



VALORACIÓN DE EMPRESAS BANMÉDICA

Mediante el Método de Valoración por Múltiplos

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

Alumno: Juan Barrera

Profesor Guía: José Olivares

Santiago, julio de 2018

Resumen Ejecutivo

Banmédica es la organización de salud privada más importante de Chile. Cuenta con más de 25 años de presencia en el país, ha logrado satisfacer las necesidades de salud de un gran porcentaje de todos los chilenos. Asimismo, posee experiencia internacional en el negocio asegurador y prestador en países como Colombia y Perú. En Empresas Banmédica se cuenta con la mejor infraestructura hospitalaria y la más variada gama de planes y servicios, para que los clientes accedan a los mejores beneficios de salud del mercado. Durante los últimos años el crecimiento de la Sociedad se ha venido financiando principalmente con instrumentos de deuda a largo plazo cuyos vencimientos oscilan entre los 7 y 25 años desde su emisión. Adicionalmente, la deuda financiera de la Sociedad se ha venido incrementando en un 20% en promedio aproximadamente por los últimos 5 años, y por otro lado, se observa también un incremento en el capital económico debido al alza de la acción de la Sociedad en un 11% en promedio aproximadamente por los últimos 5 años, esto ha llevado a que se incrementen los niveles de apalancamiento de la empresa, considerando que la razón deuda a patrimonio (B/P) pasó de 25,07% en 2013 a 31,44% en 2017, afectando el cálculo de la tasa del costo de capital.

Banmédica durante los últimos 5 años ha experimentado un crecimiento muy importante que lo ha llevado a formarse como líder en el área dentro del mercado chileno, cuyos ingresos se incrementaron en un 10% y el EBITDA en un 22% en promedio aproximadamente por los periodos antes indicados. Se observó a través de la valoración por múltiplos para el precio de la acción de Banmédica, un rango entre \$ 1.446,72 y \$ 1.944.22., donde además un promedio del precio de \$ 1.629,57, desviándose en aproximadamente un 0,04% por encima respecto al precio de la acción a la fecha de la evaluación (\$ 1.629).

Tabla de contenido

Resumen Ejecutivo	2
1. Metodología	4
2. Descripción de Empresas Banmédica y la Industria.....	6
3. Descripción del Financiamiento de la Sociedad	13
4. Estimación de la Estructura de Capital de la Sociedad	17
5. Estimación del Costo Patrimonial y Costo de Capital de la Sociedad	20
6. Valorización por Múltiplos	24
Conclusiones	28
Bibliografía	29
Anexos	30

1. Metodología

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

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

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

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

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

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

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos³:

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

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

³ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

- **Múltiplos de Ganancias:**

Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)

Valor/EBIT

Valor/EBITDA

Valor/Flujo de Caja

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

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

- **Múltiplos de Valor Libro:**

Precio acción/valor libro de la acción (PV)

Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos

Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

- **Múltiplos de Ventas:**

Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)

Value/Sales

2. Descripción de Empresas Banmédica y la Industria

2.1. Operaciones de Banmédica

Banmédica es una organización privada con 29 años en el mercado que opera en el mercado latinoamericano en el área de seguros de salud, área de prestadores de salud y rescate móvil. En Chile, para el 2016 el área de los seguros de salud, las Isapres Banmédica y Vida Tres poseen un giro de comercialización de distintos planes de seguros de salud privados. Sus principales competidores son las distintas Isapres abiertas del mercado, tales como: Consalud, Cruz Blanca, Colmena y Mas Vida. Al 31 de diciembre del 2016 la participación de las Isapres del Grupo en forma conjunta en este mercado, asciende a 26,2% en cotizaciones y en número de beneficiarios a un 24,2%. Para el área de prestaciones de salud y rescate móvil se encuentran la Clínica Santa María, Dávila, Vespucio, Ciudad del Mar, Bío Bío, Vidaintegra y Help Al 31 de diciembre de 2016 las Clínicas del Holding poseen una alta participación de mercado que medida en número de camas del sector privado de la Región Metropolitana asciende a 35,1%. Para las internacionales, existen una serie de compañías que comercializan planes privados y prestaciones de salud hospitalarias en Colombia y en Perú.

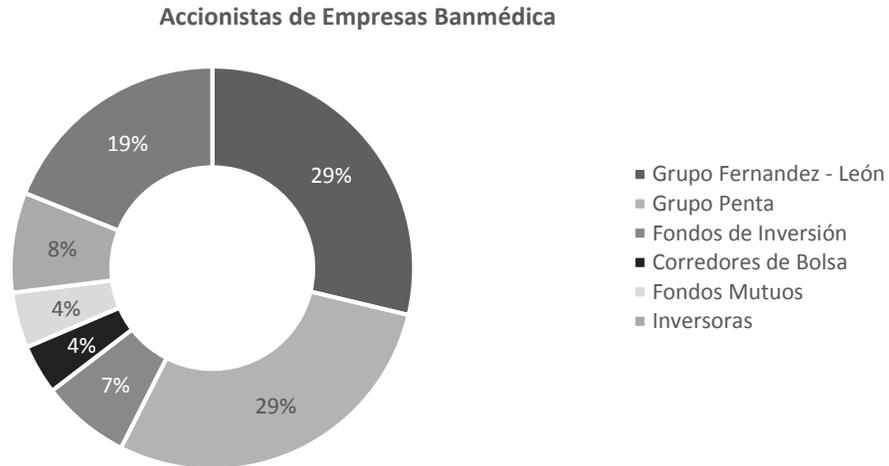
2.2. Filiales de Banmédica

Banmédica posee una red de empresas que se componen de distintos tipos de negocios. Para el área de seguros de salud: Isapre Banmédica (100%) y Vida Tres (100%). Para el área de prestadores de salud y rescate móvil: Clínica Santa María (99,43%), Inmobiliaria Clínica Santa María (99,43%), Clínica Dávila (100%), Vidaintegra S.A. (100%); que, a su vez, posee control sobre Omesa (100%), Clínica Alameda (100%) y Administradora Médica Centromed (74,25%). Inversiones Clínicas Santa María (100%); posee control sobre Clínica Vespucio (100%), Clínica Bío Bío (100%) y Clínica Ciudad del Mar (100%). Help (100%) es otra de las filiales, que posee a su vez control sobre Home Medica (100%) y, por último, Clínica Iquique (13,08%). En el área internacional, Colmédica Medicina Prepagada y Aliansalud (76,27%), Sociedad Editorial para la Ciencia (76,29%), Banmédica Internacional Spa (100%), Administradora Country (50%), Promotora Country (50%), Vida Tres Internacional (100%), Grupo Banmédica (99,90%) y Empremédica (100%). Dentro de estas empresas existen aproximadamente un grupo de diecisiete compañías en las cuales estas filiales poseen control. Existen otras compañías en las cuales Banmédica S.A. participa, como, por ejemplo: Inmobiliaria Apoquindo 3600 (100%), Constructora e Inmobiliaria Magapoq (100%), Inmobiliaria e Inversiones Alameda (100%), Inmobiliaria Apoquindo (100%), Saden (100%), Centros de Servicios

Compartidos Banmédica (100%) y Fundación Banmédica (100%). Dentro de este grupo existen unas seis empresas adicionales en las cuales las filiales participan.

2.3. Accionistas Mayoritarios de Banmédica

Los mayores accionistas al 31 de diciembre de 2017 son los siguientes:



2.4. Segmentos del Negocio

Las actividades de la Sociedad se desarrollan fundamentalmente en tres áreas de negocios del sector privado de salud:

- Área de seguros de salud: Esta área de negocio se encuentra conformada por las Isapres Banmédica y Vida Tres, cuyo giro es la comercialización de distintos planes de seguros de salud privados. Sus principales competidores son las distintas Isapres abiertas del mercado, tales como: Consalud, Cruz Blanca, Colmena y Masvida. Al 31 de diciembre del 2016 la participación de las Isapres del Grupo en forma conjunta en este mercado, asciende a 26,2% en cotizaciones y en número de beneficiarios a un 24,2%.
- Área de prestadores de salud y rescate móvil: En esta área Empresas Banmédica cuenta con clínicas de alta complejidad: Santa María y Dávila; clínicas de mediana complejidad: Vespucio, Ciudad del Mar y Bío Bío; centros médicos Vidaintegra y en el área de rescate médico móvil se encuentra su filial Help. Los servicios que prestan estas sociedades corresponden a atenciones de salud tanto hospitalaria y ambulatoria, como también servicios de atención de salud domiciliaria. Dentro de los principales competidores de esta área se

encuentran las distintas clínicas privadas de Santiago, tales como: Las Condes, Alemana, Indisa, Tabancura, Bicentenario y Avansalud Providencia; y redes de centros médicos como Integramédica y Megasalud, y en servicios de rescate médico móvil, la Unidad Coronaria Móvil. Al 31 de diciembre de 2016 las Clínicas del Holding poseen una alta participación de mercado que medida en número de camas del sector privado de la Región Metropolitana asciende a 35,1%.

