajas

- ❖ Referencia relativamente estable
- ❖ Facilita comparaciones entre empresas
- ❖ Puede utilizarse aún con resultados negativos

Desventajas

- ❖ Son afectados por las decisiones contables
- ❖ Las normas contables pueden variar entre empresas
- ❖ Cuando el patrimonio neto es negativo, su valor es negativo.

2.2.1.3 Q de Tobin

El índice Q de Tobin representa una alternativa al índice MV / BV , ya que relaciona el valor de mercado de los activos con su costo de reposición:

Este índice compara el valor de mercado de los activos (el valor de mercado de la deuda y de las acciones) con lo que costaría reponer dichos activos (no al que figuran en la contabilidad).

El numerador refleja el valor del capital de acuerdo al mercado de valores. El denominador refleja el precio de capital como si fuera comprado hoy. Si $q > 1$ las

empresas pueden incrementar su valor incrementando el stock de capital. Si $q < 1$, el mercado valúa menos al capital en relación a su costo de reposición, por lo que las empresas no adquirirán más capital cuando este se deprecie. La q de Tobin mide la ganancia esperada futura y la ganancia corriente.

$$Q = \frac{\text{Valor de Mercado de los Activos}}{\text{Costo de Reposición de los Activos}}$$

2.2.1.4 Rendimiento de los Dividendos

Los dividendos son el último beneficio para los accionistas de una compañía, lo que debería hacer de este ratio una medida muy utilizada y representativa. Sin embargo, el rendimiento de los dividendos es altamente dependiente de las políticas de dividendos y estrategias de empresas, por lo que no es en realidad muy utilizado. No puede ser utilizado en empresas no cotizadas. Tampoco en empresas que estén en un ciclo de vida inicial o de crecimiento, no considera las expectativas potenciales de generar ganancias o revalorización. Sin embargo, sí sería apropiado para empresas consolidadas, con pocas necesidades de inversión y posibilidades de reparto de dividendo.

Se calcula como: el cociente entre el dividendo anual (Div) y la capitalización bursátil de las acciones de la empresa (E)

$$Rd = \frac{\text{Dividendo Anual}}{\text{Capitalización}}$$

2.2.2 Múltiplos basados en las cuentas de resultado

Este tipo de múltiplos combinan el Valor de Negocio (EV) de la compañía (capitalización de mercado más deuda neta/ menos caja neta) con una medida de la actividad relacionada con el valor. Por motivos de consistencia, estos múltiplos han de estar basados en medidas relacionadas con el negocio global (exigencias de los accionistas y acreedores).

Los múltiplos basados en el Valor de Negocio (EV) facilitan un enfoque más comprehensivo que los basados en los recursos propios, ya que los primeros se ven menos influenciados por las diferencias en la estructura del pasivo y otras diferencias contables. Los múltiplos obtenidos permiten unas mejores comparaciones entre compañías.

2.2.2.1 $EV / Ventas = ValorEmpresa / Venta$

El Valor de Negocio/ Ventas es una medida bruta pero menos susceptible a diferencias contables y, por consiguiente, permite comparaciones entre países. No ha de ser empleado para comparar compañías pertenecientes a diferentes sectores donde los márgenes difieren. Esta medida es muy utilizada para compañías de Internet y de crecimiento alto debido a la imposibilidad de aplicar múltiplos más complejos (en parte, debido a la falta de beneficios).

2.2.2.2 $EV / EBITDA = ValorEmpresa / EBITDA$

Este múltiplo se obtiene de dividir el Valor Empresa (Capitalización Bursátil + Deuda Financiera Neta), por el EBITDA. Se caracteriza por la virtud de su objetividad (excluye términos controvertidos o difícilmente homogéneos como amortizaciones). Es un múltiplo que sólo puede ser empleado como referencia comparativa entre compañías que tengan unas necesidades de inversión similares.

Desventaja:

- ❖ No incluye las necesidades operativas de fondos y las necesidades de inversiones en activos.

Ventajas:

- ❖ Es de fácil interpretación, un coste de capital alto hará que el ratio sea pequeño.
- ❖ Las empresas de sectores en crecimiento tienen un alto ratio.
- ❖ En ciertos sectores que requieren inversiones altas en infraestructuras y largo periodo de maduración, como telecomunicaciones, este múltiplo es el apropiado.

2.2.2.3 $EV / EBIT$

El múltiplo Valor Empresa/EBIT (se define el EBIT como EBITDA menos impuesto), permite comparaciones más homogéneas entre compañías de distintos sectores. Este múltiplo se obtiene de dividir el Valor Empresa (Capitalización Bursátil + Deuda Financiera Neta), por el EBIT. Difiere del múltiplo anterior ya que este incluye tanto depreciaciones y amortización.

En la medida en que las inversiones pasadas no difieran sustancialmente de las futuras, sería aceptable y admitiría una más válida comparación entre compañías de distintos

sectores, siempre que se presentaran similares perfiles de riesgo (previsibilidad de los resultados) y crecimiento.

Los Beneficios Antes de Intereses e Impuestos (EBIT) son más fáciles de comparar que el EBITDA en aquellos casos en los que la intensidad de capital y/ o el tratamiento de los impuestos devengados difieren. Sin embargo, el EBIT se ve afectado por diferencias en las políticas contables en el tratamiento de las amortizaciones. Por definición, el EBIT es una medida más alejada del cálculo del Flujo de Caja que el EBITDA, proporcionando, así, al último un mayor atractivo para los análisis de inversiones.

2.2.3 Múltiplos basados en el cash flow

2.2.3.1 *EV / OpFCF*

Los Flujos de Caja Operativos (OpFCF) es EBITDA menos i) inversiones de mantenimiento y ii) el incremento del capital circulante en fase de mantenimiento. Esta medida posee mayor significado que el EBITDA, y se ve menos afectada por diferencias contables que el EBIT. Sin embargo, no se encuentra disponible directamente de los estados financieros de las empresas, el cálculo de la inversión en activo fijo que realiza la empresa y del incremento del capital circulante en fase de mantenimiento puede ser subjetivo. Puede llegar a ser considerado equivalente de un EBIT normalizado o de un Flujo de Caja suavizado.

2.2.3.2 *EV / FlujodeCajaLibre*

Este múltiplo es un verdadero Flujo de Caja calculado como NOPLAT (por consiguiente, antes de impuestos) más amortizaciones, menos activo fijo y más / menos los cambios en el fondo de maniobra, pero antes de cualquier Flujo de Caja procedente de financiación. El cálculo del Flujo de Caja real se basa en medidas históricas que pueden ser volátiles, así produciendo imprecisiones. El Flujo de Caja puede ser negativo para compañías con un alto nivel de crecimiento tales como muchos negocios de Internet, eliminando así el significado del múltiplo.

2.2.4 Otros

2.2.4.1 *Capitalización / Cliente* = capitalización bursátil/número de clientes, usado en empresas de Internet y telefonía.

2.2.4.2 *Precio / Unidades Vendidas*

Utilizado en empresas de bebidas refrescantes y productos de consumo.

2.3 RENTABILIDAD FUTURA

2.3.1 Valor de Mercado

Valor de acción en el Mdo * Nº de acciones en el Mercado

Supuesto: El valor de mercado de la acción refleja las expectativas de generación de valor de la empresa, este método utiliza el último precio en bolsa de la acción, multiplicado por el número de acciones emitidas.

Desventajas:

- ❖ Es aplicable sólo a compañías en bolsa que se transan activamente.
- ❖ Los precios de bolsa no siempre reflejan el valor económico
- ❖ No aplica a compañías privadas que no están en bolsa
- ❖ Normalmente se asigna una prima sobre el último precio en bolsa.

2.3.2 Flujo de Fondos Descontado

El método del Descuento de Flujos de Caja identifica el valor absoluto de un negocio, por lo que no se necesita ninguna comparación con compañías similares (salvo en su caso para el cálculo del WACC) y permite tener en cuenta todos los factores de éxito del negocio explícitamente. Por consiguiente, mientras este método es mucho más sofisticado que los Múltiplos de Valoración, es también más complicado de aplicar ya que muchos factores han de ser considerados de forma explícita y el resultado que se obtiene resulta muy sensible a ciertas variables aplicadas tales como las tasas de descuento o la hipótesis de crecimiento a largo plazo.

Es un método dinámico que toma en consideración el valor del dinero a través del tiempo y que permite evaluar el efecto concreto de muchas variables en los rendimientos y comportamientos futuros. Las valoraciones por DCF pueden ser muy sensibles a pequeños cambios en algunos de los datos de partida, por lo que proporcionan al analista una herramienta muy poderosa.

Una de las técnicas comúnmente utilizadas tanto para la valuación de empresas como en la evaluación de proyectos de inversión, es el flujo de fondos descontado (Discounted Cash Flow), en este método se intenta calcular el valor de la empresa utilizando flujos de caja futuros de la misma, para esto se deben realizar estimaciones de estos valores, además de utilizar una tasa pertinente para descontar los mismos.

La previsión de los flujos de caja se obtienen de las proyecciones de los ingresos y gastos del ejercicio; de los saldos cobrados a los clientes y pagados a los proveedores; de las necesidades de fondos que mantiene la capacidad operativa de la empresa a pleno rendimiento; de las necesidades de inversión o desinversión futuras; de la posibilidad de mantener, aumentar o disminuir el endeudamiento de la empresa, etc. Se basa, por tanto, en el análisis minucioso de cada uno de los factores que determinan la generación de liquidez.

Las valoraciones realizadas mediante la actualización de los flujos de caja incorporan una información más específica y elaborada en sus cálculos que el método de los múltiplos, los métodos basados en la contabilidad o los métodos mixtos. Estas ventajas hacen que el método de descuento de flujos de caja sea el más extendido y usado.

La mayor dificultad a la que se enfrenta el descuento de flujos es la incertidumbre del futuro. Aunque se conozca el valor más probable de cada uno de los factores que determinan el valor de la empresa, nunca se tiene certeza en el pronóstico.

Por otro lado la gestión diaria de las empresas ha demostrado a los administradores que hay tres elementos primordiales que no deben descuidar:

- ❖ El control de tesorería
- ❖ Los costes en los que han de incurrir diariamente para mantener el negocio en funcionamiento.
- ❖ El volumen de ventas.

El cash flow será positivo si el conjunto de cobros es superior al de pagos, y se podría definir como el excedente de tesorería que se puede repartir una vez que se han cubierto todas las necesidades de inversión.

Existen diferencia entre aquellos flujos de caja que provienen de la actividad ordinaria de la empresa de aquellos que se producen puntualmente por hechos extraordinarios, los provenientes de la financiación propia de los obtenidos de la ajena, etc.

El cash-flow se calcula a partir de algunos de los conceptos de la cuenta de pérdidas y ganancias según detalle adjunto:

(+) Ingresos de la Explotación

(-) Coste de Mercaderías

(+) Margen Bruto (Valor Añadido Ajustado)

(-) Gastos de Personal

(-) Otros Gastos de Explotación

(+) Resultado Bruto de Explotación (EBITDA)

- (-) Amortizaciones y Provisiones
- (+) Resultado Neto de la Explotación (EBIT)**
- (+) Ingresos Financieros
- (-) Gastos Financieros
- (+) Resultado de Actividades Ordinarias
- (+) Ingresos Extraordinarios
- (-) Gastos Extraordinarios
- (+) Beneficios antes de Impuestos
- (-) Impuestos
- (+) Beneficio Neto (BFO).

Estas cuentas de pérdida y ganancia permiten distinguir tres medidas diferentes del cash flow de una compañía:

1) free cash flow: flujo de efectivo que generan los activos independientemente de cómo son financiados (es el flujo de efectivo que generaría la empresa si no usara deuda financiera) debiendo descontarse a tasa WACC después de impuesto.

Es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por tanto, no hay cargas financieras. Es igual al hipotético cash flow para las acciones que habría tenido la empresa si no tuviera deuda en el pasivo. No tiene en cuenta el ahorro de impuestos por el apalancamiento de la empresa.

- (+) Beneficio después de impuestos
- (+) Amortizaciones
- (-) Aumento NOF (Activo circulante neto)
- (-) Aumento de los gastos amortizables
- (-) Cargo directo a reservas
- (-) Inversiones en activo fijo
- (+) Valor contable de los activos retirados o vendidos
- (+) Intereses $(1 - T)$

FCF (Free Cash Flow)

2) cash flow para el accionista: es el flujo de efectivo residual, que queda para los accionistas luego de computar los efectos del financiamiento una vez que se han pagado los impuestos, se ha cubierto la inversión en activo fijo y el aumento de necesidades operativas de fondos, se han abonado las cargas financieras, se ha devuelto el principal de la deuda y se ha suscrito, nueva deuda.

Es el cash flow disponible para el pago de dividendos, recompra de acciones, etc., por ello la tasa de descuento que se aplica para calcular el valor de la empresa es la rentabilidad esperada por el inversor.

(+) Beneficio después de impuestos

- (+) Amortizaciones.
- (-) Aumento (Activo circulante neto).
- (-) Devolución de la deuda.
- (+) Aumento de la deuda.
- (-) Inversiones en activo fijo.
- (+) Valor contable de los activos retirados o vendidos.
- (-) Aumento de los gastos amortizables.
- (-) Cargo directo a reservas.

CFac (Cash Flow para el accionista).

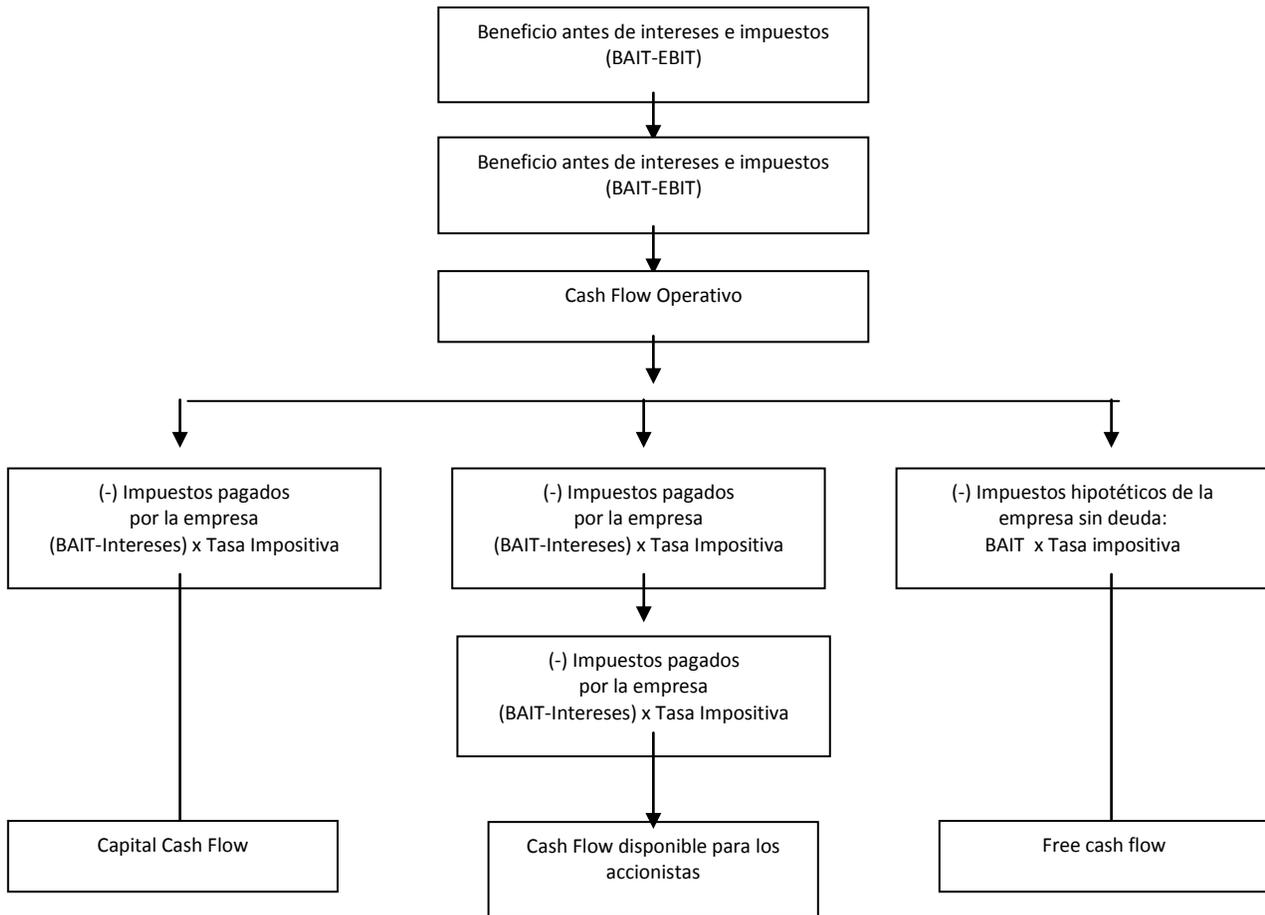
3) capital cash flow: son todas medidas diferentes de un mismo flujo, pero que cumplen un rol informativo e importante en la valuación por flujo de efectivo total que se distribuye entre los inversores de la firma (accionistas y obligacionistas). Es afectado por el financiamiento, ya que la deuda financiera aumenta el efectivo a distribuir entre los inversores (se genera un ahorro fiscal que embolsan los accionistas.)

(+) Beneficio después de impuestos

- (+) Amortizaciones
- (-) Aumento NOF
- (-) Devolución de la deuda.
- (+) Aumento de la deuda.
- (-) Inversiones en activo fijo
- (+) Valor contable de los activos retirados o vendidos
- (-) Aumento de los gastos amortizables
- (-) Cargo directo a reservas
- (+) Intereses

CCF (Capital Cash Flow)

La siguiente grafica muestra de manera más clara la diferencia entre los distintos flujos.



El valor de la empresa permanece inalterado utilizando cualquiera de los 3 métodos. La formulación simplificada de este método puede expresarse como el sumatorio de los flujos de caja actualizados del periodo de previsión explícito más el valor residual también actualizado aplicando la siguiente fórmula:

$$Valor = \frac{FC_1}{(1+TD)^1} + \frac{FC_2}{(1+TD)^2} + \frac{\dots\dots\dots FC_n + VR_n}{(1+TD)^n}$$

- FC = Flujo de Caja Libre para la Empresa
- TD = Tasa de Descuento
- VR = Valor Residual

- Básicamente el método consta de cuatro elementos:
- Flujo de Caja Libre para la Empresa (FCFF)
- Tasa de Descuento/ Coste de Capital (k_e)
- Horizonte temporal (n)
- Valor Terminal (VT)
- Para la utilización de este método se deben tener en cuenta las siguientes generalidades:
- Las oportunidades proyectadas de crecimiento han de ser realistas y considerar ventajas competitivas potenciales futuras.
- Los supuestos de crecimiento han de ser coherentes con la inversión prevista.
- La tasa de retorno proyectada ha de ser realista en comparación a los resultados pasados y a las predicciones de otros analistas (o bien realizar previsiones excluyendo la inflación).
- La estimación de flujos de caja futuros se realiza habitualmente para los 5-10 años siguientes al momento actual, dependiendo de la información disponible, del sector y la compañía.
- La precisión de las proyecciones depende en gran medida de la calidad de los datos pasados, estratégicos y sectoriales que se utilicen para su preparación. Con el fin de reducir la incertidumbre implicada en las estimación de flujos de caja futuros, los factores que más impacto tendrán en el rendimiento de la empresa (y así, en los flujos de caja) han de ser estudiados por el analista.
- Un análisis de sensibilidad sobre estos factores (de éxito) permite evaluar su impacto en el valor de la empresa. Otra herramienta útil para la realización de previsiones es la preparación de varios escenarios que reflejen las diferentes expectativas del mercado o las posibles alternativas estratégicas de la empresa. Cada escenario se evalúa empleando el método del DCF (no necesariamente con la misma tasa de descuento para todos los escenarios) y las diferencias de valor pueden ser estudiadas.