- Área internacional: en esta área se comercializan planes privados de medicina Prepagada como también prestaciones de salud hospitalarias y ambulatorias a través de las filiales Colmédica Medicina Prepagada y Aliansalud (Colombia), Empresas Banmédica desarrolla sus actividades de salud en tres áreas de negocios: Seguros de Salud, Prestadora de Salud y Rescate Médico Móvil e Internacional. Editorial para la Ciencia Ltda. (Colombia), Clínica del Country (Colombia), Clínica La Colina (Colombia), Clínica Portoazul (Colombia), Grupo Banmédica (Perú), Empremédica (Perú) en acuerdo de asociación conjunta con la sociedad peruana El Pacífico Peruano Suiza Compañía de Seguros y Reaseguros, dueñas de las sociedades peruanas Laboratorios ROE, Clínica San Felipe, Pacífico S.A. Entidad Prestadora de Salud, Pacífico Servicios Generales de Salud, Sistema de Administración Hospitalaria, La Esperanza del Perú, Análisis Clínicos ML, Centro Médico Odontológico Americano, Oncocare, Doctor +, Prosemedic y Clínica Sánchez Ferrer. En cuanto a los principales competidores en Colombia se puede señalar que en venta de seguros de salud de medicina prepagada se encuentran principalmente Colsanitas y Coomeva. En ese mercado Colmédica Medicina Prepagada tiene el 23,9% de participación a nivel nacional y su mayor participación está en la ciudad de Bogotá donde participa con más del 25%. Por otro lado, en Perú a través del acuerdo conjunto con El Pacífico Peruano Suiza en el año 2015, se logró incrementar su número de camas desde 102 camas hasta 365 e ingresar al segmento de seguros de salud, logrando una participación de mercado del 43,5% en términos de primas netas, siendo los principales competidores en el área de seguros de salud: Rimac, Mapfre Perú y la Positiva Sanitas; para las Clínicas se encuentran: Anglo Americana y Montesur y, para la red de laboratorios se encuentran principalmente: Laboratorios Clínicos Suiza Lab, Blufstein y Medlab. Respecto al marco regulatorio, en Chile las áreas de negocio se encuentran reguladas por la Superintendencia de Valores y Seguros y la Superintendencia de Salud, en Colombia por la Superintendencia de Industria y Comercio y en Perú por la Superintendencia Nacional de Salud. Estas entidades se encargan de estudiar la normativa y marco regulatorio de estos sectores, sus políticas de negocios y el desempeño de sus resultados.

2.5. Descripción de la Industria

Para el análisis de la industria se separaron en dos segmentos principales del negocio: seguros de salud y prestadores de salud. El área Aseguradora corresponde a los agentes oferentes del seguro de salud, que en definitiva son quienes reciben los fondos cancelados por concepto de cotización previsional obligatoria y voluntaria. En la actualidad los principales aseguradores son FONASA e Isapres. El sector estatal se consolidó a partir de 1952 con la creación del Servicio Nacional de Salud que llegó a administrar 33.000 camas (90%) del total del país y proporcionaba la mayoría de las consultas médicas a nivel nacional. A partir de 1979, su sucesor es el Fondo Nacional de Salud, FONASA, que en la actualidad abarca a más del 75% de la población.

Las instituciones de Salud Previsional, Isapres, nacieron en 1981, lo que permitió la administración privada de la cotización obligatoria de salud de los trabajadores, al mismo tiempo que se permitió a las personas optar al sistema de salud de su preferencia. Las Isapres pueden ser abiertas o cerradas. Las Instituciones abiertas corresponden a aquellas en las cuales cualquier trabajador podría afiliarse, mientras que en las cerradas su acceso es restringido, ya sea por limitarse a asegurar a trabajadores de un sector determinado o pertenecientes a una empresa en particular (por ejemplo, Isapre Chuquicamata Ltda., cuyos servicios van dirigidos a trabajadores y colaboradores de la división Codelco Norte).

A agosto 2017, en Chile operan doce aseguradoras (Ilustración 1). De éstas, seis corresponden a Isapres abiertas y concentran el 97,8% de los afiliados del sistema.

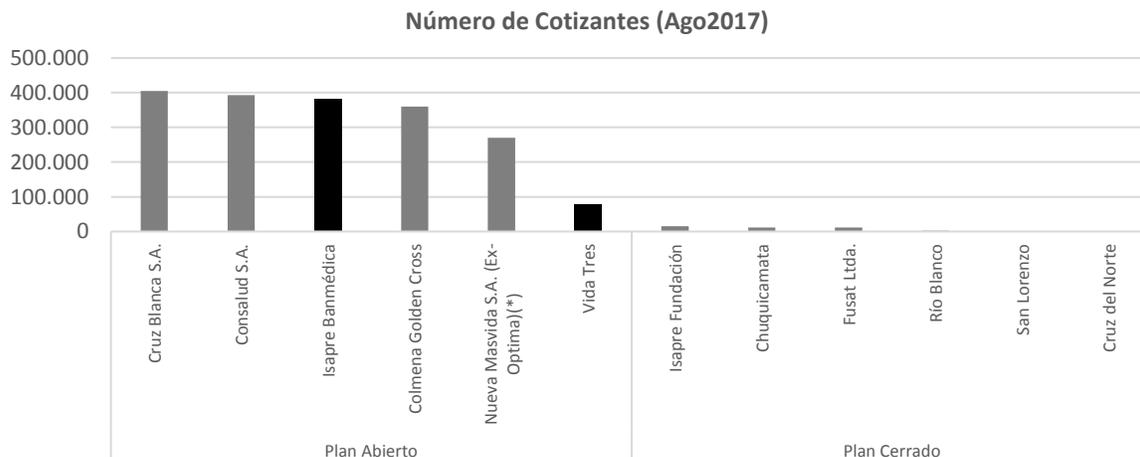


Ilustración 1 – Fuente: Datos de la Superintendencia de Salud 2017

La participación de cada una de ellas, sobre la base del número de afiliados se presenta en la Ilustración 2.

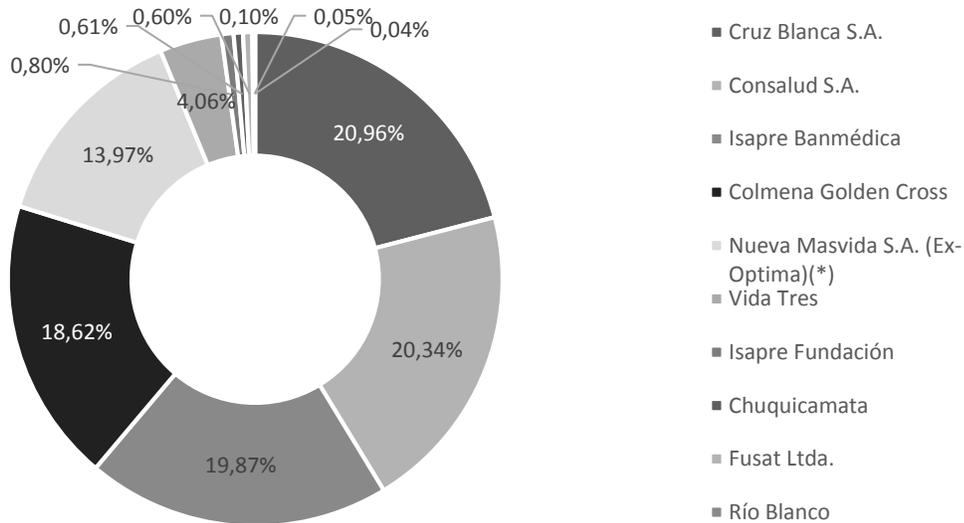


Ilustración 2 - Fuente: Datos de la Superintendencia de Salud 2017

Como se observa en la ilustración anterior, al cierre de agosto 2017 Isapre Cruz Blanca continúa liderando el mercado con un 20,96% del total de cotizantes. Sin embargo, al observar a Banmédica, dueña de Isapres Banmédica y Vida Tres, ésta abarca el 23,93% del total de mercado del total de cotizantes.