2.3.3 WACC

Es la más utilizada del modelo versión de DCF, Genéricamente, el costo de capital es el promedio ponderado de los distintos componentes del financiamiento de una firma. Se incluye deuda, patrimonio, acciones preferenciales y todo lo que sea utilizado por una firma para financiar sus necesidades.

El coste medio ponderado del capital (WACC) es la tasa que una empresa se espera que pague para financiar sus activos, es el rendimiento mínimo que una empresa debe ganar en las bases de activos para satisfacer a sus acreedores, los propietarios, y otros proveedores de capital.

Diferentes valores se espera que genere rendimientos diferentes. El WACC se calcula teniendo en cuenta la proposición II de Modigliani & Miller esta plantea que: El costo capital de una empresa que financia sus operaciones con una proporción de deuda patrimonio vendrá dado por la suma del costo de la deuda K_b , después de impuesto (ponderado por el peso relativo de la deuda sobre el valor de la empresa), y el costo patrimonial K_s (ponderado por el peso relativo del patrimonio sobre el valor de la empresa).

Ya que hay que remunerar a los inversores para conseguir que inviertan su dinero en una empresa o proyecto, es necesario determinar la mínima tasa de rendimiento que la empresa ha de obtener de sus inversiones para satisfacer los rendimientos requeridos por el conjunto de fuentes financieras.

Para su cálculo se utiliza la siguiente fórmula:

$$WACC = K_B(1 - tc) \frac{B}{V} + K_s \frac{S}{V}$$

-Donde:

- K_s : Costo de Capital para el accionista

- K_b : Costo de la deuda

- B : Valor de mercado de deuda LP

- S : Valor de mercado del Patrimonio

- V : $B + S$

-tc: Tasa de impuesto corporativa

a) El coste de la deuda (Kb)

Es la tasa de interés media ponderada que la compañía ha de pagar por los préstamos y créditos recibidos. Es posible calcular por separado el coste de cada componente de los recursos ajenos, aunque en la práctica se utiliza una media general del coste de la deuda. El coste ha de reflejar las tasas actuales de interés del mercado interbancario (R_f) y su spread (R_{pd} , diferencial de puntos básicos) que refleja el riesgo de crédito de la compañía.

$$(k_b) = R_f + R_{pd}$$

b) El coste de los recursos propios (Ks)

Muestra los rendimientos totales esperados por los participantes del capital social de la empresa. Cuanto más riesgo presente la compañía, más rendimientos serán esperados. El método más comúnmente utilizado para calcular el coste de los recursos propios es el Capital Asset Pricing Model (CAPM). mediante la siguiente formula.

$$(K_s) = R_f + R_{pd}$$

Donde:

R_f = Tasa libre de riesgo

Para calcular esta tasa se utiliza generalmente el rendimiento actual de los bonos del tesoro público. Generalmente son considerados los bonos del tesoro a 10 años. El mercado de este tipo de valores es generalmente líquido y el rendimiento, por consiguiente, fiable.

R_p = Prima de Riesgo del Capital

Consiste en una medida de riesgos futuros calculada como el rendimiento esperado futuro del mercado menos la tasa libre de riesgo. Las estimaciones de esta prima normalmente varían desde valores cercanos a cero hasta llegar al 8% (o incluso valores mayores para empresas de Internet y nuevas tecnologías), pero los valores más típicos tienden a situarse entre 2%-5% dependiendo del mercado.

b= Beta del Capital

Es una medida de riesgo generalmente utilizada en el modelo CAMP, estima la contribución de un valor en una cartera diversificada. El riesgo inherente a un negocio puede ser dividido en dos factores con el fin de obtener un cálculo de una beta mejor y más consistente que permite comparaciones entre compañías y mercados.

El riesgo sistemático de un negocio es el riesgo inherente a la empresa dados su sector y sus características de negocio, independientemente de su estructura de capital. En la práctica, las betas están generalmente basadas en la volatilidad relativa de rendimientos históricos, aunque esto puede que no represente con precisión el riesgo actual.

Observaciones importantes a seguir para estimar la tasa óptima:

- La deuda corresponde solo aquella que paga intereses
- La estructura de capital, debe ser una estructura objetivo y no creciente o decreciente en el tiempo.
- La estructura de capital debe ser económica y no contable.
- La tasa costo capital promedio ponderado descuenta flujos de caja libre que no incluyen el ahorro tributario de los gastos financieros puesto que estos ya están incluidos en la tasa del costo de capital.
- La estructura óptima del capital es aquella que minimiza el WACC y maximiza el valor de la empresa, parece que lo óptimo es que la deuda suponga la mayor proporción posible en la estructura del pasivo.
- la estructura financiera de la empresa puede afectar el nivel de riesgo de la compañía y, por ende, su tasa de costo de capital.

2.3.4 Valor Residual

El valor terminal de un negocio comprende su valor más allá del periodo proyectado explícito. En la práctica, el valor residual es frecuentemente calculado) utilizando el modelo de Gordon o utilizando un múltiplo residual.

2.3.4.1 Modelo Gordon

Este modelo está basado en el supuesto de que el crecimiento de los flujos de caja libres futuros será constante. Así, se ha de estimar la tasa de crecimiento que el negocio experimentará después del periodo proyectado explícito bajo condiciones estables, la tasa de crecimiento vendrá dada por la tasa de nuevas inversiones netas, que será similar, o cercana a la tasa de crecimiento del mercado de la compañía.

Esta forma de cálculo del valor residual consta de dos partes: primero se calcula una renta perpetua utilizando los crecimientos luego se trae ésta a valor presente.

$$VR = \frac{FCFF * (1 + g)}{(WACC - g)(1 + WACC)}$$

-VR = Valor Residual -FCFF = Flujo de Caja Libre para la empresa en el último año estimado

-g = Tasa media de crecimiento para los futuros flujos

-n = Número de años en el Segundo periodo de tiempo WACC= Coste de Capital Medio Ponderado.

2.3.4.2 Múltiplo Residual:

El múltiplo debe reflejar las peculiaridades de la firma en el año n + 1 y podría ser cualquier múltiplo basado en el Valor de negocio. Generalmente se utilizan múltiplos sobre variables financieras como el EBITDA o BAAII (Beneficio antes de amortizaciones, intereses e impuestos).

2.3.5 EL MODELO DEL VALOR PRESENTE AJUSTADO (VPA)

Este enfoque es usado cuando no existe estructura de capital objetivo. Así, el método establece que el valor presente neto (VPN) de un proyecto equivale al VPN del proyecto como si estuviera financiado 100% con recursos propios más el VPN de los efectos del financiamiento, este modelo separa el valor de las operaciones en dos componentes; el modelo apv primero evalúa una compañía al costo de capital si la compañía no tiene pasivos en su estructura de capital (referido a un costo accionario sin apalancamiento) luego se agrega el impacto de los impuestos apalancados a ese valor.

$$VPA = VPNRP + VPND$$

El valor de la empresa corresponde al valor presente de los flujos sin incluir el ahorro tributario más el valor actual del ahorro tributario menos la inversión.

El modelo del valor presente ajustado (APV) descuenta el flujo de efectivo libre para estimar el valor de las operaciones, y finalmente el valor de la compañía, una vez que los activos no operacionales son incorporados. De este valor de empresa, se deduce el valor de los pasivos para llegar a un valor accionario. La diferencia es que el modelo APV separa el valor de las operaciones en dos componentes: el valor de las operaciones como si la compañía fuera enteramente financiada por acciones y el valor de beneficio tributario quien hace de estar financiada con pasivos.

Este modelo de evaluación refleja las conclusiones de las propuestas de Modigliani-Miller en lo que respecta a estructura de capital desarrollado a finales de 1950 y principios de los 1960. Las propuestas de MM mostradas en este mundo sin impuestos, el valor de empresa de una compañía (la suma de sus pasivos más acciones) es independiente de su estructura de capital (la cantidad de pasivo relacionado con acciones).

Por tanto el valor de una empresa con deuda es igual al valor de la empresa sin deuda más los beneficios tributarios que se generan del ahorro de pago de impuesto.

$$Vcd = Vsd + \text{beneficios tributarios}$$

Suponiendo que la empresa generara flujos constantes a perpetuidad (se puede agregar una tasa de crecimiento constante de los flujos) .primero descontamos los flujos de la empresa sin deuda a una tasa de costo capital de una empresa no endeudada (R_0),tasa calculada utilizando método añadiendo el valor actual de los beneficios tributarios quedando de la siguiente forma:

$$Vcd = FCsd + tc + B$$

Donde el FCsd es el flujo de caja libre y se calcula de la siguiente manera:

- (+)Ingresos operacionales
- (-)costos operacionales
- (-) impuestos(considerando solo flujo operacional)
- (-) inversión
- (-) Δ en capital de trabajo
- (=)FLUJO DE CAJA LIBRE**

Cabe destacar que la tasa empleada para actualizar el flujo es la tasa de costo capital para una empresa no apalancada K_0 , o tasa de activos puros se estima usando CAPM, dado que este método no considera ningún componente de la deuda(intereses o amortizaciones) solo considera los aspectos operacionales de la empresa.

Su fórmula es la siguiente:

$$Ro = rf + rp + Bsd(rm - rf)$$

En donde:

-Rf (tasa libre de riesgo): Se considera por lo general los bonos del tesoro a 10 años, en Chile se utilizan normalmente los bonos emitidos por el Banco Central (BCU en UF o BCP en \$)

- Rp (riesgo país): Medible en puntos bases 100 puntos base es igual al 1%.

- Rm (retorno del mercado): Se estima eligiendo el índice bursátil que tenga mayor representatividad de lo que ocurre en una economía, en nuestro país el IGPA o IPSA.

- Bs/d: Beta de los activos.

2.3.6 EVA

El Valor Económico Añadido (VEA), sostiene que una empresa obtiene una utilidad real cuando los ingresos son suficientes para cubrir el costo de capital comprometido por los inversionistas (accionistas o prestamistas) toma en cuenta el costo de toda la financiación requerida.

Es un indicador de gestión que pretende solucionar gran parte de las limitaciones que presentan indicadores contables tales como: el EBIT, la utilidad neta, la rentabilidad de los activos (ROA) y la rentabilidad del patrimonio (ROE).

El EVA puede definirse como el valor que queda una vez que se han deducido los ingresos de explotación la totalidad de los costos, incluyendo el impuesto a la renta y el costo del capital. En otras palabras, el EVA es el monto de dinero que queda, en un determinado periodo, una vez que se han cubierto Todo los costos y se ha obtenido la rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas. De acuerdo con lo anterior, el EVA se calcula de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} &+ Utilidad antes de impuestos \\ &- Valor contable del activo total * Kwacc \\ &= EVA \end{aligned}$$

La Utilidad antes de intereses y después de impuesto (UAIDI), se obtiene desde el estado de resultado, a partir de la utilidad neta, más los intereses y, menos las utilidades extraordinarias del periodo. Por ello, para evitar (al menos parcialmente) las distorsiones que pueden surgir al utilizar cifras contables (tales como la utilidad neta y el valor contable de los activos), se podrían ajustar los ingresos y los costos de explotación para que estos reflejen los montos de dinero efectivamente recibidos y pagados por la empresa en el periodo en cuestión. Como resultado de este ajuste, por ejemplo la depreciación debería sustraerse para calcular el resultado antes de impuesto a la renta y, una vez cuantificado el monto de impuesto a pagar, la depreciación debería añadirse al UAIDI, ya que no contribuye un egreso efectivo.

Con este método se busca que la UAIDI sea una medida de la capacidad de generación de flujo de efectivo operacional de un negocio sin considerar los gastos financieros, los gastos contables de depreciación y amortización y los egresos e ingresos que tienen un carácter transitorio.

Otra forma de calcular el EVA es considerando la rentabilidad efectivamente generada por el ROA (rentabilidad antes de interés y después de impuestos) menos la rentabilidad esperada x los activos KWACC (rentabilidad esperada sobre los activos, dado el costo de las fuentes de financiamiento), multiplicada por el valor contable de los activos.

El resultado optimo es que $ROA > KWACC$

$$EVA = Valorcontabledelosactivos * (ROA - KWACC)$$

En consecuencia el EVA es una medida útil para cuantificar el beneficio económico generado por las operaciones de una empresa en un determinado periodo, considerando los costos operacionales contables (incluidos en el cálculo de la UAIDI) y el costo de todas las fuentes de financiamiento kwacc.

El EVA es un indicador para la evaluación y el control de la gestión empresarial. Puede calcularse para cualquier empresa como conjunto o a sus unidades de negocios y no solo para las que cotizan en la bolsa.

2.4 MODELOS DE VALORACION DE OPCIONES.

Los métodos tradicionales de valoración de empresas poco a poco estén perdiendo utilidad, debido a la gran incertidumbre y condiciones cambiantes del mundo actual, ante este nuevo escenario las opciones reales son una alternativa para incluir en las estimaciones, todos los nuevos sucesos que nos brinda esta nueva realidad incierta.

El mercado de las opciones fue creado en 1973 cuando se funda la bolsa de Chicago (CBOE), teniendo un éxito sin igual. Los inversionistas realizaban operaciones por montos superiores a los U\$MM 10 diariamente.

Definición

Una opción es un contrato que da derecho a su poseedor a comprar o vender un activo a un precio determinado en una fecha determinada. El activo sobre el cual se posee el derecho de compra o venta se llama "Activo Subyacente", el precio contractual se denomina "precio de ejercicio (Strike Price)", y la fecha de término del contrato "Fecha de Vencimiento (Maturity)".

Los motivos por lo que se utilizan las opciones son: motivos de cobertura, especulación y arbitraje, a la vez existe una amplia gama de activos sobre los cuales se negocian opciones, tales como divisas, tipos de interés y/o instrumentos de deuda y opciones sobre índices bursátiles transacciones realizadas en un mercado formal representado por la bolsa y uno informal llamado OTC. Compuesto por bancos e instituciones financieras.

Hay dos clases de opciones: Opción Put u opción de Venta y Opción Call u opción de Compra. Además las opciones se clasifican en: Opciones Americanas y Opciones Europeas. La opción americana tiene la característica de que se pueden ejercer en cualquier momento hasta su fecha de expiración. La opción europea sólo puede ser ejercida en la fecha de su vencimiento.

En un contrato de opciones el comprador adquiere solo derechos, no está obligado a ejercer. En cambio, el vendedor solo tiene obligaciones, en el sentido de que tendrá que vender o comprar si el poseedor decide ejercer.

En el caso de los vendedores el motivo que los lleva a correr riesgo es el precio (prima) que reciben y el que es pagado por los tipos de opciones que existen: la opción Call o de compra y la opción Put o de venta, pero para ello necesitamos definir previamente la simbología utilizada.

K: precio de ejercicio, precio pactado o precio de transacción de la opción

S*: precio de la acción, el día que expira la opción o cuando se ejerce el derecho a la compra si es una opción americana.

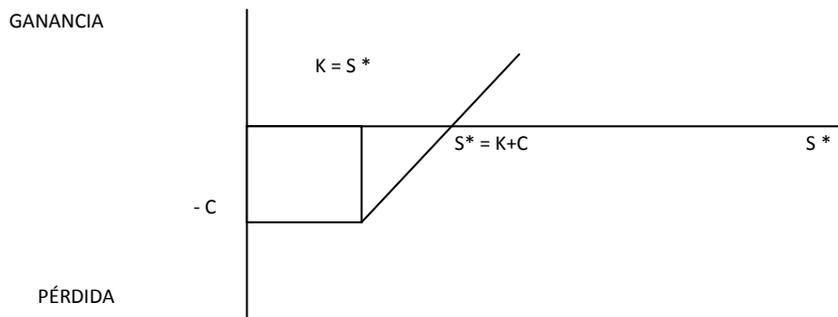
C: valor de una Call

P: valor de una Put

1) Opción Call u opción de compra

Una opción Call es un contrato en el cual tenemos el derecho de comprar un activo a un precio determinado y en una fecha determinada. El tenedor de una opción Call generalmente esperará a que el precio del activo subyacente aumente para así poder obtener una ganancia al ejercer la opción. Por otro lado una Call se puede utilizar como un seguro para protegerse contra las fluctuaciones en el precio del activo.

a) Compra de una Call o posición larga de una Call



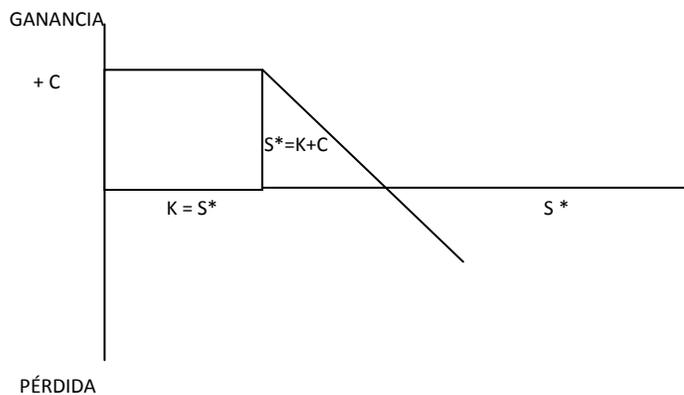
El valor de una call el día del vencimiento será:

$$0 \text{ si: } S^* < K \quad \text{o: } (S^* - K) \quad \text{si: } K < S^*$$

Por tanto el valor de una call será $\text{Max: } [0(S^* - K)]$

La compra de una call C (es negativo porque el inversionista debe desembolsar una cierta cantidad de dinero), para comprar en un futuro a un precio establecido K . Este ejercerá su derecho de comprar a K cuando el precio del activo en el mercado sea mayor al pactado, es por eso que en cualquier punto hacia la derecha de K se ejercerá la opción de compra.

b) Venta de una opción Call o posición corta de una call.

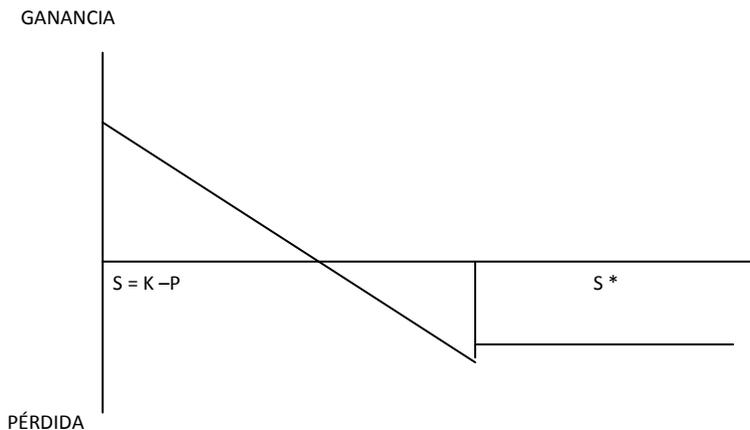


El inversionista vende una call C (es positivo porque el inversionista recibe una cierta cantidad de dinero, por vender el derecho), para que le compren en un futuro a un precio establecido K. Al inversionista siempre se le ejercerá el derecho de comprarle a K cuando el precio del activo en el mercado sea mayor al pactado, es por eso que en cualquier punto hacia la derecha de K ejercerán la opción de compra, por lo que tendrá que comprar al precio ya establecido. La máxima ganancia para un agente que toma una posición corta en una Call es C.