Respecto al área prestadora de servicios de salud, según el informe de Clínicas de Chile A.G., los prestadores de salud en Chile, se clasifican principalmente en públicos y privados. Al cierre de 2014, las prestaciones privadas concentraron el 37% de las atenciones de salud en Chile. Adicionalmente, tanto los prestadores públicos como privados reciben a cotizantes tanto de FONASA como de Isapres a través de la modalidad de libre elección.

De acuerdo a la oferta de prestadores de salud en Chile, al cierre de 2015 existían 348 instituciones, de las cuales 187 son hospitales públicos y 79 son clínicas. Respecto a las clínicas privadas, en Chile sólo existen 6 instituciones con 200 o más camas, 14 instituciones entre 101 y 199 camas y 59 instituciones con 100 camas o menos.

A junio de 2015, la oferta de camas alcanzaba las 37.522 unidades. El sector público contaba con 24.987 camas, concentrando el 66% del total, mientras que las clínicas privadas concentraban 6.755 camas (18% del total de camas).

PARTICIPACIÓN DE MERCADO DE CAMAS (%) SISTEMA DE SALUD

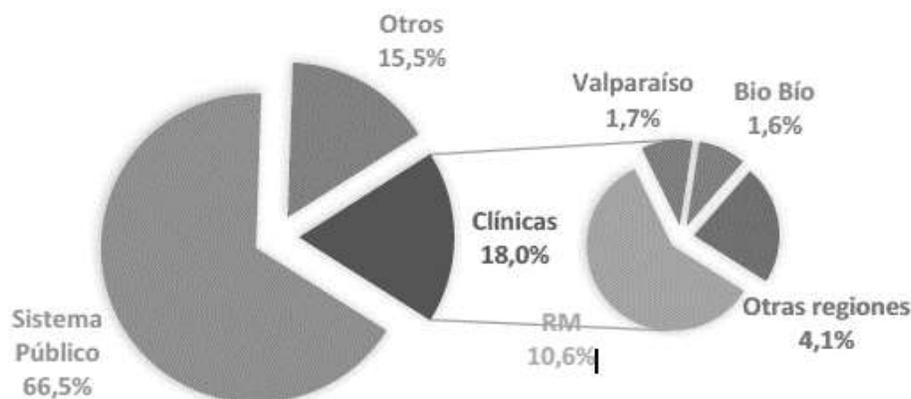


Ilustración 3 - Fuente: Clínicas de Chile A.G.

Respecto a datos macroeconómicos, al año 2013 Chile tenía un gasto en salud de 7,3% como porcentaje del PIB, uno de los menores entre los países de la OCDE.

GASTO EN SALUD / PIB (%)

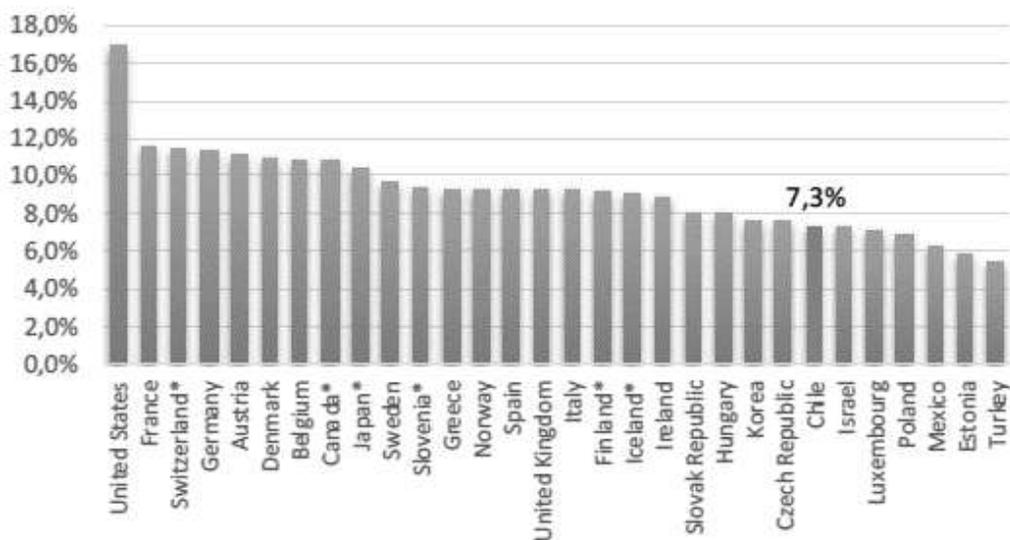


Ilustración 4 - Fuente: OCDE 2013-2012

En la industria de prestaciones de salud, según la ilustración 5, Banmédica a diciembre 2015 ocupa aproximadamente el 24,5% de las camas de clínicas de la Región Metropolitana a través de dos clínicas de alta complejidad (Clínica Santa María y Clínica Dávila) y una de mediana complejidad (Clínica Vespuccio). Asimismo, posee otras dos clínicas en la región de Valparaíso

(Clínica Ciudad del Mar) con una participación del 15,2% y Región del Bío Bío (Clínica Biobío) con 9,8% de participación en sus respectivas regiones. La compañía además ofrece servicios ambulatorios en estas tres regiones, a través de sus filiales Vida Integra y Help

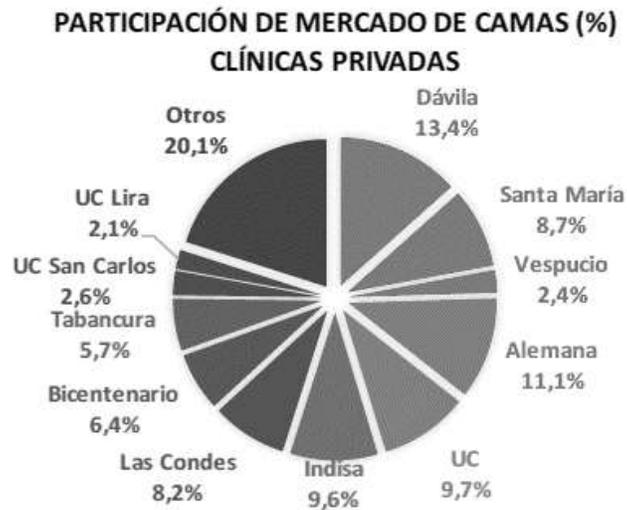


Ilustración 5 - Fuente: Clínicas de Chile A.G

3. Descripción del Financiamiento de la Sociedad

Al observar la estructura financiera contable de la Sociedad, podemos notar que Banmédica S.A. concentra la mayoría de sus activos como no corrientes, compuestos fundamentalmente por propiedades, plantas y equipos. Banmédica desde el 2013 muestra un comportamiento creciente y equilibrado respecto al nivel de sus activos, ya que desde el 2013, la Sociedad ha incrementado sus activos en promedio en un 15% aproximadamente, manteniendo de forma constante los niveles de activos totales tal como se muestra en la ilustración 6.

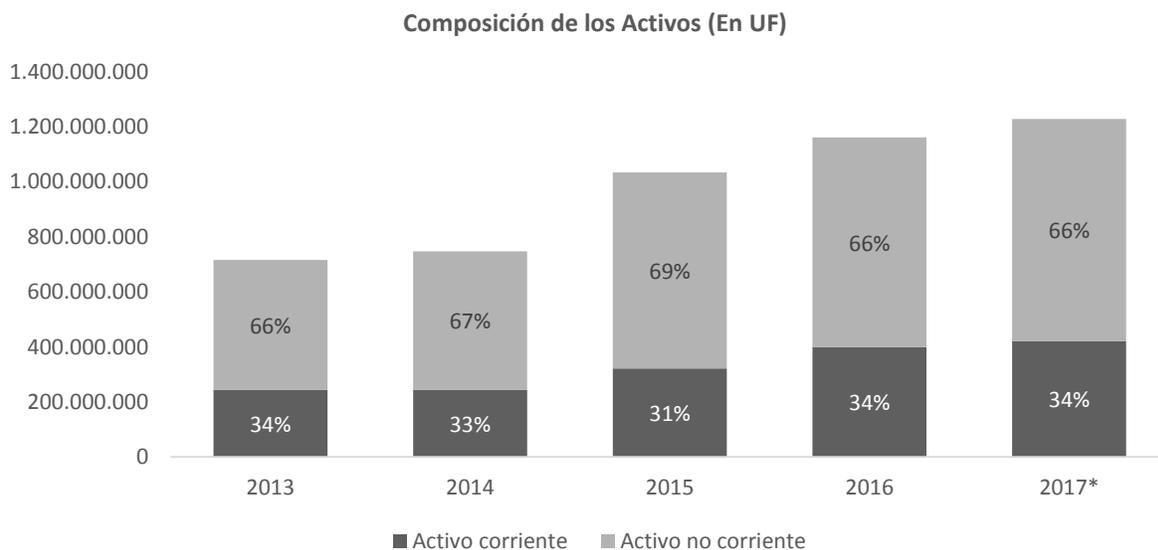


Ilustración 6 - Fuente: Estados Financieros Consolidados de la Sociedad (Expresado en M\$)

La Sociedad entre el 2013 y junio 2017 concentra entre el 66% y 69% del total de sus activos en activos no corrientes, mientras que como activos corrientes mantiene una concentración entre el 31% y 34% durante el período revisado. Asimismo, Banmédica financia sus activos de acuerdo a la siguiente estructura contable, tal como se muestra en la ilustración 7.

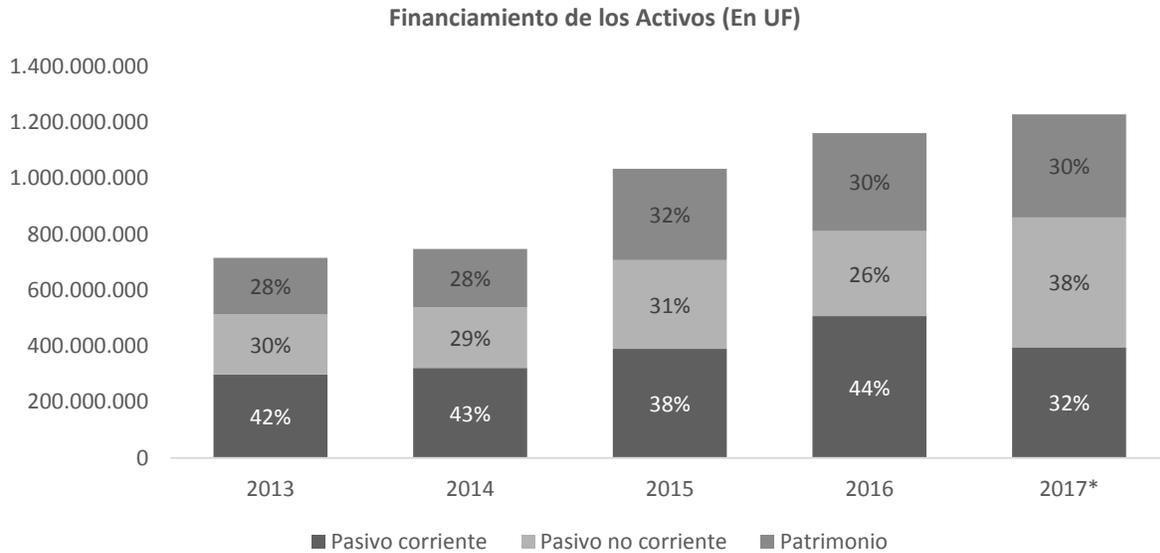


Ilustración 7 - Fuente: Estados Financieros Consolidados de la Sociedad (Expresado en M\$)

La Sociedad contablemente, concentra su financiamiento desde el 2013 hasta junio 2017 entre un 32% y 43% como pasivos corrientes, mientras que los pasivos no corrientes se concentran entre un 26% y 38%. Por otro lado, el patrimonio está concentrado entre un 28% y 30% durante el período evaluado. Esta estructura nos dice, que la Sociedad enfoca sus fuentes de financiamiento no corrientes en un promedio de 90% a los activos no corrientes, por lo que el otro 10% corresponde a pasivos corrientes. La Sociedad, por esta razón, presenta índices negativos de capital de trabajo neto, ya que existe parte del capital de trabajo que se financia con deudas a corto plazo o proveedores.

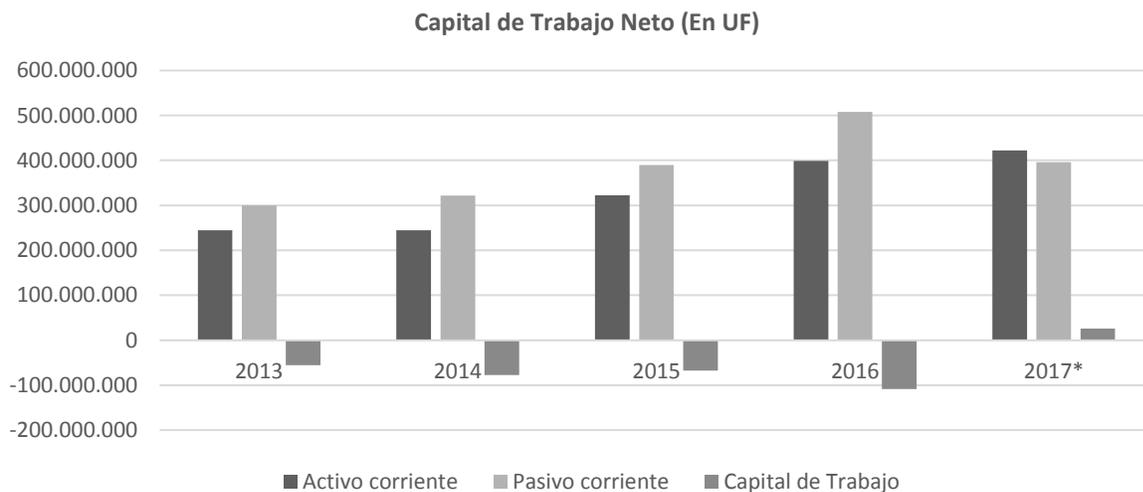


Ilustración 8 - Fuente: Estados Financieros Consolidados de la Sociedad (Expresado en M\$)

Al detallar y profundizar la estructura de financiamiento que la Sociedad posee en sus libros, es notorio que la composición de sus pasivos corresponde a préstamos obtenidos con bancos, emisión de instrumentos de deuda y arrendamientos financieros en su mayoría. Banmédica ha mantenido desde el 2013 hasta el primer semestre de 2017 un promedio de 55% en emisión de instrumentos de deuda, siendo esta la primera fuente de financiamiento de la Sociedad, seguido por préstamos bancarios con un promedio del 38% y por último los arrendamientos financieros con un 7% en promedio.

Tabla 1 - Fuente: Estados Financieros Consolidados de la Sociedad

Otros pasivos Financieros (M\$)					
Concepto	2013	2014	2015	2016	2017*
Arrendamientos financieros	21.662.179	18.167.454	19.947.588	16.307.302	17.796.619
Instrumentos de deuda	117.395.512	120.625.300	175.792.519	178.014.383	228.839.092
Préstamos bancarios	64.559.909	71.198.732	101.581.064	181.942.797	163.866.889
Derivados	-	137.185	676.083	1.521.142	1.678.511
Total	203.617.600	210.128.671	297.997.254	377.785.624	412.181.111

Por otro lado, se observa que no ha habido incrementos de capital en los últimos cinco años ni tampoco se han emitido nuevas acciones, por lo que la política de financiamiento se restringe a títulos de deuda a largo plazo y préstamos a largo plazo. En total, la deuda financiera de la Sociedad en UF es la siguiente:

Tabla 2 - Fuente: Estados Financieros Consolidados de la Sociedad

Otros pasivos Financieros (UF)					
Concepto	2013	2014	2015	2016	2017*
Valores UF	23,3	24,6	25,6	26,3	26,7
Pasivos financieros	8.735.369	8.532.416	11.627.305	14.338.315	15.457.706

El detalle de los instrumentos de deuda a largo plazo que la Sociedad posee son los siguientes:

Tabla 3 - Fuente: Prospectos de Emisión de Bonos (SVS)