2) Opción Put u opción de Venta

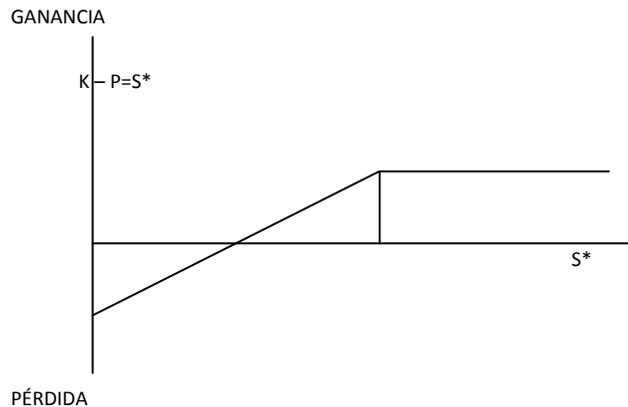
Una Put es el derecho que tiene el poseedor de ésta a vender un activo a un precio determinado y en una fecha determinada. El comprador de una Put espera a que el precio del activo subyacente baje, ya que así puede obtener una ganancia o simplemente le servirá como protección contra la fluctuación del precio del activo.

a) Compra de una Put o posición larga de una put



En este gráfico se puede apreciar que el que compra el derecho a vender tiene que pagar una prima que es $-P$, por lo que si el precio del activo en el mercado es menor, el tenedor del derecho ejercerá y venderá su activo a un precio de K , por lo tanto cualquier punto por sobre la izquierda del precio de ejercicio, el tenedor de la put ejercerá.

b) Venta de una Put o posición corta de una put



En este gráfico se puede apreciar que el que vende el derecho a que le vendan recibe una prima que es P , por lo que si el precio del activo en el mercado es menor, el tenedor del derecho ejercerá y venderá su activo a un precio de K a quien vendió dicho derecho, por lo tanto cualquier punto sobre la izquierda del precio de ejercicio, el tenedor de la put ejercerá.

El primer modelo completo de valoración de opciones fue desarrollado por Fischer Black y Myron Scholes a comienzos de los '70. El modelo se basa principalmente en que el precio de las acciones sigue un recorrido aleatorio, esto es que los cambios proporcionales en el precio de las acciones en un período corto de tiempo se distribuyen aleatoriamente. Con lo que el precio de las acciones en cualquier momento del futuro sigue una distribución Log normal.

3) Estrategias de Cobertura

Una de las estrategias básicas con opciones es la de cobertura de riesgo, principalmente el de variación de precios del activo subyacente, ya que con una opción transferimos el riesgo de pérdida, pero mantenemos las posibilidades de beneficio ante una evolución positiva de los precios.

Existen dos estrategias básicas de cobertura:

a) Emitir una call cubierta: en este caso el porfolio está compuesto por una posición larga en acciones y una posición corta en una call sobre el mismo activo. La apuesta consiste en que el precio del subyacente suba por encima de S^* .

b) Protección con Put: esta estrategia implica comprar una opción de venta sobre acciones y las mismas acciones.

Una estrategia especulativa spread implica tomar una posición en dos o más opciones del mismo tipo y al mismo tiempo, i.e., sólo Call o sólo Put. Una de las estrategias más populares es la bull spread, creada a partir de una posición larga en una call sobre una acción a cierto precio y vender una opción call en el mismo activo pero de un precio más alto. Ambas opciones tiene la misma expiración. Ya que el precio de la call siempre disminuye en la medida que aumenta el precio fijado o de ejercicio, el precio de la opción comprada es mayor que el precio de la opción vendida, por lo tanto se debe invertir capital.

CAPITULO III DESCRIPCIÓN DEL SECTOR

La banca ha experimentado numerosos cambios desde la década de los '70, donde se caracterizaba por una oferta de productos limitada, escasa competencia, altos márgenes y una profesionalización casi inexistente. Prácticamente no se utilizaba tecnología, la que limitaba a aplicaciones computacionales de alcance básico.

En 1973 se comienza a liberar el sistema que hasta entonces se encontraba reprimido, y desde 1975 se comienzan a privatizar una gran cantidad de bancos que se habían estatizado con anterioridad.

Durante la década de los '80, luego de la crisis financiera de 1982-1984, se incrementó la competencia, manteniendo altos márgenes, Comienzan a adquirir una mayor presencia los profesionales de la tecnología, aumenta la potencia computacional.

Hoy el sistema bancario chileno es uno de los más fuertes y estables en Latinoamérica, uno de los factores de fortaleza de la banca local es la sólida institucionalidad de regulación y supervisión, reestructurada en 1986 con cierta rigidez. Tras la crisis económica, y que a partir de 1997, siguiendo criterios de autorregulación y administración basada en riesgo, ha venido incorporando modificaciones necesarias para mejorar los niveles de competitividad y de gestión del capital centrado en riesgos, Además de ampliar la gama de productos y actividades.

Tras su reestructuración, el producto bancario experimentó un dinámico crecimiento de este modo a la fecha, el crédito bancario en Chile es uno de los que muestra mayores grados de penetración en la economía entre los países de la región pero aun es menor a la que existe en mercados más desarrollados (por ejemplo: un 87% en EEUU, 109% en Alemania, 166% en España).

Característica de la Industria

La industria bancaria Chilena está compuesta de 25 entidades, con enfoques estratégicos que van desde altamente diversificados a altamente especializados en nichos.

Existe una mezcla entre bancos de capitales locales y extranjeros, que mantiene presencia tanto a través de sucursales como también a través de subsidiarias. A Diciembre de 2007, los cuatro mayores bancos en términos de patrimonio representan un 64% de los activos de la industria, un 66% de los depósitos y un 51% del patrimonio.

Al cierre de 2007, el portafolio de colocaciones de la industria se componía en un 67% por colocaciones comerciales y un 33% en colocaciones a personas (donde el 21% correspondía a colocaciones hipotecarias y un 12% a colocaciones de consumo). Como es ya una tendencia en toda América Latina, el desempeño de la industria en Chile ha sido liderado por el fuerte crecimiento en banca retail, segmento que presenta un crecimiento importante en los últimos años si bien registra una desaceleración relevante en el 2007 (+7,3% en 2007, +21,4% en 2006 y +20,6% en 2005).

Otras de las características de la banca es que han focalizado sus esfuerzos comerciales principalmente en individuos de menores ingresos con el objeto de aumentar la presencia bancaria en segmentos de la población menos bancarizados. Sin embargo, en el 2007 esta tendencia se detuvo en cierta medida para dar paso a mayores restricciones en la organización de los créditos por parte del sistema en general para controlar el riesgo de cartera.

Además, la fuerte competencia de parte de actores no bancarios (casas comerciales, cajas de compensación y cooperativas de ahorro y crédito) han presionado la competencia en los segmentos menos bancarizados, desplazando la competencia bancaria dado el mayor perfil de riesgo de este segmento. Por otro lado, un nuevo segmento de mercado ha comenzado a despertar interés, pequeña empresa y microempresarios, el que gracias al éxito de instrumentos como el factoring y financiamiento con garantías recibidas de entes gubernamentales (Fogape, CORFO) comienza a acceder más fluidamente a financiamiento bancario.

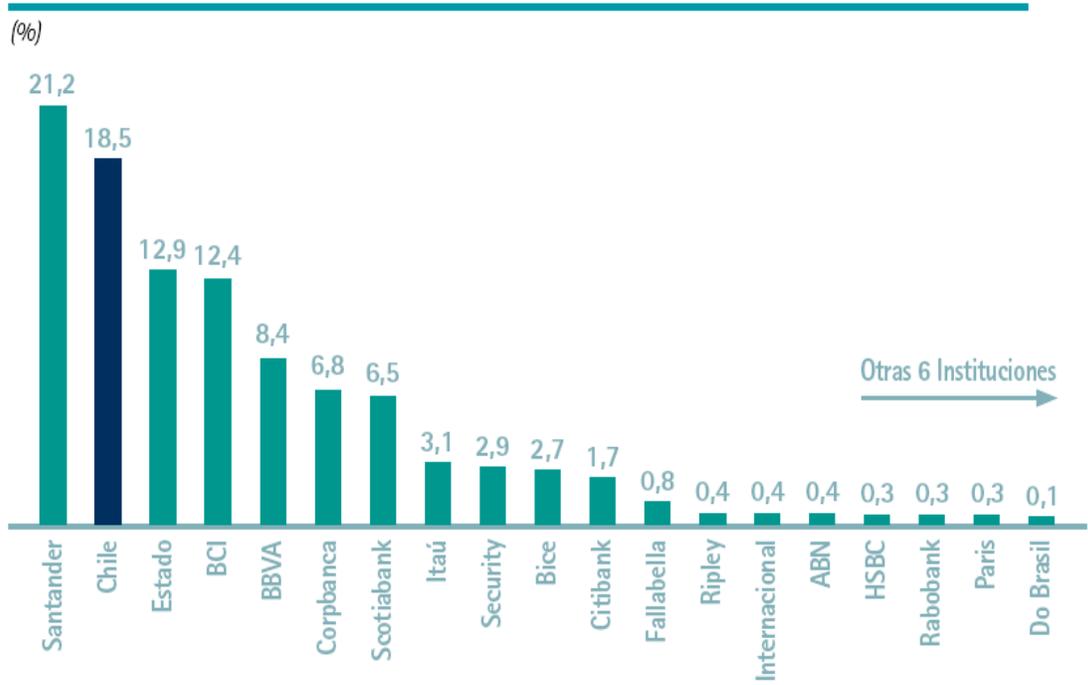
En la actualidad hay 20 bancos que se consideran como "Bancos Establecidos en Chile", que son los siguientes: Banco de Chile, Banco Internacional, Scotiabank Sud Americano, Banco de Crédito e Inversiones, Corpbanca, Banco Bice, HSBC Bank (Chile), Banco Santander-Chile, ABN AMRO Bank (Chile), Banco Security, Banco Falabella, Deutsche Bank (Chile), Banco Ripley, Rabobank Chile, Banco Monex, Banco Penta, Banco Paris, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile (BBVA), Banco Itaú Chile y Banco del Desarrollo.

Además de los anteriores, hay 4 Sucursales de Bancos Extranjeros, que son: Banco do Brasil S.A., JP Morgan Chase Bank, N. A., Banco de la Nación Argentina, The Bank of

Tokyo-Mitsubishi, LTD, además de un Banco Estatal, que corresponde al Banco del Estado de Chile.

La última autorización de licencia bancaria fue entregada en agosto del 2004 al Banco París.

En gráfico adjunto se detalla las principales instituciones financieras y su participación de mercado en colocaciones netas a Diciembre 2007.



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras

Marcas Comerciales

Además de los bancos nombrados antes, hay varios que tienen gran difusión publicitaria, pero que en realidad no son bancos como tales, sino que son "marcas comerciales" y corresponden a las divisiones dirigidas a un determinado segmento o grupo de sus clientes y del público en general.

Pese a esto, dichas divisiones de consumo son fiscalizadas de igual manera que los bancos matrices y sus resultados son revisados en forma conjunta con los de los bancos a los que pertenecen.

Es así como se pueden encontrar los siguientes bancos con sus respectivas marcas comerciales:

Banco matriz	Marca comercial
Banco de Chile	Banco Edwards Citi, CrediChile y Atlas
Banco de Crédito e Inversiones	Banco Nova y TBanc
Corpbanca	BanCondell
Banco Santander-Chile	Banefe
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile (BBVA)	BBVA Express
Banco del Desarrollo	Banca Familia

Junto con dichos bancos hay otros que han variado su denominación para efectos publicitarios, por lo que en los reportes oficiales aparecen con su nombre legal, pero para efectos de ventas se muestran con una denominación diferente o "nombre de fantasía". Dichos bancos son:

Banco matriz	Nombre de fantasía
Scotiabank Sud Americano	Scotiabank
Banco de Crédito e Inversiones	BCI
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile (BBVA)	BBVA
Banco del Estado de Chile	BancoEstado

Tendencias de la Banca Chilena

Hoy, la solidez de la banca chilena es reconocida, los indicadores financieros y patrimoniales del sistema bancario son positivos, al igual que las utilidades, el nivel tecnológico y la calidad de los servicios. El más reciente informe de estabilidad financiera del Fondo Monetario Internacional (FMI) la ubica a la cabeza de las naciones emergentes, en el lugar 21 entre 60 países.

Por su parte, la empresa internacional de clasificación de riesgo Standard & Poor's (S&P) señala que la solvencia del sistema financiero chileno sigue consolidándose en el contexto de América Latina y que ni siquiera las recurrentes crisis políticas y económicas que han afectado a distintos países de la región han logrado traerle problemas.

Su positiva evolución se fundamenta en que Chile muestra un marco legal estable, disciplina fiscal y la cartera de clientes con menor riesgo de la región. Este escenario positivo no significa que la industria esté libre de desafíos y para enfrentarlos se debe poner especial atención a la estrategia a seguir. Pero quien pertenezca o quiera ingresar

al sistema financiero y desee saber qué tipo de decisiones estratégicas seguir, primero debe identificar a qué segmento pertenece, o en cuál le gustaría operar. Sólo entonces se puede revisar cuáles son las estrategias que han resultado exitosas, para ese segmento.

a)Consolidación

Los indicadores en la grafica adjunta nos muestran una consolidación de la banca sostenida con fuerza en un pasado con bases sólidas que han permitido estos resultados favorables.

b)Aumento en las colocaciones

Para el año 97 el 59% de las colocaciones bancarias estaba concentrada en los 5 mayores bancos de la plaza,10 años más tarde en un periodo de amplio crecimiento económico esta concentración creció en un 19%.

c)Deficientes indicadores de eficiencia

El creciente aumento en las colocaciones no ha sido acompañado por un buen manejo de los recursos esto se puede apreciar en la baja de este indicado que para el año 97 era de un 65% al 2007 llega a un 49%.

d)Baja bancarización a nivel de individuos:

Sólo 49% de la fuerza de trabajo en Chile tiene deuda con la banca el 31% tiene una cuenta corriente. Su evolución ha sido moderada a lo largo de los últimos 10 años.

e)Crecimiento a menor ritmo

Las tasas de expansión del crédito, que alcanzaron elasticidades superiores a 5 veces el crecimiento del PIB, se estabilizarían en torno a 2 veces el PIB.

Productos ofrecidos

En la parrilla de productos que opera la banca chilena prevalecen los de la banca comercial, la presencia del sistema de pensiones privado ha permitido a la banca disponer de ahorros de largo plazo para otorgar financiamientos a plazos mayores, muy superiores a los que muestran otros países de la región.

En nuestro mercado coexisten diversos enfoques estratégicos, desde entidades con portafolios altamente diversificados a altamente especializados en nichos, la participación de la banca de personas ha subido gracias al fuerte crecimiento de los créditos en el segmento retail en los últimos 10 años (23,3% vivienda y 13% consumo).

A pesar de esto, las colocaciones comerciales siguen constituyendo el grueso del portafolio de la banca (63,7%).

Principales Productos ofrecidos por la banca.

a) Depósitos

- A la vista: son las cuentas corrientes. Gozan de una disponibilidad inmediata.
- De ahorro: son las libretas de ahorro. No se pueden utilizar cheques para su disposición.
- A plazo: son los fondos a plazo y no se pueden retirar antes de la fecha de su vencimiento sin una penalización.

b) Transacciones

Son los servicios que los bancos prestan a sus clientes y que consisten, fundamentalmente, en aceptar cheques y órdenes de transferencia de dinero en una cuenta a otra. Asimismo, las transacciones pueden llevarse a cabo a través de cajeros automáticos.

c) Préstamos

Los préstamos se conceden a los clientes que necesitan financiamiento los bancos permiten a sus clientes tener líneas de créditos u otros tipos de crédito, esto es, disponer de dinero sin tenerlo.

Otros servicios

Asesoramiento financiero, cambio de moneda extranjera, cajas de seguridad en las que los individuos pueden depositar sus objetos de valor.

Control y Fiscalización

La supervisión y fiscalización de los bancos es realizada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF). Esta institución se relaciona con el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda y vela para que se cumplan las leyes, reglamentos,

estatutos y otras disposiciones que tengan que ver con las entidades bancarias y financieras que estén bajo su tutela. Para hacer su trabajo, la Superintendencia se rige por la Ley General de Bancos, en su Título I, Artículos 1 al 11.

Los bancos se encuentran asociados en una organización gremial denominada “Asociación de Bancos e Instituciones Financieras de Chile A.G.”, que se fundó el 4 de octubre de 1945, y agrupa a todos los bancos y financieras privados establecidos en el país, así como a bancos extranjeros que mantienen en Chile oficinas de representación. En la actualidad está conformada por 24 bancos y por 12 oficinas de representación de bancos extranjeros.

Dicha Asociación constituye un importante canal de información entre las empresas partícipes del sistema financiero, y representa los intereses de bancos y financieras ante los distintos poderes del Estado. Para el logro de estos objetivos cuenta con el apoyo de un equipo de profesionales, y funciona sobre la base de comités técnicos integrados por ejecutivos y especialistas de las empresas asociadas.

Sus objetivos básicos son:

- Estrechar vínculos de unión entre los asociados.
- Mantener relaciones con instituciones análogas de otros países.
- Estudiar e implementar procedimientos destinados a mejorar la acción de la banca en su labor de intermediación financiera.
- Estudiar y coordinar medidas destinadas a prevenir y combatir fraudes, falsificaciones y adulteraciones de documentos.
- Establecer, operar y mantener servicios de interés común que requieran sus asociados.
- Representar a sus asociados ante los poderes públicos. Y, en general, patrocinar todas aquellas medidas que permitan a las instituciones asociadas contribuir con mayor eficacia al incremento de la prosperidad nacional.

La Asociación administra, además, un sistema computarizado de intercambio de información a través de su filial SINACOFI S.A. Entre las principales actividades de esta sociedad, figura la administración de la Cámara de Compensación Bancaria Nacional.

Normativa

Los cambios incorporados en la Ley de Mercado de Capitales II, aprobada en junio del 2007, incluyó ciertas modificaciones específicas a la Ley de Bancos, en los temas relacionados a los requerimientos y cálculo de la reserva técnica 2 y a los límites de crédito a deudores individuales como porcentaje del patrimonio del banco.

Para el caso de la reserva técnica, ésta modifica su base de cálculo, considerando ahora como base el patrimonio efectivo y no el capital pagado y reservas y permitiendo

mantener instrumentos del Banco Central de Chile o la Tesorería General de la República a cualquier plazo de vencimiento.

De acuerdo al artículo 65 de la Ley General de Bancos: Los depósitos en cuenta corriente y los demás depósitos y captaciones a la vista que un banco reciba, como asimismo las sumas que deba destinar a pagar las obligaciones a la vista que contraiga dentro de su giro financiero, en la medida que excedan de dos veces y media su patrimonio efectivo, deberán mantenerse en caja o en una Reserva Técnica consistente en depósitos o documentos emitidos por el Banco Central de Chile o por la Tesorería General de la República a cualquier plazo valorados según precio de vencimiento fuera menor a 90 días.

En el caso del límite de crédito individual, éste pasa de un máximo de 5% del patrimonio efectivo a un 10% cuando corresponde a una operación sin garantía y pasa de un 25% a un 30% del patrimonio efectivo cuando la operación incluye garantías reales. De acuerdo a lo definido por el regulador local, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), los lineamientos definidos en el acuerdo de Basilea II serán implementados a partir del 2009. Sin embargo, es importante destacar que para la aplicación de Basilea II es necesario un cambio en la Ley General de Bancos, la que debe ser previamente aprobada por el Congreso.

En términos de Riesgo de Crédito, los bancos podrán optar por el modelo estándar o modelos internos (IRB), dependiendo de la validez de las estadísticas internas de probabilidad de default y pérdida esperada que están asociadas a sus modelos. En términos de Riesgo de Mercado, los bancos podrán optar por el modelo estándar o por modelos internos de VaR en la medida que lo requieran. Para el caso del Riesgo Operacional, la banca en su conjunto deberá implementar el modelo Estándar Alternativo y modelos propios serían considerados en el mediano plazo en la medida que exista base estadística relevante para su aplicación.

Los bancos presentan actualmente niveles de capitalización adecuados y aquellos que requieran aumentos para la implementación de Basilea II manejarán estos requerimientos a través de una combinación de capitalización de utilidades, emisiones de bonos subordinados y/o inyecciones de capital adicional.

Otro cambio de importancia corresponde a la migración hacia los estándares de contabilidad bajo formato IFRS (International Financial Reporting Standards) definido para Enero de 2009. Excepciones menores a las definiciones internacionales de IFRS han sido propuestas por el regulador, principalmente alineándose a los estándares establecidos por Basilea II así como también por las características específicas de la industria local. Cabe señalar el hecho de que durante el 2006 ya se realizó un cambio significativo en la contabilización de las inversiones, llevando éstas a fair value, por lo que en lo que respecta al portafolio de inversiones, no habrá cambios.

La adopción al modelo IFRS reflejará cambios relevantes en la forma de reportar la información financiera; dentro de los cambios más importantes incluidos está la ampliación de las categorías de riesgo de cartera desde diez a catorce categorías y la definición de la cartera de colocaciones en dos grupos: cartera normal (compuesta de 7 categorías) y cartera deteriorada (7 categorías), clasificación que permitirá hacer más comparable a nivel internacional la calidad de cartera del sistema bancario chileno.

Por otro lado, se define una nueva estructura de provisiones, que incluye provisiones asociadas a probabilidades de incumplimiento para la cartera normal, provisiones asociadas al rango de pérdida estimada para la cartera deteriorada, provisiones para créditos contingentes (incluyendo líneas de crédito de libre disposición), provisiones para dividendos mínimos, provisiones específicas por riesgo país y provisiones especiales para créditos hacia el exterior.

Cartera y Provisiones

Provisiones por Riesgo: De acuerdo a la información financiera publicada por la SBIF, el índice de riesgo de la industria bancaria (medido como stock de provisiones sobre colocaciones) alcanzó un 1,58% a diciembre de 2007, evidenciando un aumento respecto de los niveles observados durante el 2006 y 2005, Cabe señalar sin embargo que los niveles de riesgo de las colocaciones presentan una alta dispersión al considerar los indicadores específicos de cada banco, dadas las distintas estrategias y focos de negocio que desarrollan. Así, observamos que los bancos focalizados en banca de inversión casi no presentan riesgo de crédito; sin embargo, bancos con estrategias puramente retail presentan niveles de riesgo que van desde 3,4% a 7,6% medido como provisiones sobre colocaciones. Se estima que los índices de riesgo de cartera seguirán aumentando, principalmente en aquellos bancos con un fuerte componente retail, sin embargo un deterioro sustancial en la calidad de cartera no es probable en el corto plazo dado el positivo escenario económico local.

En línea con la expansión de las colocaciones, los niveles de cartera vencida presentaron una reducción en 2007 si bien en términos absolutos siguen creciendo. La cartera vencida (sobre 90 días) representa un 0,75% de las colocaciones brutas, presentando una estabilización respecto del año anterior (0,75%) y manteniéndose en sólidos niveles al compararse con el comportamiento observado en los últimos 10 años.

Es importante mencionar el hecho de que bajo la regulación local, la porción vencida solo representa la cuota en mora y no se genera una aceleración del monto total adeudado. Esto implica que al comparar los niveles de cartera vencida en Chile con estándares internacionales, se produce una subestimación del indicador con lo cual debiera esperarse un mayor nivel de cartera vencida si ésta se contabilizara bajo estándares

internacionales donde se acelera el total del crédito vencido; según cálculos internos, el nivel normalizado de cartera vencida bajo normas internacionales al menos duplicaría el nivel actual.

Este efecto sería aún mayor para aquellos bancos con un a mayor focalización en retail (considerando el mayor componente de créditos en cuotas) y menor en aquellos bancos fuertemente concentrados en segmentos corporativos, considerando que sus créditos son generalmente de menos plazo y pagados al vencimiento. El estricto control de provisiones que realiza la SBIF caso a caso a los bancos, genera suficiente información relativa al nivel de provisiones adecuado para cada entidad para enfrentar el riesgo específico de su cartera.

A nivel de stock el mayor aumento desde 2006 en provisiones lo muestra el segmento de consumo (hasta 5,08% de las colocaciones brutas), afectado por los mayores riesgos crediticios del segmento de personas de ingresos medios bajos y bajos de la población, que se atienden principalmente a través de las divisiones de consumo (hasta 8,45%). Este aumento, refleja la maduración de esta cartera tras el explosivo aumento que experimentó los últimos años, así como el mayor peso que tienen los deudores de menores ingresos que se han bancarizado. Observamos que los bancos focalizados en banca de inversión casi no presentan riesgo de crédito; sin embargo, bancos con estrategias puramente retail presentan niveles de riesgo que superan el 8% medido como provisiones sobre colocaciones.

El nivel de endeudamiento de la población, medido por el Banco Central de Chile en su informe de Estabilidad Financiera del Segundo Semestre de 2007, considerando el porcentaje del salario mensual de los hogares destinado al pago de cuotas de crédito asciende a una razón carga financiera sobre ingreso disponible total de 20,4% (desembolso que deben realizar los hogares para hacer frente a sus obligaciones crediticias tanto de consumo como hipotecarias, como porcentaje de su ingreso disponible). En tanto, si se considera la deuda financiera y no financiera, el indicador razón deuda sobre ingresos disponible asciende a un 61,9% (deuda que mantienen los hogares con distintas entidades financieras y no financieras como porcentaje de su ingreso disponible).

Aunque estos indicadores sugieren niveles de endeudamiento aún aceptables, es importante mencionar que en Chile las estadísticas respecto del nivel de endeudamiento total de la población no son concluyentes, debido a que existe una parte importante de la deuda de las familias registrada en casas comerciales y otras entidades no bancarias que no reportan los montos de deuda de sus clientes.

Fusiones, Adquisiciones y Nuevos Competidores

El 2007 se caracterizó por importantes fusiones y adquisiciones, mediante la entrada de nuevos competidores y grandes adquisiciones realizadas por bancos extranjeros y locales en miras de aumentar su presencia a nivel local o mejorar el acceso a mercados internacionales.

a) Banco de Chile – Citibank: Citibank, que mantenía una pequeña participación en Chile a través de una sucursal, fusionó su operación local con Banco de Chile, luego de la firma de un acuerdo con el grupo Luksic, controlador del banco, en el cual se establece el ingreso de parte de Citigroup Inc a la propiedad del Banco de Chile. La fusión permitiría a Citibank aumentar considerablemente su base de clientes en el país y proveería al Banco de Chile un socio estratégico para desarrollar la franquicia a nivel internacional. Esta inversión responde a la visión de Citigroup hacia la región de América Latina como un negocio altamente generador siempre que tenga un tamaño de operación relevante y riesgo acotado, que agregue diversificación a sus ingresos globales además de presentarse como una región con potencial de crecimiento en el mediano – largo plazo. Considerando la cartera de colocaciones a diciembre de 2007, ambos bancos alcanzarían una participación de mercado cercana al 20%.

b) Scotiabank – Banco del Desarrollo: En noviembre de 2007 Scotiabank Sudamericano (subsidiaria de The Bank of Nova Scotia) completó la adquisición del 99,49% de la propiedad del Banco del Desarrollo, transacción valorizada en US\$1,044 millones. La adquisición es consistente con la estrategia de su matriz, The Bank of Nova Scotia, de fortalecer su presencia en los mercados en los cuales ya tiene operaciones y que presentan niveles de retorno atractivos junto con un riesgo soberano acotado. El tamaño consolidado de ambos bancos da origen al séptimo banco en términos de participación de mercado en Chile, con un 6,5% de las colocaciones del sistema, y con presencia estratégica en los segmentos de empresas medianas y PYMES. El banco ha definido que coexistirán ambas marcas con el objeto de mantener las fortalezas en los distintos nichos. Reflejando el potencial soporte que recibiría la nueva operación por parte de la matriz, la inversión en Chile representó la más importante realizada por el grupo fuera de Canadá.

c) Banco Itaú: Banco Itaú Chile, propiedad de Banco Itau Holding Financeira, comenzó a operar en Febrero de 2007, luego de adquirir éste último la operación que Bank of America mantenía en Chile a través de su sucursal BankBoston. Para el Grupo Itaú, la inversión en Chile busca desarrollar su franquicia en una industria altamente competitiva que genera retornos medios con un riesgo país acotado enmarcado en un escenario “investment grade”. El banco ha mantenido su foco en el segmento ABC1, banca de inversión y banca corporativa, si bien fortaleciendo de manera importante su franquicia retail, la que presenta en Brasil un liderazgo relevante y ha consolidado a Itaú como uno de los grupos financieros más importantes en América Latina.

El banco ha desarrollado una estrategia bastante agresiva con el objeto de incorporar una mayor base de clientes retail así como también medianas empresas, alcanzando a diciembre de 2007 una participación de mercado de 3,03%, experimentando fuertes crecimientos en colocaciones comerciales (+41,9%), consumo (+11,9%) e hipotecarios (+20,6%).

d) Banco Internacional: El banco estuvo en manos de un grupo de empresarios locales por lo últimos 20 años y en Diciembre de 2006 fue adquirido por un grupo diverso de empresarios locales. La inversión busca potenciar un nicho de clientes que no ha sido adecuadamente atendido (PYMES y microempresas), además de sumar valor a la entidad en el mediano plazo y generar un posicionamiento relevante en la industria. Durante el 2007 los nuevos controladores realizaron una redefinición estratégica hacia clientes de mayor tamaño (medianas empresas), desarrollando nuevos productos como leasing, factoring y finanzas corporativas. Su cartera de colocaciones aumentó un 64,8% en 2007, alcanzado una participación de 0,36%.

e) Rabobank: En Abril de 2007 Rabobank adquirió la operación de Banco HNS, de propiedad del grupo General Electric International y la familia Ergas. La adquisición sigue la estrategia de Rabobank de fortalecer su presencia en el país, en el que ya presentaba actividad financiera a través de otras sociedades no bancarias, y por lo tanto mantiene una base de clientes importante, si bien ahora ofreciendo toda la gama de productos bancarios, principalmente en el segmento de agroindustria.

Durante el 2007 el banco no experimentó importantes crecimientos en colocaciones, principalmente por una limpieza de cartera asociada a la convergencia de ésta a los criterios de riesgo de crédito de la matriz, más conservadores. Gastos extraordinarios asociados a la fusión así como también por provisiones adicionales afectaron los resultados del año, si bien se espera que para el 2008 la entidad comience a generar utilidades. Su cartera de colocaciones presentó una reducción real de 3,9% en 2007, alcanzado una participación de 0,25%.

Portafolio de Colocaciones

La banca sigue desarrollando sin restricciones financieras sus planes de crecimiento, aunque ha acidificado sus evaluaciones de crédito al segmento de consumo de ingresos medios y bajos, dada su mayor sensibilidad ante aumentos en las tasas inflacionarias y de interés. Las colocaciones de vivienda mantienen el dinamismo que venían mostrando en 2007 porque los principales factores que lo determinan permanecen atractivos, esto es, un nivel de tasas de interés de largo plazo que se mantiene en rangos bajos, colaterales que no han sufrido importantes bajas de valor, y prestatarios cuyos perfiles crediticios no han mostrado deterioros graves. Esto, junto a los atributos en materia de fidelización que

tiene este producto, hace que la banca siga concentrando esfuerzos comerciales en su desarrollo.

La cartera comercial, por su parte, se expande sobre el promedio gracias al dinamismo que sigue mostrando la demanda, especialmente en la inversiones de capital en los sectores de construcción, impulsado por obras de ingeniería de la inversión, principalmente vinculados al sector energético (la edificación ha moderado su dinamismo por las menores perspectivas, y el alza de tasas de interés e insumos y también por menor demanda de créditos siguiendo políticas de originación más restrictivas); el sector de comunicaciones, que vive un auge en la telefonía celular; el sector comercio, impulsado por los grandes operadores de retail y comercio automotriz y las ventas mayoristas de maquinaria; y el sector de servicios financieros. Parte importante del impulso que se observa en las operaciones comerciales y de comercio exterior refleja el alza de precios que experimentaron algunos sectores de productos naturales (minería, celulosa), así como en productos específicos, tales como factoring y leasing.

A nivel de segmentos, tras la expansión que se observó en 2007 en las colocaciones al segmento de medianas y pequeñas empresas, se ha visto un importante aumento en las colocaciones al segmento de corporaciones que frente a la contracción del financiamiento externo buscaron refugio en la banca local. Parte de las necesidades de financiamiento de las corporaciones ha podido ser canalizado por la banca por la ampliación que se produjo en el límite regulatorio de crédito individual de 5% a 10% del patrimonio efectivo sin garantía y de 25% a 30% con garantía real.

Colocaciones Sistema Financiero Chileno			
	Dic-06	Dic-07	Var. real
Colocaciones Netas Interbancarias	56.172.530	63.331.009	12,7%
Préstamos Comerciales	23.217.515	26.653.462	14,8%
Otras Colocaciones Hipotecarias	7.954.437	10.138.627	27,5%
Préstamos de Consumo	7.234.256	7.768.193	7,4%
Colocaciones en Letras de Crédito	5.193.945	4.563.495	-12,1%
Colocaciones Contingentes	4.735.816	5.220.108	10,2%
Préstamos para Comercio Exterior	3.941.497	4.292.657	8,9%
Contratos de Leasing	2.643.371	2.987.687	13,0%
Otras Colocaciones Vigentes	827.592	1.228.094	48,4%
Cartera Vencida	424.101	478.686	12,9%

Indicadores Bursátiles

Buena parte de los países de América Latina tiene baja penetración financiera, medida como la proporción de colocaciones sobre el producto interno bruto (PIB), siendo

encabezados por Chile, con más de un 60%. En contrapartida, la mayoría de los países desarrollados tienen una tasa de penetración superior al 100% del PIB.

El crecimiento de los créditos en América Latina y en Chile es parte de una tendencia global. En los últimos años, diversos partícipes de la industria chilena de los créditos – incluyendo a los bancos- han enfocado sus estrategias para incrementar su presencia en el mercado minorista. Es así que las tarjetas de crédito y las colocaciones de consumo han aumentado significativamente, mientras que los préstamos hipotecarios presentados un ritmo algo más lento.

Esta favorable evolución global está directamente vinculada con las perspectivas de la economía, la estabilidad, la inflación, los niveles de tasas de interés y la capacidad de recuperación de los créditos. Ha sido este sólido contexto económico el que ha permitido que el sistema financiero chileno continúe expandiéndose a tasas de dos dígitos y que se haya incrementado la penetración financiera, en particular, en la banca de personas.

La oferta de créditos fue aumentando conforme los bancos se sintieron más cómodos con sus clientes y desearon incrementar sus activos productivos. La voluntad de crédito es mayor conforme las tasas de interés van a la baja, un efecto reforzado por el estrechamiento de los diferenciales, ya que las tasas de interés reales han ido convergiendo hacia niveles internacionales y los ciclos han sido moderados. Han expandido más rápidamente que los créditos a empresas. Antes de abordar esa estrategia de crecimiento, los bancos establecieron cambios en procesos, procedimientos y distribución para ampliar su base de clientes.

Estos pasos fueron en la dirección correcta. Los créditos a personas otorgados en los últimos años han reportado bajos índices de morosidad, pero estos indicadores aún deberán probarse en situaciones económicas de stress. Aunque el endeudamiento de las personas ha aumentado en los últimos años por esta mayor oferta, creemos que todavía se encuentra en niveles manejables. Con todo, para seguir beneficiándose, las instituciones deben seguir realizando ajustes en estructura y administración de riesgo para ser exitosas.

Reseña de Corpbanca

La historia del Banco se remonta a la segunda mitad del Siglo XIX y a los orígenes del sistema financiero chileno, con la creación del Banco de Concepción por iniciativa de destacadas personalidades de la época, entre ellos el Intendente de Concepción y futuro Presidente de Chile, don Aníbal Pinto Garmendia. El 6 de octubre de 1871 el Banco inicia sus operaciones, las que se mantienen en forma continuada hasta el día hoy, constituyéndose, de este modo, en el banco privado más antiguo del país.

Se puede decir que desde sus inicios el Banco ha sido testigo de la evolución de la historia financiera chilena y activo partícipe del desarrollo económico del país, naciendo como una entidad de actividad netamente regional, para transformarse con el tiempo en un protagonista activo de la banca nacional.

La Primera Memoria del Banco de Concepción data del 31 de Diciembre de 1871, y en ella se consigna, en pesos de la época, un capital pagado de \$240.000; colocaciones por \$373.807; depósitos por \$276.221 y un activo por \$525.299.

En esos días, el movimiento de cheques era de aproximadamente veinte por día, y el personal era de ocho empleados.

Propiedad

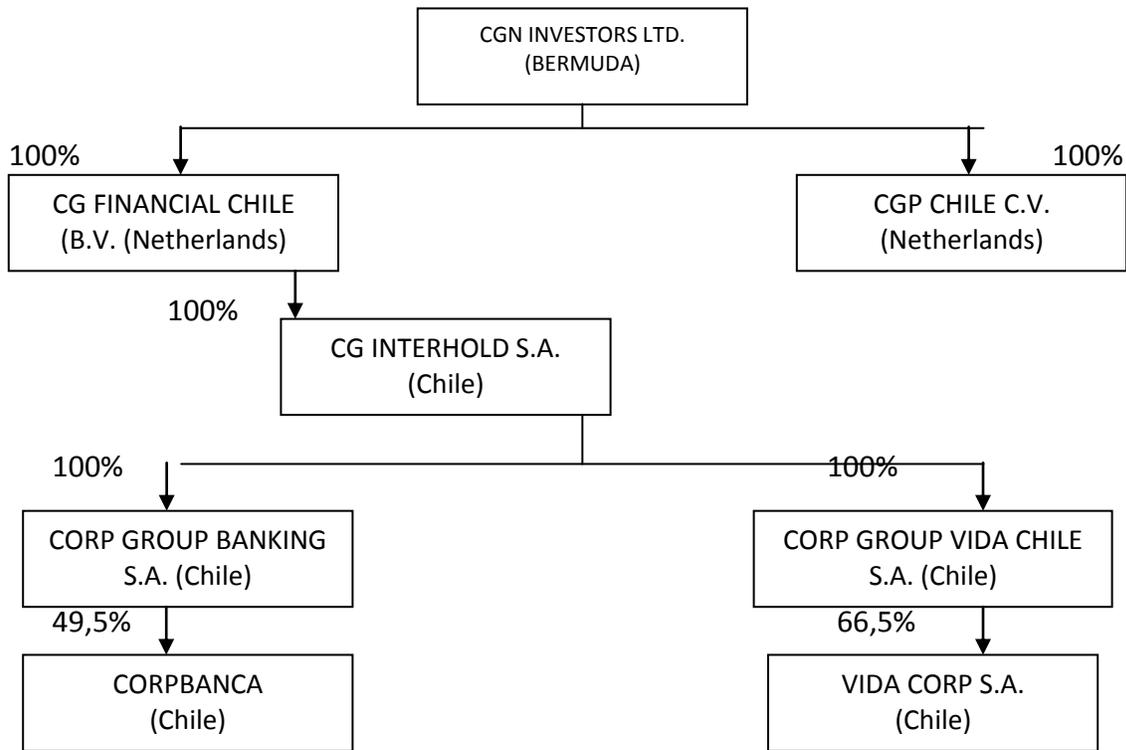
-Corp Group Banking S.A. mantiene el control del banco a través del 49,6% de participación.