Serie	Monto Emitido	Monto Colocado	Moneda	Pago	Fecha Emisión	Fecha Vcto.	Tasa Cupón (Kd)	Tasa Colocación (Kb)	Valor de Mercado	Precio Venta	Nº Pagos
BBANM-D	1.700.000	736.843	UF	ANUAL	02-05-2008	02-05-2029	3,25%	4,45%	2,27%	105,33%	21
BBANM-G	1.500.000	1.500.000	UF	ANUAL	15-03-2012	15-03-2033	3,75%	3,99%	2,84%	108,32%	21
BBANM-I	50.300.000.000	22.750.000.000	CLP	ANUAL	10-04-2013	10-04-2020	6,50%	6,12%	4,45%	102,79%	7
BBANM-J	2.200.000	1.200.000	UF	ANUAL	10-04-2013	10-04-2034	3,80%	3,93%	2,64%	113,41%	21
BBANM-M	1.200.000	1.200.000	UF	ANUAL	15-11-2014	15-11-2035	3,25%	3,70%	2,90%	103,89%	21
BBANM-O	1.000.000	1.000.000	UF	ANUAL	15-11-2014	15-11-2035	3,25%	3,70%	2,90%	103,89%	21
BBANM-Q	2.500.000	1.500.000	UF	SEM.	01-12-2016	01-12-2023	2,50%	2,10%	2,04%	102,11%	14
BBANM-S	2.500.000	1.000.000	UF	SEM.	01-12-2016	01-12-2041	3,30%	3,10%	2,72%	108,13%	50

Tipo de Colocación: Nacional

Tipo de Bono: Francés

Riesgo: AA-

Clasificadora: Feller Rate

Podemos observar que existen ocho emisiones vigentes de bonos por 12.500.000 UF y 50.300.000.000 CLP, de los cuales se han colocado 8.136.843 UF y 22.750.000.000 CLP, respectivamente. Los fondos provenientes de los bonos de serie D, G, I, J, M y O serán utilizados en un 50% al refinanciamiento de pasivos de corto y largo plazo del Emisor y/o sus filiales y 50% al financiamiento del programa de inversiones del Emisor y/o sus filiales. Mientras que los fondos provenientes de los bonos de serie Q y S, el 30% se utilizará en el refinanciamiento de pasivos de corto y largo plazo del Emisor y/o sus filiales y 70% al financiamiento del programa de inversiones del Emisor y/o sus filiales.

Desde el 2013, el crecimiento del financiamiento a través de bonos ha sido en promedio del 20%, mientras que el financiamiento a través de préstamos bancarios ha sido en promedio del 31%. La mayoría de los pasivos financieros se encuentran concentrados en el largo plazo, pues representan el 89%, mientras que el 11% se concentra en el corto plazo.

4. Estimación de la Estructura de Capital de la Sociedad

Para poder estimar el costo de patrimonial y de capital de la Sociedad, es necesario entender cuál es el capital objetivo a usar, en línea con la metodología usada en M&M (1961). Es necesario entender la composición de los activos de la Sociedad, la evolución y comportamiento del patrimonio económico y deuda financiera (B) y determinar cuál es el patrimonio económico (P), deuda financiera y por último el valor de la empresa (V). Dicho esto, la ecuación a utilizar para estimar el valor de la Sociedad será la siguiente:

$$V = B + P$$

Hay que considerar que los valores de B (deuda financiera) ya se encuentran considerados en la sección anterior. Para determinar el patrimonio económico de la Sociedad se deben obtener el número de acciones de cada año, identificar el precio de la acción al cierre y obtener el producto de ambos valores. Al realizar esto se obtiene el siguiente resultado:

Tabla 4 - Fuente: Construcción propia

Patrimonio Económico (UF)					
Concepto	2013	2014	2015	2016	2017
Número de acciones	804.681.783	804.681.783	804.681.783	804.681.783	804.681.783
Precio de la acción \$	1.009	1.080	1.021	1.292	1.629
Pat. Económico \$	812.165.323.582	869.056.325.640	821.580.100.443	1.039.809.799.993	1.310.826.624.507
Valor UF	23.309,6	24.627,1	25.629,1	26.348,0	26.665,1
Patrimonio Económico UF	34.842.585	35.288.618	32.056.546	39.464.498	49.158.905

Una vez obtenido el valor patrimonial, se procede a integrar los datos dentro de la fórmula para determinar el valor de la Sociedad (V), obteniendo el siguiente resultado:

Tabla 5 - Fuente: Construcción propia

Valor de la Sociedad (V) - Expresado en UF					
Concepto	2013	2014	2015	2016	2017
Patrimonio Económico (P)	34.842.585	35.288.618	32.056.546	39.464.498	49.158.905
Deuda Financiera (B)	8.735.369	8.532.416	11.627.305	14.338.315	15.457.706
Valor de la Sociedad (V)	43.577.954	43.821.034	43.683.851	53.802.812	64.616.611

Ahora bien, una vez obtenido el monto del valor de la Sociedad, se puede evidenciar que existe un crecimiento del valor entre un 20% y 23% a partir del 2016 estimulado principalmente por el incremento en el patrimonio económico producto del alza del precio de la acción de la Sociedad (un aumento del 27% y 26% en 2016 y 2017, respectivamente). Este incremento se debe sólo al

efecto de la variación del precio ya que no existe emisión de acciones nuevas.

En el 2016, el incremento del valor de la Sociedad asciende a 10,12 MMUF, en donde el 73% corresponde al patrimonio económico y el 27% restante, corresponde a la deuda financiera. Por otro lado, en el 2017 el incremento del valor de la Sociedad asciende a 10,81 MMUF, en donde el 90% corresponde al patrimonio económico y el 10% restante corresponde a la deuda financiera.

La estructura de capital determinada, considerando los datos anteriormente expuestos arrojaron los siguientes resultados:

Tabla 6 - Fuente: Construcción Propia

Estructura de Capital Objetivo Histórica					
Concepto	2013	2014	2015	2016	2017
B/V	20,05%	19,47%	26,62%	26,65%	23,92%
P/V	79,95%	80,53%	73,38%	73,35%	76,08%
B/P	25,07%	24,18%	36,27%	36,33%	31,44%

Estructura de Capital Objetivo Histórica (Estadísticos)					
Concepto	Promedio	Máx.	Min.	Desv.	Mediana
B/V	25,29%	26,65%	19,47%	3,46%	23,92%
P/V	74,71%	80,53%	73,35%	3,46%	76,08%
B/P	33,84%	36,33%	24,18%	5,86%	31,44%

Al observar la estructura de capital, podemos notar que económicamente la Sociedad está financiando en mayor proporción por el patrimonio económico, pues tal como se muestra en la ilustración 9, desde el 2013 hasta el primer semestre de 2017 el financiamiento de la Sociedad se sustenta con el patrimonio económico entre el 73% y 80%, mientras que la deuda financiera representa entre el 19% y 27%. Al 30 de junio de 2017 la estructura de capital objetivo es de 76% por patrimonio económico y 24% por deuda financiera.

Se puede observar el cambio que existe el año 2015 en la estructura de capital, lo que para nuestros efectos de valorización hace sentido utilizar la estructura de capital promedio de los años 2016 y 2017, ya que en este periodo se observan una estructura de capital definida y sin mayores cambios.

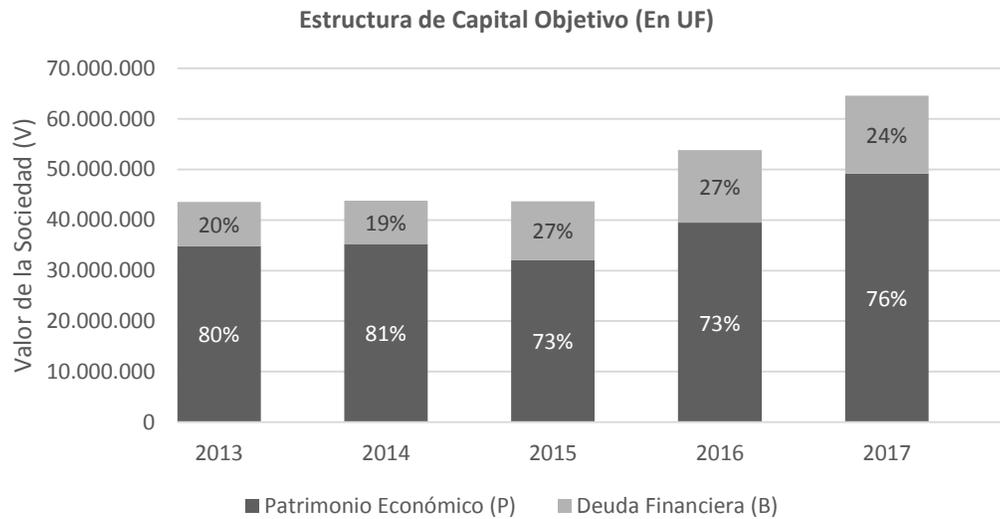


Ilustración 9 - Fuente: construcción propia

Por otro lado, al observar el nivel de endeudamiento económico que posee la Sociedad, podemos encontrar que se ha venido incrementando a partir del 2015, originado principalmente por la obtención de préstamos y emisión de instrumentos de deuda. Tal como lo muestra la ilustración 10, el endeudamiento desde el 2013 hasta el primer semestre del 2017 se encuentra entre el 24,18% y 36,33%. Al 30 de junio de 2017, el endeudamiento asciende a 31,44%, lo que indica que la Sociedad posee una estructura de financiamiento sólida en donde el patrimonio económico es mayor que las deudas financieras que posee.