-Dicho holding está vinculado a la sociedad holandesa Corp Group Financial Chile BV, a su vez filial de CGN Investors Ltd. (CGN).

-CGN agrupa los negocios bancarios y de servicios conexos en Chile de un grupo de empresarios chilenos, algunos de ellos relacionados a los controladores del ex-bancosorno. Este conglomerado también participa activamente en el negocio de seguros de vida.

-La estructura actual de dichos negocios es la que se resume en el gráfico siguiente:

Estructura corporativa del grupo
Marzo de 2007



Estructura y Negocios

Corpbanca cuenta con una red de 76 sucursales, 102 ATM's propios, 2.453 empleados, y cuenta con 5 filiales que operan en los negocios de Administración General de Fondos, Corretaje de Bolsa, Corretaje de Seguros, Asesoría Financiera, y Servicios Legales.

Es un banco global que participa del 6,4% del mercado de colocaciones totales, ocupando la sexta posición del sistema. Además de banca comercial y otras actividades del ámbito de los servicios financieros, desarrolla negocios en el mercado de los seguros de vida. Es una entidad de mediano tamaño que atiende Corporaciones, empresas grandes, medianas y pequeñas y personas de todo nivel de ingresos.

A diciembre del 2007 mantiene una participación del 6,75% medida sobre colocaciones netas de interbancarios, además de un 6,56% de los depósitos a plazo y un 2,84% de los depósitos vista. Cuenta con una red de 101 sucursales (considerando aquellas integradas con Banco Condell), 103 ATM's, 3.061 empleados en el banco y 202 en sus cinco filiales

que operan en los negocios de Administración General de Fondos, corretaje de Bolsa, Corretaje de Seguros, Asesoría Financiera y Servicios Legales.

CorpBanca se estructura en torno a cinco Divisiones Comerciales:

- (i) Grandes Empresas y Corporativas;
- (ii) Empresas;
- (iii) Comercial Personas;
- (iv) Finanzas;
- (v) Corp Capital.

La estrategia de mediano plazo apunta a mejorar su presencia en banca de personas y pequeñas empresas (retail banking), tendientes a rentabilizar segmentos intensivos en clientes, con altos estándares de transaccionalidad, uso de canales remotos y potencial cruce de productos, mejorando su base ingresos por comisiones, y con esto avanzar hacia un crecimiento balanceado de su portafolio.

Las colocaciones totales por segmento (personas y empresas) pasaron de 23,6% y 76,4% en dic-04 hasta un 30,7% y 69,3% a dic -07, respectivamente. En este período logró consolidar mejoras en eficiencia, siendo uno de sus principales activos para competir con costos controlados.

En la segunda parte de 2007 la entidad modificó su imagen corporativa persiguiendo posicionar la franquicia en el segmento retail y, en especial, el financiamiento de viviendas donde ha crecido 37% compuesto anual entre 2004 y 2007, considerando su posición de mercado relativamente baja (4,22%) con respecto a su market share en colocaciones totales (6,75%) y personas (5,04%).

La cartera se encuentra diversificada por segmentos y sectores de actividad, destacando un importante componente de cartera comercial (67,25% de las colocaciones totales, a 12-2007). Siguen en importancia su cartera de vivienda (13,38%), consumo (12,2%), leasing (5,84%) y factoring (1,34%).

Dentro de la cartera comercial destacan sus posiciones hacia los sectores: construcción e inmobiliario (18,9%); comercio, fundamentalmente grandes tiendas (16,7%); servicios financieros (10,2%); sociedades de inversión (8,1%); transporte y telecomunicaciones donde se incluye financiamiento de puertos (7,0%); electricidad, gas y agua (6,9%); industria (6,2%), y silvoagropecuario (5,5%).

Filiales

Como una forma de complementar la atención financiera entregada a sus clientes, CorpBanca participa, a través de filiales, en corretaje de bolsa, administración general de fondos mutuos, asesoría financiera, corretaje de seguros y servicios legales.

En los últimos años el aporte de dichas entidades al excedente del banco se ha situado por sobre el 10%. Cabe señalar, que en 2007 los ingresos netos provenientes de filiales aumentaron un 25% en términos absolutos con respecto al año anterior. Ello se explicó por el mejor desempeño alcanzado por las corredoras de bolsa y de seguros.

De esta forma, a diciembre de 2007 la contribución conjunta de las filiales al excedente del banco superó los niveles pasados, situándose por sobre el 16%. Ello favorece la diversificación de los ingresos de la institución.

Principales Riesgos de Inversión

a) Aumento de límites de inversión de AFP en el extranjero: esto podría aumentar costo de fondos de Corpbanca. La Superintendencia de AFP ha modificado los límites de inversión en el extranjero por parte de las AFP desde 30% de los activos administrados en julio de 2007 hasta un 45% en marzo de 2008. Lo anterior, podría tener efectos en la demanda de depósitos a plazo de los diferentes bancos por parte de las distintas AFP.

b) Un crecimiento económico menor al esperado: Esto tendría un impacto negativo en los resultados del banco. La recuperabilidad de las colocaciones del banco y por ende el resultado operacional de la compañía será altamente dependiente del nivel de actividad económica en el país. A lo anterior se debe agregar que la estrategia de crecimiento de Corpbanca estará enfocada en base a una mayor exposición en segmentos medios de la población con un natural mayor riesgo. De esta manera, variables como el crecimiento en la tasa de empleo o el ingreso disponible de las personas o, en general, el crecimiento económico del país resulta relevante para proyectar el resultado futuro de la empresa.

c) Mayor ambiente competitivo: Durante los últimos años, se ha observado la entrada y consolidación de nuevas instituciones en un ambiente altamente competitivo. Este escenario ha venido acompañado con la focalización, tanto de los actores entrantes como de los más antiguos, en diferentes nichos de mercado, como son las personas y las pequeñas y medianas empresas en lo que se denomina la “Banca Retail”. Corpbanca también compite en este segmento a través del Banco Condell. La especialización de los agentes y una marcada segmentación del mercado requeriría de parte de Corpbanca, mayores esfuerzos para competir de buena forma en cada uno de dichos segmentos.

d) Variaciones en las tasas de interés: Actualmente estamos viviendo un proceso de ascenso en las tasas de interés de la economía. Al respecto, el periodo de tiempo (descalce) que media entre el momento en que un banco ajusta su estructura de precios, es decir, las tasas que cobra por sus activos generadores de intereses respecto de las obligaciones que requieren ser remuneradas, genera entonces una sensibilidad en sus

resultados. De esta manera, eventuales incrementos en las tasas de interés podrían afectar los resultados de Corpbanca.

Fortalezas

a) La estrategia de control de gastos: Junto con las ganancias de productividad generadas a partir de la reorganización de las áreas de negocios, el rediseño de los procesos comerciales y operativos y la reestructuración de sucursales incidieron en significativos avances en eficiencia. Ello otorga a la entidad una importante ventaja competitiva.

b) Manejo del riesgo crediticio: Las gerencias de riesgo y de control tienen un importante peso dentro de la estructura organizacional. Asimismo, sus definiciones de políticas claras y estrictas han permitido un conservador manejo del riesgo crediticio.

c) Sólido capital humano: El banco tiene el respaldo de un grupo propietario que ha mostrado capacidad para hacer frente a requerimientos de capital. Junto con ello, cuenta con un equipo administrativo con amplia experiencia en el negocio bancario, lo que ha permitido ir consolidando su plan estratégico.

d)Amplia red de distribución: La red de distribución es amplia, con sucursales y oficinas en todas las plazas de relevancia, que le permite acceder en forma expedita a su mercado objetivo. Esto cobra especial relevancia dada a estrategia diseñada para incrementar la importancia relativa de los segmentos minoristas como medianas empresas y personas. La penetración de este tipo de clientes permitirá aumentar los márgenes y la diversificación de ingresos, afianzando así su competitividad.

Riesgos

a)Posicionamiento con mayores productos: Parte de la expansión proyectada estará focalizada en segmentos altamente competitivos como lo son el de medianas empresas y personas, incluyendo banca masiva (Banco Condell). Para ello, se han diseñado estrategias y productos específicos que le permitan abordar adecuadamente dichos mercados.

b) Mayor participación de mercado mayor riesgo de cartera: Captar una proporción creciente de su mercado objetivo, podría incidir en un incremento del riesgo de cartera. Dicha debilidad se atenúa por sus adecuados procedimientos y políticas de control de riesgo y criterios de otorgamiento de créditos como lo avala su historia.

CAPITULO IV: CASO PRÁCTICO

4.1 Valoración de Corpbanca

El desarrollo de este capítulo se centrará en la valoración de CORPBANCA a través de 3 métodos

-El primero es la valoración por flujos de fondos descontados, que relaciona el valor de un activo con el valor presente de los flujos futuros que se esperan que genere dicho activo. FLUJO DE CAJA LIBRE.

-El segundo, es la valoración relativa o valoración por múltiplos, por medio de la cual se estima el valor de un activo mirando el precio de un activo comparable en relación con una variable, común como por ejemplo ebitda, valor de libros, ventas, y otras. MULTIPLOS.

-Y por último se analizará uno de los métodos más usados por las empresas para comprobar si una empresa crea o no valor para sus accionistas comparando si la rentabilidad obtenida sobre el capital invertido es superior al costo de dicho capital. EVA.

4.1.1 Construcción y Proyección del Free Cash Flow

Para la construcción del flujo de caja libre correspondiente al periodo 2008-2012 se utilizaron datos de los estados financieros de Corpbanca extraídos de sus memorias anuales, entre el periodo 2003-2007 junto con considerar los estudios y valorizaciones realizadas por entidades bancarias y corredores de bolsa.

4.1.2 Estimación de las Ventas

Para el periodo 2008 las ventas fueron estimadas con información extraída del mercado, una valoración de Corpbanca realizada por Banchile Inversiones quien estima una desaceleración de las colocaciones debido a la crisis subpryme y al estancamiento de la economía mundial, por tanto las ventas fueron calculadas con un retroceso desde el 21,9% del año 2007 a 9,1% y 9,3% el año 2008 y 2009 respectivamente.

Para los años posteriores 2010-2013 las ventas fueron estimadas considerando un promedio de los 3 escenarios distintos:

- Positivo entre 2003-2006 con crecimiento promedio del 27%
- Negativo entre 2007-2008 con un descenso del -17%
- Y la estimación de los estudios realizados por algunas corredoras que estiman que la banca crecerá un 9% para el 2009. Para el 2010 y posteriores se considero un promedio con los 4 periodos anteriores a cada año estimado. ver anexo I

4.1.3 Tasa de Descuento

Los flujos de caja proyectados deben descontarse a una tasa que refleje el costo de oportunidad de los fondos invertidos y además el riesgo sistemático de los activos del negocio. La tasa de descuento que se considero pertinente para descontar los flujos proyectados de Corpbanca fue el costo de capital propio K_o .

$$k_o = rho * (1 - t_c * B/V)$$

Esto debido a que en la industria bancaria nacional Corpbanca no tiene mayor presencia bursátil. Por tanto se estimo que es más representativo considerar entidades que si la tengan tal es el caso de bancos como BCI 20%, CHILE 40 % y SANTANDER 40%.

Para ello primeramente se determino el costo propio de invertir en la industria bancaria esta tasa nos muestra el riesgo propio del negocio bancario sin incorporar deuda, para ello utilizamos la siguiente formula.

$$p = R_f + (E(R_m) - R_f) * B_s / d$$

Luego para estimar la tasa de descuento necesitamos determinar los siguientes datos:

a) Beta patrimonial

Para el cálculo de los betas se extrajo información del mercado, precios del Iqpa entre los periodos 2004 -2007, y los precios de las acciones de los Bancos escogidos ya mencionados anteriormente, se calculo el rendimiento de Iqpa y el rendimiento de cada banco y mediante la fórmula adjunta, se determino el beta patrimonial con deuda de cada uno de los bancos seleccionados ver anexo II

Aplicando la siguiente fórmula llegamos a los resultados de la tabla donde el numerador mide la covarianza entre el riesgo del patrimonio de Corpbanca frente al riesgo de mercado todo esto dividido por riesgo de mercado, el resultado es referencial al riesgo de patrimonio mas deuda de los bancos escogidos su resultado fue >1 lo que indica que su volatilidad es menor a la del mercado en otras palabras son activos o empresas de bajo riesgo.

$$\beta = \frac{COV(R_i, R_m)}{\sigma^2 m}$$

	BCI	SANTANDER	CHILE
BETAS	0,62	0,6632	0,5759

b) Beta de la deuda

Se determina otro dato importante, el beta de la deuda de cada banco mediante CAPM aplicando la siguiente formula.

$$\beta_d = \text{spreaddeuda}(r_b - r_f) / PRM(r_m - r_f)$$

Donde:

-Tasa libre de riesgo en función de los bonos del banco central 3,15%,
 - Rendimiento de mercado (Rm), se calculo en base al IGPA de 4 años desde 01/01/2004 al 30/12/2007 llegando a un valor de 19,47%.

-Tasa de impuesto 17%.

	BCI	SANTANDER	CHILE
BETAS	0,18	0,17	0,16

-Los resultados mostraron que el beta de la deuda para los 3 bancos en referencia fueron mayores a 0 lo que indica obviamente que cada banco mantiene deuda riesgosa.

c) beta patrimonial sin deuda

Se utilizo la siguiente información para el cálculo del beta patrimonial sin deuda del sector bancario.

CUENTAS MM\$	BCI	SANTANDER	CHILE	CORPBANCA
DEPOSITOS Y CAPTACIONES	\$4.828.309	\$7.955.542	\$6.461.268	\$2.420.202
OBLIGACIONES A LA VISTA O A PLAZO	\$280.593	\$880.903	\$396.364	\$134.107
OBLIGACIONES POR LETRA DE CREDITOS	\$240.055	\$434.275	\$397.911	\$353.431

OBLIGACIONES CONTINGENTES	\$687.654	\$1.190.352	\$1.281.025	\$322.891
OBLIGACIONES POR BONOS	\$721.803	\$1.723.223	\$1.219.196	\$348.995
PTMOS OBTENIDOS POR ENT. FINAC .Y BC	\$1.185.603	\$1.389.681	\$896.451	\$433.947
TOTAL PASIVOS (DEUDA F.)	\$7.944.017	\$13.573.977	\$10.652.214	\$4.013.573
PATRIMONIO	\$703.934	\$1.438.042	\$1.051.393	\$484.674
Gastos Financieros	482150	807243,5	606514	213890,1
LEVERAGE	11,29	9,44	10,13	8,28
Costos de la Deuda	6%	6%	6%	5%
Rendimiento de Mercado	19%			
Tasa Libre de Riesgo	3,15%			
Beta patrimonial con deuda	0,6223	0,6632	0,5759	0,634246108

- En el total de pasivo solo fueron incorporadas obligaciones que generen intereses.
- El patrimonio está compuesto por capital y reservas mas utilidad del ejercicio
- La cuenta de gastos financieros fue extraída del balance.
- Leverage, calculado del pasivo dividido por el patrimonio
- Costo de la deuda de dividir gastos financieros por cuentas del pasivo seleccionadas.
- Rendimiento de mercado, calculado con datos del igpa por 4 años ver anexo II
- tasa libre de riesgo Bcu Bco. Central
- Luego para desapalancar utilizamos el modelo teórico de Rubinstain quien incorpora deuda riesgosa al modelo HAMADA aquí $K_b \neq R_f$, desapalancamos cada beta de los bancos analizados para obtener el beta sin deuda de la industria bancaria, mediante la siguiente formula:
Rubenstein:

$$BPC / D = BPS / D + [1 + [(1 - TC) * B / P]] - [(1 - TC) * (B / P)].BD$$

Donde:

BP C/P=Beta patrimonial con deuda

BPS/D = Beta patrimonial sin deuda

B/P= Deuda/Patrimonio

BD=Beta de la deuda

- aplicando la formula, se determina el beta patrimonial sin deuda para cada banco y su promedio ponderado según la participación de mercado de cada uno:

-BCI

$$0,622 = BPs / d[1 + 0,83 * 11,29] - [0,18 * 0,83 * 11,29]$$

$$0,622 = BPs / d10,4 - 1,7$$

$$BPs / d = 0,22$$

-Santader

$$0,58 = BPs / d[1 + 0,83 * 9,44] - [0,17 * 0,83 * 9,44]$$

$$0,58 = BPs / d 8,8 - 1,3$$

$$BPs / d = 0,22$$

Bco de Chile

$$0,66 = BPs / d[1 + 0,83 * 10,13] - [0,16 * 0,83 * 10,13]$$

$$0,66 = BPs / d 9,41 - 1,35$$

$$BPs / d = 0,21$$

$$* 0,22 * 0,20 + 0,22 * 0,40 + 0,20 * 0,40 = 0,21$$

*Por tanto el beta sin deuda de la industria bancaria es 0,21

d) Costo propio del negocio

Con toda la información anterior calculamos el costo propio del negocio o el costo que tiene invertir en la industria bancaria, para ello se utilizo la siguiente formula.

$$Rho = rf + [E(rm) - Rf] * Bs / d$$

$$- 0,0315 + (0,1947 - 0,0315) * 0,21 = 0,066$$

*6,66% es el costo propio del negocio

e) costo capital de Corpbanca

-Con todos los antecedentes recopilados se está en condiciones de calcular el costo de capital de Corpbanca.

-Para ello necesitamos su deuda financiera que al 31/12/2007 ascendía a MM\$4.013.572,9 y su patrimonio que a igual fecha asciende a M\$484.674.

-Con la siguiente formula calculamos el costo de capital propio de Corpbanca.

$$k_o = \rho * (1 - t_c * B / B)$$

$$k_o = 0,066 * (1 - 0,17 * (4.013.572,9 / 4.013.572,9 + 484.676))$$

- $k_o = 6,54\%$ costo del capital propio de Corpbanca

4.1.3 Estimación de los Flujos

Luego de las proyecciones para estimar los flujos se realizaron los ajustes a las cuentas que no son salida de flujo: *ver anexo IV*

- Depreciación y amortizaciones
- Provisiones por activos riesgosos
- Utilidad por inversiones en sociedades
- Corrección monetaria
- Gastos por intereses y reajustes
- Ingresos no operacionales
- Gastos no operacionales

-Posteriormente se calcularon las diferentes inversiones que tenía Corpbanca según información de su memoria año 2007.

-Para calcular la inversión en reposición de los activos fijos se determino la tasa marginal periodo a periodo para luego calcular su promedio llegamos a una tasa de..... no se considero el año 2007 por ser una tasa excesiva pues el banco se encuentra en un periodo de expansión, sacando promedio con el resto de los años llegamos a una tasa del 100% anual.

-En cuanto al capital de trabajo, dado que no tenía información no calculamos el k_t considerando los escenarios de expansión del banco podían dar un valor muy irreal.

-Llegamos al flujo de caja libre proyectado, con el cual calculamos el VAN, con un valor de \$5.046.776,38 menos su deuda financiera por un monto de \$4.013.572,9 obtenemos un valor de Corpbanca de 1.033.203,48 *ver anexo IV*

-El valor por acción fue calculado como: Valor económico del patrimonio /n acciones con ello se obtuvo el valor por acción de \$4,55.*ver anexo IV*.

4.2 Análisis por múltiplo

El análisis por múltiplos es una medidas que permite hacer un cálculo rápido para estimar el valor de una compañía, en el caso de la industria bancaria los múltiplos más utilizados son el múltiplo PER y Price to Book.

Para calcular el valor de CORPBANCA mediante el múltiplo PER, necesitamos en primer lugar calcular el múltiplo de empresas comparables, en este caso se escogieron los 5 bancos con mayor presencia bursátil de los cuales se calculo un promedio EL Cuadro 1 muestra los bancos seleccionados y datos relevantes para el cálculo del múltiplo PER.

Cuadro I. Datos para cálculo del PER

BANCOS	BCI	SANTANDER	CHILE	BBVA	SECURITY	CORPBANCA
T n° de acciones	98860340,0	188446126794	80879895984	361222027	2201000000	226909290577
Patrim. Contable	569791,0	1138870,0	813160,0	335999,0	113858,0	433627,0
Utilidad del Ejercicio	135375,0	308646,6	242288,0	31835,0	32018,0	51049,0
Roe	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,1
Valor x acción	12000,0	24,5	40,3	1600,0	109,0	3,5
Utilidad x acción	1369,4	1,6	3,0	88,1	14,5	0,2
Capitalización bursátil	1186324,1	4615045,6	3259459,8	577955,2	239953,0	794182,5
PER	8,8	15,0	13,5	18,2	7,5	15,6
					PROMEDIO	13,1

Con los datos anteriores se calculo el PER de la industria dividiendo la capitalización bursátil por el beneficio neto que tuvo cada uno a diciembre del 2007.

Luego de realizar el cálculo se determino un promedio de las 5 entidades obteniendo un PER del sector 13,062, y un PER de CORPBANCA de 15,557

Estos resultados pueden ser interpretados como: cuántas veces el beneficio de una empresa se está pagando por la misma, o veces que el beneficio por acción esta contenido en el precio. Algunos financistas lo interpretan como el número de años que el inversionista se demorara en recuperar la inversión.

En este caso CORPBANCA supera la media de mercado lo que es auspicioso para cualquier inversionista ya que este resultado indica que las expectativas de crecimiento futuro son mayores que la competencia ,pero en un escenario como el vigente con una desaceleración económica y que según los pronostico del mercado debiera continuar para el año 2009 ,se estima que el múltiplo PER está sobrevalorado y que es difícil que el ratio de Corpbanca y la industria bancaria se puedan mantener en el medio plazo, además de tasas de interés mas altas y un entorno económico mas contraído provocarían una disminución de este múltiplo.

4.2.1 Valoración de Corpbanca mediante el Múltiplo PER

Este método proporciona una medida relativa del valor de Corpbanca.

Para obtener el valor de los recursos propios de Corpbanca no consideramos el múltiplo calculado para la entidad sino un promedio de los bancos con mayor participación en el sector ver cuadro 1, el resultado de este múltiplo promedio permiten tener una referencia sobre el precio que están pagando los accionistas de esas compañías además, refleja las perspectivas económicas de la industria.

El múltiplo obtenido del sector con los datos a diciembre del 2007 es de 13,062 el beneficio neto de Corpbanca a 12/2007 \$51.049, por tanto el valor de los recursos propios asciende a \$666.802, teniendo en cuenta que el valor de la deuda a la fecha asciende a \$4.227.463 (mll), tenemos que el valor de Corpbanca es \$4.894.265(mll).

Para obtener el valor de la acción multiplicamos el beneficio por acción esperado por el PER del sector:

Utilidad de ejercicio	\$51.049(mll)
Nº de acciones	226.909 (mll)
Beneficio x acción	0,2249
PER del sector	13,062
Valor de la acción	2,93

Debe quedar claro que este valor estimado por el múltiplo PER no tiene que coincidir con el valor de la empresa obtenido por dscto. de flujos.

4.2.2 Ajustes al Múltiplo PER

Existen variables que permiten determinar ajustes al múltiplo PER, detallo algunos de ellos:

4.2.2.1 Payout (retención de dividendo)

Cuanto mayor sea el payout de Corpbanca, ésta podrá cotizar a un PER más alto asumiendo el resto de variables constantes.

El payout depende del crecimiento futuro de la compañía y de su rentabilidad, para determinar el Payout de Corpbanca se estimo una tasa de crecimiento de 3% una rentabilidad sobre el patrimonio de un 6% se calculo según formula:

$$Payout = 1 - (g / RoE)$$

$$Payout_{de\ Corbanca} = 1 - (0,03 / 0,06) = 0,5$$

El resultado anterior es consistente con La política de dividendos establecida y acordada en Junta de Accionistas que establece el reparto del 50% de las utilidades con cargo al ejercicio anterior.. Por este concepto, en la Junta de Accionistas del mes de febrero de 2006 el Banco dispuso una política de dividendo 50% de la utilidad del ejercicio 2006 ascendente a \$53.738,1 millones. Se estima que el payout de Corpbanca es razonable, por las proyecciones de crecimiento en los que está encaminado el banco cuanto mayores sean las proyecciones de crecimiento mayores serán las necesidades de retener beneficios (no repartir dividendos) para financiar el crecimiento.

4.2.2.2 Tasa de descuento de los recursos propios (Ke)

Lo óptimo es que la tasa de los recursos propios (Ke) sea menor a la rentabilidad del patrimonio (Roe). Para aumentar el valor de mercado de las acciones, no basta con retener beneficios, si no que la rentabilidad de las inversiones debe superar el costo de los recursos.

$Roe > ke$ = OPTIMO esto., nos indica que los beneficios son mayores y los inversores por tanto están dispuestos a pagar mas por cada peso de beneficio.

Como resultado de lo anterior tenemos un aumento en el múltiplo PER.

En el caso de Corpbanca tenemos una tasa de rentabilidad exigida de 6% y una rentabilidad de los recursos propios de 6% esta comparación nos indica que en este caso la tasa de descuento (ke), no es determinante para el cálculo de nuestro múltiplo.

4.2.2.3 Crecimiento estimado a perpetuidad (g).

El PER al que una compañía puede cotizar será tanto más elevado cuanto mayores sean las expectativas de crecimiento futuro. Para aumentar el valor de mercado de las acciones, no basta con retener beneficios, también la rentabilidad de las inversiones (ROE) debe superar el costo de las Tasa de crecimiento (g).

En este caso la tasa de crecimiento sostenible por parte de Corpbanca, está en función de la rentabilidad obtenida del capital (ROE) por la cantidad que reinvierte (1-payout),

$$g = roe * payout$$

$$g = 0,5 * 0,06 = 0,03$$

$$g = 3\%$$

El PER al que Corpbanca cotizar será tanto más elevado cuanto mayores sean las expectativas de crecimiento futuro.

4.2.3Otras formas de calcular PER

a) PER relativo a un grupo de compañías (índice, sector, etc.)

$$\begin{aligned} PER_{relativo} &= \frac{PER_{compañía}}{PER_{sector}} \\ &= 15,557 / 13,062 = 1,19 \end{aligned}$$

Significado:

El PER Rel > 1: la compañía, en principio, está relativamente más cara que el sector porque cotiza con un PER más alto.

Como analista para poder recomendar o no la compra de acciones de Corpbanca deberemos analizar si han cambiado las variables que influyen en el PER tales como el riesgo de la empresa, ROE, el tipo de interés de la economía, si de las respuestas a estas preguntas deducimos que nada interno a la compañía (generación de flujos etc.) ni el nivel de tipos de interés han cambiado, podríamos recomendar comprar, en el escenario a no es el caso de Corpbanca donde las variables externas e internas han tenido una alta volatilidad por tanto esta medición no es muy optima en periodos de turbulencias como este .

b) PEG= PRICE EARNINGS GROWTH RATIO

$$PEG = \frac{PER}{CrecimientoEsperado}$$

$$15,557 / 3 = 5,18$$

Un ratio PEG bajo podría indicar que la empresa está infravalorada. Se suele utilizar en empresas de alto crecimiento para tratar de eliminar las diferencias en el PER debidas al crecimiento futuro. Es un ratio que no tiene una definición consensuada en el mercado, no está bien determinado a que periodo se refiere Su resultado solo se explica comparándolo con el sector según datos de cuadro adjunto.

BANCOS	$g = (Roe * T.deretend$	PER	PEG
Santander	9	14,95	1,7
Chile	9	13,45	1,5
BCI	12	8,76	0,7
BBVA	0	18,15	0,0
Security	14	7,49	0,5
		Media del Sector	0,9
Corpbanca	6	15,56	2,6

Según los resultados del cuadro anterior el PEG de Corpbanca supera la media del sector lo que indica que no es una empresa atractiva para que un inversionista decida invertir, distinto es el caso del BBVA que su PEG es 0, este ratio mientras más pequeño el resultado es más atractivo para un potencial inversionista pues nos indica que la acción está infravalorada.

4.3 Multiplo Price to Book

Es el valor de mercado de las acciones de Corpbanca dividido por su valor en libros por acción. Refleja cuánto están los inversores dispuestos a pagar por los activos de una empresa en relación al valor contable de dichos activos; la diferencia entre ambas magnitudes está directamente relacionada con las perspectivas de crecimiento de la empresa. El cuadro muestra el cálculo de los múltiplos de algunas entidades de la industria bancaria en Chile.

BANCOS	BCI	SANTANDER	CHILE	BBVA	SECURITY	CORPBANCA
Capitalización bursátil	1186324,1	4615045,6	3259459,8	577955,2	239953	794182,5
Patrimonio Contable	569791	1138870	813160	335999	113858	433627
Price to book	2,08	4,05	4,01	1,72	2,11	1,83

Normalmente en la industria bancaria se valoriza a los bancos 2 veces sus fondos propios si observamos el cuadro adjunto y un inversionista quisiera tomar una decisión para invertir en uno de estos bancos la opción más atractiva será el Bco. BCI y Bco. Security ya que el múltiplo supera levemente 2 veces sus fondos propios que es lo común para esta industria, en el caso del Santander y Chile están muy por sobre la media por tanto si no contamos con mayor información el múltiplo nos estaría indicando que pudiera estar sobrevalorados.

En el caso de Corpbanca está por debajo 2 si considero solo este indicador para mi decisión no es muy atractivo para un inversionista...

En esencia, el futuro se espera que sea mejor que el pasado, por lo tanto, los inversores tienen mayores precios de oferta, dado que las expectativas. Además, el relativamente alto P / B múltiplos puede estar justificada si la empresa produce un alto retorno sobre capital (ROE).

4.4 DETERMINACION DEL VALOR ECONÓMICO AGREGADO EVA

Se ha demostrado que las empresas que son capaces de crear valor económico son también empresas que tienen un desempeño comercial superior. La medición del valor económico añadido (EVA) requiere, , disponer de información que permita cuantificar el valor de la inversión empresarial, la rentabilidad obtenida, y el coste de los capitales invertidos. Para poder calcular el VALOR ECONOMICO AGREGADO de Corpbanca. se extrajeron datos de estados de resultados y balances de periodos comprendidos entre los años 2003 y 2007.

Para su cálculo se aplicó la siguiente fórmula:

$$EVA = (ROI - WACC) * capitalinvertido$$

a) Elementos del EVA

-ROI (rentabilidad sobre el capital invertido):

(UODI)/ Capital invertido, previo algunos ajustes:

-Para el cálculo de la UODI se consideraron solo los flujos netamente operativos de los estados de resultados de Corpbanca menos el impuesto real de cada ejercicio. (Fueron eliminadas toda entrada y salidas no operacionales y además los intangibles).

CORPBANCA	2003	2004	2005	2006	2007
Rº operacional	56071,1	65495,8	74993,4	53516,9	88429,4
Impuestos pagados	-2075	-6512	-10729,6	-7637,7	-9331,3
UODI	53996,1	58983,8	64263,8	45879,2	79098,1

-AL capital invertido también se le realizaron algunos ajustes:, solo se consideraron las cuentas más relevantes del patrimonio, capital y reservas + utilidad del ejercicio.

	2003	2004	2005	2006	2007
Capital y reservas	289593,7	322396,5	360122,6	393861,1	393864,1
Utilidad del ejercicio	50123,5	50767,3	52632,8	39104,5	51049
CAPITAL INVERTIDO	339717,2	373163,8	412755,4	432968,6	444913,1

Otra forma de calcular el capital invertido y por la cual llegamos al mismo resultado fue considerando: fondos propios +Deuda financiera + provisiones.

-Wacc (costo promedio ponderado)

La estructura patrimonial de Corpbanca se determino aplicando la siguiente formula:

$$WACC = K_B(1-t_c)\frac{B}{V} + K_S\frac{S}{V}$$

Se determino la estructura de endeudamiento, patrimonio de Corpbanca La cual se mantiene estable según datos de cuadro adjunto.

CORPBANCA	2003	2004	2005	2006	2007
Deuda/(deuda+patrimonio)	87%	87%	87%	87%	89%
Patrim/(deuda+patrim)	13%	13%	13%	13%	11%

-RO

Para determinar la rentabilidad mínima exigida por los accionistas RO se extrajeron los siguientes datos:

-El costo de la deuda de dividir los gastos financieros por el total de préstamos de entidades financieras.

-Beta y prima por riesgo de mercado: los datos históricos fueron extraídos de la Web de algunos análisis realizados por corredoras de bolsa como corredoras de bolsa Banchile , Larraín Vial .

Con lo anterior obtuvimos un costo promedio ponderado detallado en cuadro:

CORPBANCA	2003	2004	2005	2006	2007
Costo de la deuda	3%	3%	5%	5%	6%
	4%	4%	3%	3%	3%
	6T	7%	5%	6%	6%
	0,81	0,7	0,7	0,89	0,8
	9%	8%	6%	8%	8%
	3%	3%	4%	5%	5%

Con los datos anteriores obtuvimos el EVA para Corpbanca.

	2003	2004	2005	2006	2007
$EVA = (ROI - WACC) * IC$	43562,076	46706,799	46908,322	26384,529	55977,79

Conclusiones para el método EVA

Podemos partir diciendo de la manera más simple que Corpbanca ha generado valor ya que los resultados del EVA en los 5 periodos han sido positivos.

Otra forma de interpretar los datos es en términos relativos, podemos decir que Corpbanca a generado valor ya que su rentabilidad total (ROI) es superior a la exigida por el capital (WACC) esto nos indica que se ha crea valor para el accionista

Para tener una visión más clara de que si la administración de Corpbanca Ha sido capaz de incrementar el valor de la empresa por sobre sus costos, fue necesario analizar un periodo mínimo de 5 años, ya que lo importante en el calculo del EVA no es la generación de valor en un periodo o que su resultado sea positivo, lo relevante es que la tendencia sea positiva año a año.

En el caso de Corpbanca podemos ver un ROI que muestra una rentabilidad sostenida del capital invertido de un 15% entre los periodos 2003-2005, para el 2006 el escenario cambia con una variación positiva del capital invertido de un 5%,la utilidad operativa del periodo disminuyo en igual porcentaje 5% esto según la memoria anual

del periodo se debió por una parte el aumento de patrimonio tiene relación con la valorización de las inversiones permanentes la baja en los resultados operativos UODI fue consecuencia del, el incremento de tasas de fines del 2005 la inversión en la obtención de nuevos clientes, infraestructura y el lanzamiento de nuevos productos por tanto los menores resultados son por el efecto de mayor inversión que se ve reflejada en los mejores resultados para el 2007

Con una variación positiva del 72% en los resultados 2006-2007 y un ROI de un 17% muy por encima de los 4 periodos anteriores por tanto de Corpbanca ,podemos decir que la eficiencia operativa no es la optima ,ya que la UODI no fue capaz de crecer de un periodo a otro con los recursos existentes, esto lo podemos ver entre los periodos 2003 y 2005 la UODI se mantuvo con una variación del 9% y con un capital invertido en igual proporción, solo en el 2007 la proporción es ampliamente distinta por lo ya comentado.

En cuanto al resultado del EVA podemos ver que en entre los periodos 2003 al 2005 los resultados del EVA experimentaron variaciones mínimas. No así para el 2007 que tuvo un considerable crecimiento con resultados

Los cuales superaron con creces los históricos, Podemos por tanto decir que Corpbanca invirtió en buenos proyectos de los que se obtuvo una rentabilidad mayor la esperada lo que indica que la gerencia de CORPBANCA rentabilizo los nuevos recursos generando un EVA de MM\$55977,79,

Con los datos expuestos Corpbanca debiera rechazar todo nuevo proyecto con una rentabilidad menor al ROI, que al 2007 asciende al 18%

La capacidad para gestionar el valor es un componente esencial para desarrollar estrategias corporativas y de negocios idóneas, estrategias que buscan crear valor para el accionista y mantenga una ventaja en el mercado por el control corporativo.

CONCLUSIÓN

En este trabajo se ha realizado una valoración a Corpbanca una empresa del sector bancario que cotiza en bolsa la cual tiene una participación de mercado del 6,8%

Al realizar la valorización se utilizaron tres métodos distintos, el primero fue la valoración por flujo de cajas descontadas (free cash flow) el cual trabaja con proyecciones de flujos de caja disponibles, nos da la posibilidad de estimar los efectos financieros de una empresa con deuda. Y recursos propios su estructura financiera objetivo, inversiones en activo fijo y en circulante y financiar esa inversión con deuda a corto o largo plazo y con recursos propios.

El segundo fue la valoración por múltiplos, método que toma la información disponible en el mercado relativa al desempeño de la empresa y de sus competidores y estima un valor de la empresa de acuerdo a múltiplos que puedan ser representativos del sector, siendo una forma rápida y relativamente fácil de valorar una empresa, pero que evalúa solo factores de desempeño histórico de la empresa, que no necesariamente pueden mantenerse en el futuro.

Y por último la valoración por método EVA ya que el valor de una empresa no reside solo en sus instalaciones maquinarias o edificios, sino que también forman parte importante de una valoración de algunos elementos intangibles, entre los que destacan: capacitación de empleados, localización, patentes, canales de distribución, marca, cultura corporativa, elementos que en capaces de crear o destruir valor a una empresa y que ningún método antes mencionado es capaz de incorporar.

Revisando los resultados de cada método vemos grandes diferencias en el valor de la acción entre un método y otro, explicado por las bases de cálculo de cada uno, por ejemplo, el método de múltiplos con un valor por acción de 2,93 sólo es estimativo, basado en historia y no proyecciones del negocio, el método flujo descontado con un resultado de valor por acción de 4,55 es una mezcla de información pasada presente y estimada según datos recopilados pero no refleja en sus flujos la creación o destrucción de valor que le permite a la empresa tener un valor económico que va mas allá de sus valor contable.