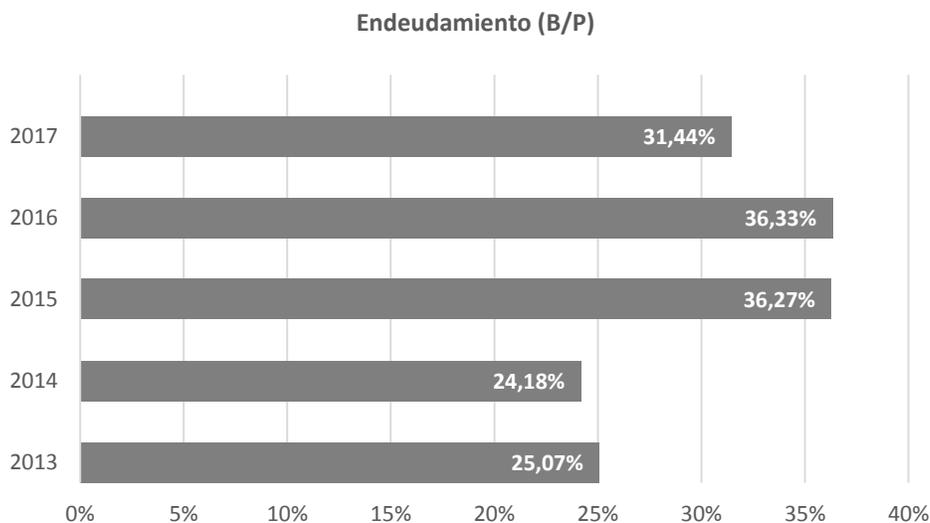


Ilustración 10 - Fuente: construcción propia

5. Estimación del Costo Patrimonial y Costo de Capital de la Sociedad

Una vez estimada la estructura de capital de la empresa, es necesario determinar el riesgo inherente (β) de la Sociedad, por lo que se procedió a obtener el histórico de los precios diarios de la acción de la Sociedad de acuerdo al IPSA y se determinó la rentabilidad diaria, obteniendo resultados año por año, desde junio de 2012 hasta el primer semestre de 2017.

Para estimar el Beta Patrimonial, se ejecutó en el software “eViews” una regresión lineal siguiendo el modelo de mercado ($R_i = \alpha + \beta_m \cdot R_m + \varepsilon$), en donde el retorno de mercado se encuentra representado por el IPSA. Para el cálculo de cada *beta*, se tomaron un año móvil, por ejemplo, para estimar el *beta* asociado al año 2013, se consideró desde el 1 de julio de 2012 a 30 de junio de 2013, y así sucesivamente hasta el primer semestre de 2017. Al realizar las regresiones respectivas, se obtuvieron los siguientes resultados:

Estimación del Beta 2017:

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,134793889
Coefficiente de determinación R ²	0,018169392
R ² ajustado	0,01399139
Error típico	0,013166841
Observaciones	237

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,000753937	0,000753937	4,348822679	0,038113964
Residuos	235	0,040740943	0,000173366		
Total	236	0,04149488			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,001121777	0,000864008	1,298340696	0,195442992	-0,000580414	0,002823968	-0,000580414	0,002823968
Variable X 1	0,305387234	0,14644179	2,085383101	0,038113964	0,01688079	0,593893677	0,01688079	0,593893677

La presencia bursátil de la Sociedad, se obtuvo de la información en línea provista por la Bolsa de Comercio de Santiago. En resumen, los resultados obtenidos en la determinación de los *betas* son los siguientes:

Tabla 7 - Fuente: construcción propia

	2013	2014	2015	2016	2017
Beta de la Acción	0,2254	0,0996	0,4987	0,3838	0,3054
p-value (significancia)	0,041936	0,318415	0,004758	0,000405	0,038114
Presencia Bursátil (%)	80,56%	70,56%	77,78%	55,56%	82,78%

De los resultados obtenidos, podemos observar que los valores determinados son estadísticamente significativos, pues *p-value* es menor al 5% para el año 2017. En general, el modelo no arrojó evidencia de problemas econométricos por lo que creemos representan de forma clara el comportamiento de nuestra acción. Adicionalmente, se puede notar que las variaciones de la acción de Banmédica registran una menor variabilidad que su índice de referencia o posee para el mercado un menor riesgo al observar un *beta* menor a uno. Para determinación de la tasa estimada de costo patrimonial de la Sociedad consideraremos como *beta* de la acción el valor registrado durante el 2017, que incorpora datos entre los años 2016 y 2017, que equivale a 0.3054.

Con la información obtenida hasta ahora, se utilizará la fórmula de Rubinstein (1973), que es una incorporación al modelo planteado por Hamada (1969), al ser diseñada para empresas con deuda riesgosa. Es necesario entonces desapalancar la variable para lo cual se utilizó el modelo de Rubinstein a través de la siguiente expresión:

$$\beta_P^D = \left(1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P}\right) * \beta_P^S - (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P}\right) * \beta_B$$

Para poder aplicar esta fórmula es necesario obtener antes los siguientes datos:

a) Costo de la deuda (k_b):

Se obtuvo de la bolsa de Santiago la última YTM registrada a junio de 2017, del bono de más de largo plazo que la Sociedad posee. Se observó que los bonos de la serie S (BBANM-S) tienen la fecha de vencimiento más a largo plazo (01/12/2041) y el 08/06/2017 fue el último registro de la transacción realizada con bonos de la Sociedad a una tasa (UF) de mercado de 2,72%.

b) Beta de la deuda (β_B):

Para esto, se utilizó el CAPM y la tasa determinada anteriormente. Adicionalmente, se consideró un premio por riesgo de mercado (PRM UF) de 6,81%⁴ y una tasa (UF) libre de riesgos (R_f) de 1,93%⁵.

- Entonces, se procedió a realizar el cálculo con la siguiente fórmula;

⁴ Fuente: Premios por Riesgo de Mercado (Damodaran, 2017).

⁵ Fuente: Considerando BCU-30 al 29 de junio de 2017 del Banco Central de Chile.

$$k_b = R_f + (R_m - R_f) * \beta_B$$

- Sustituimos los valores obtenidos;

$$2,72\% = 1,93\% + (8,74\% - 1,93\%) * \beta_B$$

- Despejamos el beta de la deuda (β_B) y obtenemos lo siguiente;

$$\beta_B = \frac{2,72\% - 1,93\%}{6,81\%} = \frac{0,79\%}{6,81\%} = 0,1160$$

- c) Beta de la acción ($\beta_P^{C/D}$):

El beta de la acción se determinó considerando el beta estimado para el 2017 tal como se indicó en la tabla 7. El valor del beta de la acción es 0,305.