De acuerdo al análisis de métodos de valoración presentados fue posible establecer que el método más apropiado para valorar una empresa de este rubro es considerar un mix del método I flujo de caja descontado complementado con el Valor Económico Agregado

El primero debido a que incorpora mayor información, con perspectivas de continuidad y crecimiento, el segundo, es apropiado pues nos permite cambiar el enfoque de la valoración que se caracteriza por darle mayor relevancia a las ganancias por acción, más que a los elementos asociados con la creación de valor.

Creemos que en una industria tan competitiva como esta es necesario ir más allá de los datos contables y estimaciones con el fin de capturar otros aspectos que pueden estar incidiendo en el valor de la empresa, por un lado, los cambios en la industria que pueden ser explicados en función de las nuevas prioridades de los clientes y la tecnología entre otros. Esta realidad, que no se analiza con indicadores basados en cifras contables o estimadas, sugiere la necesidad de otro tipo de medidas que reflejen su efecto sobre el valor de la empresa.

ANEXO I
Tasas de crecimiento

	2005 2004	2006 2005	2007 2006	Prom Edio	2008 2007	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos por intereses y reajustes	29%	1%	52%	27%	-17%	9%	6%	6%	1%	1%
Utilidad por Inter. de documentos	1%	72%	164%	79%	-64%	9%	8%	8%	8%	-6%
Ingresos por comisiones	22%	23%	32%	26%	-3%	9%	11%	11%	11%	8%
Utilidad de cambio neta	26%	-81%	2835%	-27%	-321%	-27%	-18%	-18%	-19%	-22%
Otros ingresos de operación	52%	-67%	83%	23%	54%	9%	29%	29%	29%	30%
Total ingresos de operación										
Menos										
Gastos por interés y reajustes	64%	7%	54%	42%	-27%	4%	6%	6%	6%	-1%
Perdida por diferencia de precios	-14%	213%	232%	19%	-76%	-19%	-25%	-25%	-25%	-34%
Gastos por comisiones	20%	34%	42%	32%	-14%	0%	6%	6%	6%	1%
Perdida de cambio neta										
Otros gastos de operación	30%	21%	10%	20%	-65%	3%	-14%	-14%	-14%	-20%
Margen Bruto										
Remun. y gastos del personal	12%	10%	25%	16%	9%	9%	11%	11%	11%	11%
Gastos de administración y otros	6%	12%	32%	17%	39%	17%	24%	24%	24%	26%
Depreciación y amortizaciones	8%	2%	15%	8%	-14%	8%	1%	1%	1%	-1%
Margen neto										
Provisiones por activos riesgosos	-24%	6%	77%	20%	-14%	20%	9%	9%	9%	7%
Recup. de operaciones castigadas										
Resultado operacional										
RESULTADOS NO OPERACIONALES										
Ingresos no operacionales	-1%	-5%	-84%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%
Gastos no operacionales	-15%	-33%	6%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%
Utilidad por inver. en sociedades	-4%	54%	8%	19%	-23%	19%	5%	5%	5%	3%
Corrección Monetaria	-64%	-34%	270%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Resultado antes de impuestos										
Provisión para impuesto	65%	-29%	22%	19%	9%	19%	16%	16%	16%	15%

Anexo II

Datos para el cálculo del beta patrimonial

Fecha	IPSA Cierre	BCI Cierre	Chile Cierre	Santander Cierre	IPSA Rentabilidad	BVI Rentabilidad	Chile Rentabilidad	Santander Rentabilidad
02-01-2004	1484,59786	7806,57591	21,2990806	10,9607114				
09-01-2004	1476,39724	7849,55111	21,527285	11,2051883	-0,0055238	0,005505	0,01071429	0,02230483
16-01-2004	1459,47753	7717,99439	21,6794213	11,4904112	-0,01146013	-0,01675978	0,00706714	0,02545455
23-01-2004	1453,50007	7981,10783	22,059762	11,7348881	-0,00409562	0,03409091	0,01754386	0,0212766
30-01-2004	1408,8591	8331,92576	21,6794213	12,1016033	-0,03071274	0,04395604	-0,01724138	0,03125
06-02-2004	1425,06448	8682,74368	23,5050568	13,1202568	0,01150249	0,04210526	0,08421053	0,08417508
13-02-2004	1445,45315	8770,44817	23,5811249	13,4380767	0,01430719	0,01010101	0,00323625	0,0242236
20-02-2004	1504,78993	8814,30041	23,2007842	12,9572723	0,01105064	0,005	-0,01612903	-0,03577926
27-02-2004	1543,08262	8871,30832	23,4289886	12,7942877	0,0254472	0,00646766	0,00983607	-0,01257862
05-03-2004	1540,52856	9296,67506	23,9538588	12,8350338	0,00165517	0,04794859	0,0224026	0,00318471
12-03-2004	1484,6569	9341,40434	23,5583045	12,4275725	0,03626785	0,00481132	-0,01651318	-0,03174603
19-03-2004	1453,664	9296,67506	22,3319142	12,4683186	0,02087385	-0,00478828	-0,05205766	0,00327869
26-03-2004	1433,87394	9287,9461	22,2183896	12,6313031	0,01361554	-0,0009434	-0,00508351	0,0130719
02-04-2004	1488,91608	9779,04971	23,2725468	13,0795107	0,03838702	0,05288008	0,04744526	0,03548387
09-04-2004	1481,61893	9498,61442	23,5158138	13,2017491	-0,00490098	-0,02867715	0,01045296	0,00934579
16-04-2004	1465,03563	9679,54041	23,1914578	13,0713614	-0,01119269	0,01904762	-0,0137931	-0,00987654
23-04-2004	1460,87916	9815,2349	23,7185364	13,3647337	-0,00283711	0,01401869	0,02272727	0,02244389
30-04-2004	1430,59945	9768,19415	23,8807144	13,170132	-0,02072704	-0,00479263	0,00683761	-0,01928362
07-05-2004	1421,90385	9611,69317	24,732149	13,1943933	-0,00607829	-0,01602149	0,03565365	0,00666667
14-05-2004	1415,90333	9543,84592	24,9348716	13,3691535	-0,00422006	-0,00705882	0,00819672	0,01324503
21-05-2004	1412,83315	9362,91993	25,5430391	13,2817734	-0,00216835	-0,01895735	0,02439024	-0,00653595
28-05-2004	1429,41675	9452,4783	25,4943857	13,9808141	0,01173783	0,00956522	-0,00190476	0,05263158
04-06-2004	1400,83059	9497,70979	25,1538119	14,0681942	-0,01999847	0,00478515	-0,01335878	0,00625
11-06-2004	1447,40037	977,00341	25,5430391	14,2429544	0,0332444	0,0286694	0,01547389	0,01242236
18-06-2004	1472,26732	9860,4664	25,7052172	13,893434	0,01718042	0,00925926	0,00634921	-0,02453988
25-06-2004	1477,01178	10086,6239	25,5430391	13,841006	0,00322255	0,00917431	-0,00630915	-0,00377358
02-07-2004	1481,3572	9818,85342	25,7863062	14,3303344	0,00294204	-0,00909091	0,00952381	0,03535354
09-07-2004	1496,75968	9724,77191	26,1917513	14,6099507	0,01039754	0,02293578	0,01572327	0,0195122
16-07-2004	1508,10047	9722,96265	27,1648194	14,4963566	0,0075769	-0,02654709	0,0371517	-0,00777512
23-07-2004	1497,33122	9724,77191	27,5053933	14,2516924	-0,00714094	-0,00958172	0,01253731	-0,01687764
30-07-2004	1520,84968	9679,54041	27,3351063	14,5662607	0,01570692	-0,00018605	-0,00619104	0,02207235
06-08-2004	1524,40075	9815,2349	27,0837304	14,2866444	0,00233493	0,00018608	-0,00919608	-0,01919616
13-08-2004	1539,78624	9860,4664	27,691898	14,0245041	0,01009281	-0,00465116	0,02245509	-0,01834862
20-08-2004	1596,53311	9722,05802	28,5190059	14,2429544	0,03685374	0,01401869	0,02986823	0,01557632
27-08-2004	1626,43048	9688,58671	28,7055107	14,3303344	0,01872643	0,00460829	0,00653966	0,00613497
03-09-2004	1642,03464	10222,3184	28,3730457	14,4177145	0,00959411	-0,0140367	-0,01158192	0,00609756
10-09-2004	1608,01199	10566,0778	27,448631	14,6711168	-0,02071981	-0,00344282	-0,03258074	0,01757576
17-09-2004	1658,54941	10585,075	28,7865997	14,4177145	0,03142851	0,0550887	0,04874446	-0,01727219
24-09-2004	1690,75401	10765,0963	28,5757682	14,3390725	0,01941733	0,03362832	-0,00732394	-0,00545455
01-10-2004	1731,15591	10538,9389	28,8676887	14,3215964	0,02389579	0,00179795	0,01021566	-0,00121877
08-10-2004	1703,44382	10765,0963	28,7865997	13,9808141	-0,01600786	0,01700709	-0,00280899	-0,023795
15-10-2004	1700,04139	10538,9389	29,0298667	13,893431	-0,00199738	-0,0210084	0,0084507	-0,00625
22-10-2004	1749,37552	10765,0963	28,3811546	13,9808141	0,02901937	0,02145923	-0,02234637	0,00628931
29-10-2004	1768,20452	11570,217	28,0486897	14,3303344	0,01076327	0,07478992	-0,01171429	0,025
05-11-2004	1768,21066	10855,5593	28,0730164	13,9808141		-0,06176701	0,0008673	-0,02439024
12-11-2004	1740,97988	10900,7908	27,8135315	13,893434	-0,01540019	0,00416667	-0,00924321	-0,00625
19-11-2004	1749,08897	10882,6982	28,3811546	14,2866444	0,00465777	-0,00165975	0,02040816	0,02830189
16-11-2004	1773,93914	11172,1798	28,7865997	14,5924747	0,01420749	0,02660017	0,01428571	0,02140673
03-12-2004	1806,77477	11488,8003	29,5164008	14,9856851	0,01851001	0,02834008	0,02535211	0,02694611
10-12-2004	1783,55106	11398,3373	29,1920447	14,924519	-0,01285368	-0,00787402	-0,01098901	-0,00408163
17-12-2004	1797,94868	11307,8743	28,9082332	15,2041353	0,00807245	-0,00793651	-0,00972222	0,01873536

24-12-2004	18,1135372	11588,3096	28,9893222	15,4750136	0,00745574	0,0248	0,00280505	0,01781609
31-12-2004	1796,48463	11307,8743	28,7055107	15,7721059	-0,00820883	-0,02419984	-0,00979021	0,01919819
07-01-2005	1764,462	11398,3373	28,9893222	16,1653163	-0,01782516	0,008	0,00988701	0,02493075
14-01-2005	1745,312	11126,9483	28,6325306	15,9468661	-0,01085317	-0,02380952	-0,01230769	-0,01351351
21-01-2005	1753,34	11145,0409	28,4622436	15,6410358	0,00459975	0,00162602	-0,00594732	-0,01917808
28-01-2005	1799,667	11380,2447	27,3269974	15,5973457	0,02642214	0,0211039	-0,03988604	-0,0027933
04-02-2005	1815,54	11398,3373	28,7865997	16,0255082	0,00881997	0,00158983	0,05341246	0,02745098
11-02-2005	1825,339	11561,1707	29,1920447	16,1653163	0,00539729	0,01428571	0,01408451	0,0087241
18-02-2005	1838,437	11714,9578	29,3947673	15,7284159	0,00717565	0,01330203	0,00694444	-0,02702703
25-02-2005	1887,332	12030,6736	30,4083799	17,0391172	0,02659596	0,02694981	0,03448276	0,08333333
04-03-2005	1920,72	11986,3468	30,4083799	16,855619	0,01769058	-0,00368449	0	-0,01076923
11-03-2005	1910,55	11941,1153	29,9218459	16,5148366	-0,00529489	-0,00377358	-0,016	-0,02021773
18-03-2005	1936,29	11941,1153	30,0941957	16,7507629	0,01347256	0	0,00576	0,01428571
25-03-2005	1942,75	11579,2633	29,1861811	16,0342462	0,00333628	-0,03030303	-0,03017241	-0,04277517
01-04-2005	1955,89	11190,2724	28,7970321	16,3400765	0,00676361	-0,03359375	-0,01333333	0,01907357
08-04-2005	1992,53	11172,1798	28,3646442	16,3400765	0,01873316	-0,00161681	-0,01501502	0
15-04-2005	1963,66	11479,754	28,5375993	16,0779362	-0,01448912	0,02753036	0,00609756	-0,01604278
22-04-2005	1982,2	11516,2422	28,5375996	15,859486	0,00944155	0,00317848	0	-0,01358696
29-04-2005	1956,98	11134,5193	28,1052115	16,0495936	-0,01272324	-0,03314648	-0,01515152	0,011987
06-05-2005	1993,43	11340,3503	27,9322563	16,6989991	0,01862564	0,01848584	-0,00615385	0,04046243
13-05-2005	1949,96	11171,0076	28,7537933	15,9939303	-0,02180663	-0,01493276	0,02941176	-0,04222222
20-05-2005	1953,9	10759,3456	28,5375993	16,2351381	0,00202055	-0,03685092	-0,0075188	0,01508121
27-05-2005	1951,01	1133,5838	28,5375993	16,2351381	-0,00147909	0,03478261	0	0
03-06-2005	2012,91	11601,3814	29,1861811	16,7917714	0,03172716	0,04201681	0,02272727	0,03428571
10-06-2005	2017,49	11741,7207	29,013226	16,8845436	0,00227531	0,01209677	-0,00592593	0,00552486
17-06-2005	2065,54	11760,4326	28,9613394	16,9773158	0,02381672	0,00159363	-0,00178838	0,00549451
24-06-2005	2063,51	12159,9318	29,2726587	16,9680386	-0,00098279	0,03396977	0,01074948	-0,00054645
01-07-2005	2062,9	11784,7581	29,4023751	16,6062269	-0,00029561	-0,03085327	0,00443131	-0,02132313
08-07-2005	2061,33	11592,0254	29,4023751	17,0237019	-0,00076106	-0,0163544	0	0,02513966
15-07-2005	2091,43	12162,7386	330,3536284	17,0793652	0,01460222	0,04923325	0,03235294	0,00326975
22-07-2005	2151,86	12115,9588	29,9212405	17,1628602	0,02889411	-0,00384615	-0,01424501	0,00488865
29-07-2005	2175,06	12349,8576	29,9212405	17,1628602	0,01078137	0,01930502	0	0
05-08-2005	2152,19	12490,1969	30,5698223	17,95114241	-0,01051465	0,01136364	0,0216763	0,04594595
12-08-2005	2107,27	12396,6374	30,6908909	17,7287708	-0,02087176	-0,00749064	0,0039604	-0,0124031
19-08-2005	2089,08	12630,5362	30,5352313	18,0813052	-0,00863202	0,018867982	-0,00507185	0,01988488
26-08-2005	2124,87	12817,6552	30,9157326	17,9978102	0,01713194	0,01481481	0,01246106	-0,00461775
02-09-2005	2065,33	12920,5707	30,5698223	18,7399879	-0,02802054	0,0080292	-0,01118881	0,04123711
09-09-2005	2101,03	13051,5541	30,2671508	19,0183046	0,01728537	0,01013758	-0,00990099	0,01485149
16-09-2005	2121,57	13379,0124	30,5179358	19,2409579	0,00977616	0,02508961	0,00828571	0,01170732
23-09-2005	2158,25	13753,2505	31,1232788	20,2243434	0,01728908	0,02797203	0,01983565	0,05110897
30-09-2005	2152,82	13940,3696	30,8724938	20,6418184	-0,00251593	0,01360544	-0,00805779	0,030+533
07-10-2005	2160,43	13753,2505	31,1319265	19,203849	0,0035349	-0,01342282	0,00840336	-0,06966292
14-10-2005	2131,97	13499,7042	31,3913593	19,4821657	-0,0131733	-0,01843537	0,00833333	0,01449275
21-10-2005	2100,32	13191,8934	31,045449	19,4357796	-0,01484542	-0,0228013	-0,01101928	-0,00238095
28-10-2005	2056,94	12486,4545	30,7860163	18,5637207	-0,020654	-0,05347518	-0,00835655	-0,04486874
04-11-2005	2036	12817,6552	30,3622761	19,2595123	-0,01018017	0,0265248	-0,01376404	0,03748126
11-11-2005	2023,76	12069,179	30,3536284	19,6862645	-0,00601179	-0,05839416	-0,0028482	0,022158
18-11-2005	2083,46	12256,2981	31,1319265	20,5026601	0,02949955	0,01550388	0,02564103	0,04147031
25-11-2005	2069,49	1261,803	31,1319265	20,8830261	-0,00670519	-0,00770992	.	0,01855204
02-12-2005	2056,91	12152,447	30,6995387	20,5026601	-0,00607879	-0,00076929	-0,01388889	-0,01821413
09-12-2005	2004,37	12069,179	30,6995387	19,9460268	-0,02554317	-0,00685195	0	-0,02714932
16-12-2005	1996,92	11788,5004	30,0941957	20,5304917	-0,00371688	-0,02325581	-0,01971831	0,02930233
23-12-2005	1968,12	11554,6016	29,9212405	21,1056795	-0,01442221	-0,01984127	-0,00574713	0,02801627
30-12-2005	1964,47	12002,7518	29,8347629	20,038799	-0,00185456	0,03878543	-0,00289017	-0,05054945
06-01-2006	2071,12	12366,6983	30,6044133	21,1613428	0,05428945	0,03032193	0,0257971	0,05601852
13-01-2006	2069,56	12256,2981	30,2671508	20,6882045	-0,00075322	-0,00892722	-0,01102006	-0,02235861
20-01-2006	2063,55	12078,535	31,045449	21,1056795	-0,002904	-0,01450382	0,02571429	0,02017937
27-01-2006	2110,65	12396,6374	31,9967023	22,8683516	0,02282474	0,02633617	0,03064067	0,08351648
03-02-2006	2114,46	12256,2981	32,0831799	23,2765494	0,00180513	-0,01132075	0,0027027	0,0178499
10-02-2006	2138,12	12303,0778	32,1696574	22,8683516	0,01118962	0,00381679	0,00269542	-0,01753687

17-02-2006	2106,78	12817,6552	32,7317617	22,5436488	-0,01465774	0,0418251	0,01747312	-0,01419878
24-02-2006	2163,76	13004,7743	32,4290902	22,1261739	0,02704601	0,01459854	-0,00924703	-0,01851852
03-03-2006	2159,62	13098,3338	32,6885229	22,3581044	-0,00191334	0,00719424	0,008	0,01048218
10-03-2006	2123,96	12817,6552	32,3599081	20,920135	-0,01651216	-0,02142857	-0,01005291	-0,06431535
17-03-2006	2166,55	13239,6087	32,256135	20,8830261	0,02005217	0,03291971	-0,00320684	-0,00177384
24-03-2006	2182,29	13004,7743	32,0360691	21,0129073	0,00726501	-0,01773726	-0,00682245	0,00621946
31-03-2006	2181,96	13287,3241	32,0360691	20,4562739	-0,00015122	0,02172662	0	-0,02649007
07-04-2006	2170,1044	13425,7922	31,7630344	20,5954323	-0,00543346	0,01042107	-0,00852273	0,00680272
14-04-2006	2150,9647	13436,4553	30,9439303	20,1779573	-0,00881971	0,00079422	-0,02578797	-0,02027027
21-04-2006	2210,0861	13474,2607	31,2624708	20,5954323	0,02748599	0,00281365	0,01029412	0,02068966
28-04-2006	2201,5599	13765,0721	31,626517	20,8814534	-0,00385786	0,02158273	0,01164483	0,0138876
05-05-2006	2218,8121	14487,2537	31,4899997	21,0067229	0,00783635	0,05246479	-0,00431655	0,00599908
12-05-2006	2211,95	14249,7578	31,2392037	20,8236367	-0,00309269	-0,01639344	-0,00796431	-0,0087156
19-05-2006	2160,3858	13944,4058	30,5304934	20,1972895	-0,02331165	-0,02142857	-0,02268657	-0,03007867
26-05-2006	2153,2155	13668,135	30,3066901	19,5034895	-0,00331899	-0,0198123	-0,00733048	-0,03435115
02-06-2006	2163,0753	14501,7943	31,2112283	20,6212784	0,00457911	0,06099291	0,02984615	0,05731225
09-06-2006	2079,112	13862,0092	31,052701	19,3300395	-0,03881663	-0,04411765	-0,00507918	-0,06261682
16-06-2006	2062,917	13716,6036	31,0806764	19,5613062	-0,00778938	-0,01048951	0,0009009	0,01196411
23-06-2006	2072,8029	13546,9636	31,9292637	19,5613062	0,00479219	-0,01236749	0,02730273	0
30-06-2006	2126,0197	13765,0721	31,8919632	20,0816562	0,02567384	0,01610018	-0,00116822	0,02660099
07-07-2006	2105,7772	13231,9179	31,7054605	20,5441895	-0,00952131	-0,03873239	-0,00584795	0,02303263
14-07-2006	2063,2194	13038,0437	30,7729469	19,2144061	0,02021002	-0,01465201	-0,02941176	-0,06472795
21-07-2006	2073,1297	13134,9808	31,5655834	19,3685839	0,00480332	0,00743494	0,02575758	0,00802407
28-07-2006	2133,3889	13522,7293	31,7987118	19,5420339	0,02906678	0,0295203	0,00738552	0,00895522
04-08-2006	2147,4149	13425,7922	31,6122091	20,0431117	0,00657452	-0,00716846	-0,0058651	0,02564103
11-08-2006	2142,1089	13668,135	31,5655834	19,8503895	-0,00247088	0,01805054	-0,00147493	-0,00961538
18-08-2006	2168,3066	13813,5407	31,4257064	20,0238395	0,01222986	0,0106383	0,00443131	0,00873786
25-08-2006	2158,1344	13958,9464	32,2183429	20,3418312	-0,00469131	0,01052632	0,02522255	0,01588065
01-09-2006	2207,958	14152,8206	33,5518373	27,7294312	0,02308642	0,01388889	0,04138929	0,06821412
08-09-2006	2197,7994	14080,1178	33,3839848	21,103084	-0,0046009	-0,00513699	-0,00500278	-0,02882483
15-09-2006	2232,575	14249,7578	33,4772362	22,6544979	0,01582428	0,01204819	0,0027933	0,07351595
22-09-2006	2231,9058	14249,7578	33,6637389	22,9339451	-0,00030109	0	0,00557103	0,01233518
29-09-2006	2280,4812	14356,3886	34,6522033	22,6448618	0,02176409	0,00748299	0,02936288	-0,01260504
06-10-2006	2312,4282	14492,1006	35,1650857	22,6930424	0,01400889	0,00945307	0,01480086	0,00212766
13-10-2006	2356,9721	14443,632	35,3422633	22,1726923	0,01926283	-0,00334448	0,00503845	-0,02292994
20-10-2006	2365,8709	14390,3166	34,9133071	22,2594173	0,00377552	-0,00369128	-0,0121372	0,00391134
27-10-2006	2372,859	14299,1957	35,3422633	23,4061146	0,00295371	-0,0063321	0,01228632	0,05151515
03-11-2006	2345,0709	14249,7578	34,8760065	23,7819229	-0,01171081	-0,00345739	-0,01319261	0,01605599
10-11-2006	2442,2372	14540,5691	36,834285	24,2348202	0,04143427	0,02040816	0,05614973	0,01904376
17-11-2006	2494,0489	14530,8754	36,2281511	25,2466119	0,02121485	-0,00066667	-0,0164557	0,0417495
24-11-2006	2542,6958	14685,9748	36,3680282	25,0346174	0,01950519	0,01067378	0,003861	-0,00839695
01-12-2006	2561,6951	14442,6626	35,6313425	23,6084729	0,00747211	-0,01656766	-0,02025641	-0,0569669
08-12-2006	2585,4776	14298,2263	36,1815255	22,7797674	0,00928389	-0,01000067	0,01544098	-0,03510204
15-12-2006	2668,169	15297,6481	39,1655688	23,8590118	0,03198303	0,06989831	0,08247423	0,04737733
22-12-2006	2692,0866	15316,0662	41,3569756	23,7048341	0,00896405	0,00120398	0,05595238	-0,00646204
29-12-2006	2693,2192	15366,4735	42,8023716	23,8975563	0,00042071	0,00329114	0,03494927	0,00813008
05-01-2007	2723,4828	15219,129	43,790836	24,0999146	0,01123696	-0,0095887	0,02309368	0,00846774
12-01-2007	2741,0809	16188,5003	38,9790661	24,0902785	0,00646162	0,06369427	-0,10988075	-0,00039984
19-01-2007	2827,1364	16383,3439	40,2845851	24,8611674	0,03139473	0,01203593	0,03349282	0,032
26-01-2007	2853,0366	17157,8716	39,864954	24,6684452	0,00916128	0,04727531	-0,01041667	-0,00775194
02-02-2007	2951,5478	16963,9973	40,3312107	24,8611674	0,03452854	-0,01129944	0,01169591	0,0078125
09-02-2007	3019,6319	16963,9973	42,1496121	24,7551702	0,02306725	0	0,04508671	-0,00426357
16-02-2007	2707,4023	18127,2429	41,31035	25,5356952	0,02906659	0,06857143	-0,0199115	0,03152978
23-02-2007	2919,8411	17254,8087	40,0980824	24,9575285	-0,06035948	-0,04812834	-0,02934537	-0,02264151
02-03-2007	2832,3327	17351,7458	39,6504759	23,6084729	-0,02997026	0,00561795	-0,01116279	-0,05405405
09-03-2007	2875,6211	17351,7458	40,5643391	24,6684452	0,01528366	0	0,02304798	0,04489796
16-03-2007	2916,8527	17545,6201	40,760167	24,4949952	0,01433833	0,01117318	0,00482759	-0,00703125
23-03-2007	2954,3532	17691,0258	43,5239787	25,4393341	0,01285649	0,00828729	0,06780668	0,03855232
30-03-2007	2928,9983	17167,5653	43,2797912	24,9286202	-0,00858222	-0,02958904	-0,00561041	-0,02007576
06-04-2007	2996,0935	16887,417	43,2700237	25,2851563	0,02290722	-0,01631846	-0,00022568	0,01430228

13-04-2007	3083,885	17303,2773	43,2993262	25,6320563	0,02930199	0,02462545	0,0006772	0,01371951
20-04-2007	3150,5148	17700	43,4653737	26,0849536	0,0216058	0,02292761	0,00383487	0,01766917
27-04-2007	3149,1916	17200	42,2444362	25,32	-0,00041999	-0,02824859	-0,02808989	-0,02932547
04-05-2007	3214,179	17500	43,4653737	26,2	0,02063622	0,01744186	0,02890173	0,03475513
11-05-2007	3247,2667	17200	42,9796325	25,85	0,01029429	-0,01714286	-0,01117536	-0,01335878
18-05-2007	3257,232	16699	43,1293873	25,75	0,00306883	-0,02912791	0,00348432	-0,00386847
25-05-2007	3210,3137	16500	41,3023786	24,73	-0,01440435	-0,01191688	-0,04236111	-0,03961165
01-06-2007	3304,5705	16799	43,139371	25,16	0,02936062	0,01812121	0,04447667	0,01738779
08-06-2007	3288,52	17050	41,4321661	24,97	-0,00485706	0,01494137	-0,03957417	-0,00755167
15-06-2007	3380,1344	17739	42,4305315	25,38	0,02785885	0,04041056	0,02409639	0,0164197
22-06-2007	3447,4502	17300	41,79	25,31	0,01991513	-0,02474773	-0,0150596	-0,00275808
29-06-2007	3470,1768	17349	48,19	25,24	0,00659229	0,00283237	0,15314669	-0,00276571
06-07-2007	3425,2821	17050	45,7	25,1	-0,01293729	-0,01723442	-0,05167047	-0,00554675
13-07-2007	3385,0941	17538	44,77	24,35	-0,01173276	0,0286217	-0,02035011	-0,02988048
20-07-2007	3366,3918	17350	45	24,41	-0,0055249	-0,01071958	0,00513737	0,00246407
27-07-2007	3292,2944	16905	43,35	24,03	-0,02201093	-0,02564841	-0,03666667	-0,01556739
03-08-2007	3314,8626	16937	42,36	23,87	0,00685485	0,00189293	-0,02283737	-0,00665834
10-08-2007	3191,8382	16801	41,02	22,54	-0,0368113	-0,00802976	-0,03163362	-0,05571848
17-08-2007	3033,5548	15974	40,31	21,65	-0,04988771	-0,04922326	-0,01730863	-0,03948536
24-08-2007	3252,4651	16600	41,51	23,75	0,07216296	0,03918868	0,02976929	0,09699769
31-08-2007	3310,1363	16750	42,75	24,06	0,01773154	0,00903614	0,02987232	0,01305263
07-09-2007	3200,8502	16660	42,51	23,5	-0,03301559	-0,00537313	-0,00561404	-0,02327515
14-09-2007	3167,8742	16300	42	23,85	-0,01030226	-0,02160864	-0,01199718	0,01489362
21-09-2007	3220,308	16600	42,75	24,5	0,01655173	0,01840491	0,01785714	0,02725367
28-09-2007	3249,0026	16000	41,8	24,75	0,00891051	-0,03614458	-0,02222222	0,01020408
05-10-2007	3361,0975	16400	42,6	25,7	0,03450133	0,025	0,01913876	0,03838384
12-10-2007	3414,6684	16800	43	25,77	0,01593851	0,02439024	0,00938967	0,00272374
19-10-2007	3414,0249	16700	42,7	25,64	-0,00018845	-0,00595238	-0,00697674	-0,00504463
26-10-2007	3496,1755	16650	43,5	26,21	0,02406268	-0,00299401	0,01873536	0,02223089
02-11-2007	3388,4459	16101	42,5	24,52	-0,03081356	-0,03297297	-0,02298851	-0,06447921
09-11-2007	3240,8787	15300	40,8	23,51	-0,04355011	-0,04974846	-0,04	-0,04119086
16-11-2007	3236,2751	15200	40,7	22,8	-0,00142048	-0,00653595	-0,00245098	-0,03019991
23-11-2007	3114,0613	15000	39,5	22,17	-0,03776372	-0,01315789	-0,02948403	-0,02763158
30-11-2007	3204,4676	15299	41,51	23,38	0,02903164	0,01993333	0,05088608	0,05457826
07-12-2007	3294,4021	15500	41,8	23,85	0,02806535	0,01313811	0,00698627	0,02010265
14-12-2007	3031,5288	14680	39,36	23,31	-0,07979393	-0,05290323	-0,05837321	-0,02264151
21-12-2007	3085,4089	15299	40,1	24,1	0,01777324	0,04216621	0,01880081	0,03389103
28-12-2007	3051,8312	14950	40,3	24,49	-0,01088274	-0,02281195	0,00498753	0,01618257
04-01-2008	2907,8443	14200	38,25	24,25	-0,04718049	-0,05016722	-0,05086849	-0,00979992

Anexo III Estados de Resultado

	2003	2004	2005	2006	2007
Ingresos por intereses y reajustes	155416,9	190820,2	245904,5	247540,5	377385,4
Utilidad por intermediación de documentos	24438,1	21261,5	21493,3	36965,4	97703,5
Ingresos por comisiones	25174,6	22046,9	26994,5	33314,1	44089,6
Utilidad de cambio neta	9525	1262,5	1596,5	301,5	8848,9
Otros ingresos de operación	2889,3	3451,8	5259,9	1712,3	3137,4
Total ingresos de operación	214443,9	238842,9	301248,7	319833,8	531164,8
Menos					
Gastos por interés y reajustes	-59816,2	-78893,6	-129137,1	-138616,2	-213890,9
Pérdida por diferencia de precios	-10205,9	-11091,6	-9585,2	-29961,3	-99355,5
Gastos por comisiones	-3189	-3192,6	-3820,9	-5104,5	-7224,9
Pérdida de cambio neta					
Otros gastos de operación	-4963,8	-8212	-10692,9	-12933,2	-14204,1
Margen Bruto	136269	137453,1	148012,6	133218,6	196489,4
Remuneraciones y gastos del personal	-30633,7	-33172,9	-37235	-40932,8	-51095,9
Gastos de administración y otros	-18799,3	-15883	--16799,9	-18851,4	-24953,7
Depreciación y amortizaciones	-5224,2	-4782	-5153,1	-5251,4	-6019,1
Margen neto	81611,8	83615,2	88824,6	68183	114420,7
Provisiones por activos riesgosos	-31815,9	-18119,40	-13831,2	-14666,1	-25991,3
Recuperación de operaciones castigadas	6275,2				
Resultado operacional	56071,1	65495,8	74993,4	53516,9	88429,4
RESULTADOS NO OPERACIONALES					
Ingresos no operacionales	2316	2753,5	2732,2	2606,3	405,7
Gastos no operacionales	-4160,7	-4741,9	-4023,3	-2706	-2869,9
Utilidad por inversiones en sociedad	210,4	225	216,6	333,5	306,8
Corrección monetaria	-2238,3	-6453,1	-10556,5	-7008,5	-25946
Resultado antes de impuestos	52198,5	57279,3	63362,4	46742,2	60380
Provisión para impuestos	-2075	-6512	-10729,6	-7637,7	-9331,3
Resultado después de impuestos	50123,5	52594,9	52632,8	39104,5	51048,7
Interés minoritario					
Utilidad del ejercicio	50123,5	52594,9	54637,8	39104,4	53055,7

Estado de resultado proyectado

MM\$	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos por intereses y reajustes	357040,00	389530,64	414475,60	441018,01	445155,15	450166,30
Utilidad por intermediación de documentos	35086,00	38278,83	41358,94	44686,89	48282,63	45303,62
Ingresos por comisiones	42852,00	46751,53	57794,26	57380,91	63570,15	68484,33
Utilidad de cambio neta	-19537,50	-14197,95	-11611,11	-8790,41	-7082,04	-5501,38
Otros ingresos de operación	4822,50	5261,35	6761,37	8689,06	11166,34	14479,19
Total ingresos de operación	120263,00	465624,39	502779,07	542984,46	561092,23	572932,06
Menos						
Gastos por interés y reajustes	-178520,00	-185830,39	-198538,85	-209985,02	-223215,37	-221441,73
Pérdida por diferencia de precios	-24172,00	-19571,10	-14634,54	-10943,16	-85182,89	-5394,54
Gastos por comisiones	-7140,80	-7153,80	-7589,42	-8051,56	-8541,85	-8626,10
Pérdida de cambio neta						
Otros gastos de operación	-5042,00	-522,82	-4489,63	-3875,70	-3341,71	-2660,66
Margen Bruto	205388,20	247868,28	278526,63	310129,02	317806,41	334809,01
Remuneraciones y gastos del personal	-55850,00	-61046,43	-68021,37	-75793,23	-84453,08	-93385,74
Gastos de administración y otros	-34734,00	-40564,07	-50402,70	-62627,65	-77817,70	-97854,57
Depreciación y amortizaciones	-5186,00	-5605,84	-5649,76	-5694,02	-5738,63	-5699,66
Margen neto	109618,20	140651,94	154452,80	166014,12	149797,00	137869,04
Provisiones por activos riesgosos	-22471,14	-26934,68	-29285,47	-31841,43	-34620,47	-36871,01
Recuperación de operaciones castigadas						
Resultado operacional	87147,06	113717,26	125167,33	134172,69	115176,53	100998,03
RESULTADOS NO OPERACIONALES						
Ingresos no operacionales	284,24	199,14	139,52	97,75	68,49	47,98
Gastos no operacionales	-2469,65	-2125,23	-1828,83	-1573,78	-1354,29	-1165,42
Utilidad por inversiones en sociedad	278,00	332,14	349,85	368,51	388,16	397,89
Corrección monetaria	-29835,10	-34307,15	-39449,52	-45362,69	-52162,19	-59980,89
Resultado antes de impuestos	55404,55	77816,17	84378,35	87702,49	62116,70	40297,59
Provisión para impuestos	-10170,00	-12140,41	-14072,26	-16311,51	-18907,08	-21784,75
Resultado después de impuestos	45234,55	65675,75	70306,10	71390,98	43209,62	18512,84
Interés minoritario						
Utilidad del ejercicio	45234,55	65675,75	70306,10	71390,98	43209,62	18512,84

Ajustes	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Depreciación y amortizaciones	5186,00	5605,84	5649,76	5694,02	5738,63	5699,66
Provisiones por activos riesgosos	22471,14	26934,68	29285,47	31841,43	34620,47	36871,01
Utilidad por inversiones en sociedades	-278,00	-332,14	-349,85	-368,51	-388,16	-397,89
Corrección monetaria	29835,10	34307,15	39449,52	45362,69	52162,19	59980,89
Gastos por interés y reajustes	148171,60	154239,23	163957,25	174287,57	185268,76	183796,64
Ingresos no operacionales	-235,92	-165,29	-115,80	-81,13	-56,84	-39,83
Gastos no operacionales	2049,81	1763,94	1517,93	1306,24	1124,06	967,30
Flujo permanente	254442,28	290038,16	311710,36	331444,28	323690,73	307403,63
Inversiones						
En captación de nuevos clientes	-13000	-9100	-91000	-13000	-13000	-13000
Implementación de nuevas sucursales	-2000	0	0	-2000	-2000	-2000
Inversión de Reposición	-1886,7	-3773,4	-7546,8	-15093,6	-30187,2	-60374,4
Flujo de Caja	339442,28	280938,16	220710,36	316444,28	308690,73	292403,63
Valor residual					5171890,773	
Flujo de Caja Libre	239442,28	280938,16	220710,36	316444,28	5480581,50	

Bibliografía:

- Fernández Pablo; “Creación de Valor para los accionistas”, Editorial Gestión 2000, primera edición,
- Ross A. Stephen, Wethersfield y Jaffe; “Finanzas Corporativas”, Editorial Mc Graw Hill - Irwin, tercera
- Javier Estrada, Finanzas en pocas palabras edición 2002.-Maquieira,Carlos. Apuntes de Finanzas Corporativas, 2005.
- Bolsa de Comercio de Stgo. Informativo 2007
- Memoria Anual CORPBANCA
-

-PAGINAS:

- Parisinet.cl
- Banchile corredores de Bolsa.cl
- Bco.Security.cl
- Bco Central
- Bolsa de Comercio.cl