- d) Beta patrimonial sin deuda ($\beta_P^{\frac{S}{D}}$):

La beta de la acción sin deuda se realiza desapalancando el beta de la acción estimada a junio de 2017, considerando la estructura de capital objetivo promedio del 2016 y 2017, y la tasa de impuestos corporativos en promedio de los años ya mencionados por 26,50%. A continuación se muestra el procedimiento para su cálculo, sustituyendo en la fórmula siguiente:

$$\beta_P^{\frac{C}{D}} = \left(1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P}\right) * \beta_P^{\frac{S}{D}} - (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P}\right) * \beta_B$$

- Se sustituye el beta de la deuda (β_B), el beta de la acción ($\beta_P^{\frac{C}{D}}$), la tasa de impuestos corporativa (t_c) y la razón deuda-patrimonio (B/P);

$$0,305 = (1 + (1 - 26,50\%) * 33,84\%) * \beta_P^{\frac{S}{D}} - (1 - 26,50\%) * (33,84\%) * 0,1160$$

- Se despeja el beta patrimonial sin deuda ($\beta_P^{\frac{S}{D}}$), y se realiza la operación;

$$\beta_P^{\frac{S}{D}} = \frac{0,305 + (1 - 26,50\%) * (33,84\%) * 0,1160}{(1 + (1 - 26,50\%) * 33,84\%)} = 0,2677$$

- e) Beta patrimonial con deuda ($\beta_P^{\frac{C}{D}}$):

El beta patrimonial con deuda se determinó apalancando el beta patrimonial sin deuda,

con la estructura de capital objetiva de la Sociedad de acuerdo al modelo de Rubistein, estimada anteriormente.

$$\beta_P^{\frac{C}{D}} = \left(1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P}\right) * \beta_P^{\frac{S}{D}} - (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P}\right) * \beta_B$$

- Se sustituye el beta de la deuda (β_B), el beta patrimonial sin deuda ($\beta_P^{\frac{S}{D}}$), la tasa de impuestos corporativa a largo plazo (t_c) y la razón deuda-patrimonio (B/P) como estructura de capital objetivo;

$$\beta_P^{\frac{C}{D}} = (1 + (1 - 27\%) * 33,84\%) * 0,2677 - (1 - 27\%) * (33,84\%) * 0,1160 = 0,3051$$

f) Costo Patrimonial (k_P):

El costo de capital se determinó utilizando CAPM, utilizando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetiva de la Sociedad.

$$k_P = R_f + (R_m - R_f) * \beta_P^{\frac{C}{D}}$$

- Se sustituyen los datos y se realiza la operación;

$$k_P = 1,93\% + (8,74\% - 1,93\%) * 0,3051 = 0,04007 = 4,01\%$$

$$k_P = 4,01\% + 1\% \text{ (premio de liquidez)} = 5,01\%$$

El premio por liquidez se le debe agregar debido a que las acciones de Banmédica poseen baja presencia bursátil, pues si observamos en la tabla 7 la presencia bursátil del 2016 y 2017 y determinamos el promedio, obtendremos una presencia del 69%.

g) Costo de Capital (k_0):

Para determinar esto, se utilizó el costo de capital promedio ponderado (WACC).

$$k_0 = k_B * \left(\frac{B}{V}\right) * (1 - t_c) + k_P * \left(\frac{P}{V}\right)$$

- Se sustituyen los datos y se realiza la operación;

$$k_0 = 2,72\% * (25,29\%) * (1 - 27\%) + 5,01\% * (74,71\%) = \mathbf{4,24\%}$$

6. Valorización por Múltiplos

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

Requisitos para aplicar este método⁶:

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

Recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja similares. Los múltiplos que se utilizarán en el proceso de valoración son los siguientes: Los múltiplos que se utilizarán en el proceso de valoración son los siguientes:

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

Tabla 8 - Fuente: construcción propia

Se procede a determinar los multiplos de la industria, donde debido a la infomacion disponible se seleccionaron como Benchmarks o empresas comparableas a Indisa y Clínica Las Condes S.A. Estos multiplos se obtubieron para los años 2016 y 2017 a traves de los terminales de

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

consulta de Bloomberg, para posteriormente calcular el promedio entre ambos años.

Para los múltiplos de la industria no se incluyeron los datos referidos a la empresa a valorizar, también es importante señalar que no se obtuvo información para todos los ratios. Los resultados fueron los siguientes:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016	2017	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	41,41	27,16	34,28
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	16,76	20,19	18,48
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	24,97	22,89	23,93
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	3,45	3,32	3,39
	VALUE TO BOOK RATIO*	2.85	3,37	3,11
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	2,09	1,89	1,99
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	2,63	2,48	2,55

Tabla 9 - Fuente: construcción propia - Bloomberg

La información contable extraída de los estados financieros y su validación mediante los informes de resultados trimestrales del departamento de Investor Relations de la empresa son los siguiente:

ITEM CONTABLE	2017 (a Junio)
UTILIDAD POR ACCIÓN	43,24
EBITDA	81.876.757
EBIT* (prees release)	65.178.000
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	368.186.430
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	780.367.541
VENTAS POR ACCIÓN	930,80
VENTAS	748.999.823

2017 (a Junio)	
Utilidad NETA atrib	34.794.984
Número de Acciones	804.681.783
Precio acción (junio 2017)	1.629
VALOR DE MERCADO DEL PATRIMONIO ATRIB.	1.310.826.625
VALOR DE MERCADO DE LA DEUDA	412.181.111
CASH	63.656.628
EV	1.659.351.108

Tabla 10 - Fuente: construcción propia

En base a los múltiplos comparables o benchmarks calculados para la industria y la información contable-financiera de Banmédica, se calcula el valor de la empresa, dando los siguientes resultados para cada tipo de múltiplo:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	VALOR EMPRESA 06/2017
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	1.482,42
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	1.512.675.132
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	1.559.675.322
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1.247.084.257
	VALUE TO BOOK RATIO	2.426.943.056
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1.849,16
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1.913.001.723

Tabla 11 - Fuente: construcción propia

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

En los múltiplos clasificados como "P° Acción" es posible llegar directamente al precio de la

acción sin mayores ajustes, mientras que los del tipo “Valor Total Empresa”, es necesario restarles la deuda financiera, sumarles el efectivo y efectivo equivalente y dividir el resultado por el número total de acciones. Finalmente, los que indican “Valor Patrimonio” sólo se dividen por el número de acciones.

Finalmente los precios obtenidos para la acción de Banmédica con base en múltiplos son los siguientes:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	VALOR EMPRESA 06/2017	Indicador	Precio Acción
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	1.482,42	Precio Acción	1.482,42
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	1.512.675.132	Valor total Empresa	1.447
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	1.559.675.322	Valor total Empresa	1.505
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1.247.084.257	Valor Patrimonio	1.549,8
	VALUE TO BOOK RATIO	2.426.943.056	Valor total Empresa	3.016,03
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1.849,16	Precio Acción	1.849,16
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1.913.001.723	Valor total Empresa	1.944

MIN.	1.446,72
MAX.	3.016,03
PROM.	1.827,64
MEDIANA	1.549,79

Conclusiones

A partir de la valoración por múltiplos para el precio de la acción de Banmédica, se concluye que el precio de mercado de la acción estaría subvaluado con respecto a su valor intrínseco. La diferencia entre el precio estimado (promedio) y el precio de mercado a la fecha de valoración es de un 12,19%.

Se observa a través de la valoración por múltiplos para el precio de la acción de Banmédica, un rango entre \$ 1.446,72 y \$ 3.016,03.

Finalmente es necesario advertir la diferencia que puede existir dentro de las empresas comparables con Banmédica, diferencias de base en sus líneas de negocios, estructuras financieras, nicho de mercado y el propio mercado chileno.

Bibliografía

1. Superintendencia de Valores y Seguros: Prospectos de Emisión de Bonos.
2. Bolsa de Comercio de Santiago: Terminales de Consulta.
3. Clínicas de Chile A.G: Dimensionamiento del Sector de Salud Privada en Chile.
4. Damodaran, Premios por Riesgo de Mercado (2017).
5. Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.
6. www.icrchile.cl: Informe Industria de la Salud Privada en Chile.
7. Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.
8. Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.
9. Maquieira, Carlos (2010) Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica
10. www.oecd.org
11. www.supersalud.gob.cl : Ficha Económica Financiera de Isapres
12. www.empresasbanmedica.cl/ : Memorias, estados financieros e Informes Trimestrales.
13. Bloomberg

Anexos

ANEXO 1: Estimación del Beta

- Estimación del Beta 2013:

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,134251716
Coefficiente de determinación R ²	0,018023523
R ² ajustado	0,013716609
Error típico	0,011255411
Observaciones	230

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,000530147	0,000530147	4,18478793	0,041936212
Residuos	228	0,028884015	0,000126684		
Total	229	0,029414162			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,000992689	0,000743391	1,335352014	0,183092783	-0,000472106	0,002457485	-0,000472106	0,002457485
Variable X 1	0,225375817	0,110171836	2,045675421	0,041936212	0,008290676	0,442460957	0,008290676	0,442460957

- Estimación del Beta 2014:

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,065645357
Coefficiente de determinación R ²	0,004309313
R ² ajustado	-1,03643E-06
Error típico	0,014056807
Observaciones	233

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,000197546	0,000197546	0,999759548	0,318414929
Residuos	231	0,04564417	0,000197594		
Total	232	0,045841716			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-0,000626225	0,000920953	-0,679974566	0,497201437	-0,002440767	0,001188317	-0,002440767	0,001188317
Variable X 1	0,099626052	0,099638032	0,999879767	0,318414929	-0,096689433	0,295941537	-0,096689433	0,295941537

- Estimación del Beta 2015:

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,183174611
Coefficiente de determinación R ²	0,033552938
R ² ajustado	0,029422822
Error típico	0,016287885
Observaciones	236

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,00215525	0,00215525	8,123970573	0,004758178
Residuos	234	0,062079074	0,000265295		
Total	235	0,064234324			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,00119177	0,001061021	1,123230147	0,26249083	-0,000898603	0,003282144	-0,000898603	0,003282144
Variable X 1	0,498678962	0,174959237	2,850257984	0,004758178	0,153982384	0,84337554	0,153982384	0,84337554

- Estimación del Beta 2016:

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,230807647
Coefficiente de determinación R ²	0,05327217
R ² ajustado	0,049137987
Error típico	0,013126367
Observaciones	231

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,002220239	0,002220239	12,88578039	0,00040498
Residuos	229	0,039457044	0,000172302		
Total	230	0,041677284			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	3,49811E-05	0,000863788	0,040497291	0,967731951	-0,001667008	0,00173697	-0,001667008	0,00173697
Variable X 1	0,383824577	0,106924546	3,58967692	0,00040498	0,173142879	0,594506274	0,173142879	0,594506274

ANEXO 2: Balance: activos

	4T2013	4T2014	4T2015	4T2016	2T2017
	UF	UF	UF	UF	UF
Activos					
Activos corrientes					
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.609.831	1.320.200	2.400.489	4.631.687	2.387.265
Otros Activos Financieros, Corriente	1.347.231	846.421	1.009.164	1.133.175	3.824.824
Otros Activos No Financieros, Corriente	910.890	937.697	931.581	1.014.506	1.091.783
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Corriente	5.606.558	6.174.031	6.929.484	7.136.643	7.340.121
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente	17.008	29.125	233.617	286.279	245.405
Inventarios, Corriente	248.582	266.300	481.658	465.046	470.076
Activos Biológicos, Corriente	0	0	0	0	0
Activos por Impuestos Corrientes	744.881	346.690	555.467	469.820	460.098
Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	10.484.981	9.920.464	12.541.460	15.137.156	15.819.571
Activos No Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o como Mantenidos para Distribuir a los Propietarios	0	0	20.657	0	0
Activos corrientes totales	10.484.981	9.920.464	12.562.117	15.137.156	15.819.571
Activos no corrientes					
Otros Activos Financieros, No Corrientes	1.045.042	1.256.182	1.207.939	1.303.254	1.315.879
Otros Activos No Financieros, No Corrientes	2.226.175	2.233.660	2.151.641	2.396.283	2.518.208
Cuentas por Cobrar, No Corrientes	3.580	5.575	5.368	27.736	21.649
Inventarios, No Corrientes	0	0	0	0	0
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, No Corrientes	0	0	0	0	0
Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación	1.035.001	927.498	907.871	840.636	873.903
Activos Intangibles distintos de la Plusvalía	193.569	199.901	3.715.704	3.487.188	3.514.540
Plusvalía	1.105.899	1.058.458	1.925.876	1.797.235	1.825.110
Propiedades, Planta y Equipo	13.421.618	13.369.582	15.491.669	17.099.489	18.043.744
Activos Biológicos, No Corrientes	0	0	0	0	0
Propiedades de Inversión	84.026	84.550	74.948	41.991	40.717
Activos por Impuestos Corrientes, No Corrientes	0	0	0	0	0
Activos por Impuestos Diferidos	1.121.721	1.291.300	1.877.230	1.963.870	2.103.261
Total de activos no corrientes	20.236.631	20.426.705	27.358.245	28.957.681	30.257.011
Total de activos	30.721.612	30.347.170	39.920.362	44.094.837	46.076.582

ANEXO 3: Balance: Pasivos

	4T2013	4T2014	4T2015	4T2016	2T2017
	UF	UF	UF	UF	UF
Pasivos					
Pasivos corrientes	0	0	0	0	0
Otros Pasivos Financieros, Corriente	1.367.855	1.861.637	2.883.146	6.515.591	1.714.036
Cuentas Comerciales y Otras Cuentas por Pagar, Corriente	9.020.975	8.887.067	9.228.217	9.862.885	9.600.557
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, Corriente	112.658	83.817	77.826	81.424	83.987
Otras Provisiones, Corriente	1.101.372	1.171.573	1.897.096	1.617.161	1.510.808
Pasivos por Impuestos Corrientes	600.847	405.403	389.556	448.783	430.603
Provisiones por Beneficios a los Empleados, Corriente	9.290	4.566	146.415	111.799	832.354
Otros Pasivos No Financieros, Corriente	642.465	656.032	566.435	625.078	673.940
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	12.855.463	13.070.096	15.188.691	19.262.720	14.846.285
Pasivos Incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta	0	0	0	0	0
Pasivos corrientes totales	12.855.463	13.070.096	15.188.691	19.262.720	14.846.285
Pasivos no corrientes					
Otros Pasivos Financieros, No Corrientes	7.367.514	6.670.779	8.744.159	7.822.723	13.743.669
Cuentas por Pagar, No Corrientes	0	0	281	203	2.050
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, No Corriente	0	0	0	0	0
Otras Provisiones, No Corrientes	309.232	259.033	239.043	239.381	235.318
Pasivos por Impuestos Corrientes, No Corrientes	0	0	0	0	0
Pasivos por Impuestos Diferidos	1.400.516	1.763.951	3.173.502	3.412.959	3.408.552
Provisiones por Beneficios a los Empleados, No Corrientes	58.937	65.417	24.575	30.737	32.900
Otros Pasivos No Financieros, No Corrientes	275	2.374	0	0	0
Total de pasivos no corrientes	9.136.473	8.761.554	12.181.560	11.506.003	17.422.490
Total pasivos	21.991.936	21.831.650	27.370.251	30.768.723	32.268.775

ANEXO 4: Balance: Patrimonio

	4T2013	4T2014	4T2015	4T2016	2T2017
	UF	UF	UF	UF	UF
Patrimonio					
Capital Emitido	1.387.060	1.312.853	1.261.526	1.227.106	1.212.513
Ganancias (Pérdidas) Acumuladas	6.999.323	6.966.200	7.576.942	8.717.967	9.013.569
Primas de Emisión	0	0	0	0	0
Acciones Propias en Cartera	0	0	0	0	0
Otras Participaciones en Patrimonio	0	0	0	0	0
Otras Reservas	(232.264)	(333.048)	1.096.150	924.466	1.060.142
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora	8.154.119	7.946.005	9.934.617	10.869.539	11.286.224
Participaciones No Controladoras	575.558	569.515	2.615.493	2.456.576	2.521.584
Patrimonio Total	8.729.676	8.515.520	2.550.111	13.326.114	13.807.808
Total de Patrimonio y Pasivos	30.721.612	30.347.170	39.920.362	44.094.837	46.076.582

ANEXO 5: Estado de Resultados

	4T2013	4T2014	4T2015	4T2016	2T2017
	UF	UF	UF	UF	UF
Ganancia (pérdida)					
Ingresos de actividades ordinarias	40.480.411	43.025.031	51.490.085	53.901.758	28.089.154
Costo de ventas	(31.534.793)	(33.631.150)	(41.202.229)	(42.447.318)	(21.658.535)
Ganancia bruta	8.945.617	9.393.881	10.333.013	11.454.440	6.430.619
Otros ingresos	564.279	493.038	871.668	773.520	358.828
Costos de distribución	0	0	0	0	0
Gastos de administración	(6.396.971)	(6.614.962)	(7.679.883)	(8.067.088)	(4.375.548)
Otros gastos, por función	(169.312)	(178.431)	(144.982)	(148.010)	(65.804)
Otras ganancias (pérdidas)	(1.049)	60.873	15.419	(19.026)	5.795
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	2.942.564	3.154.399	3.382.806	3.993.837	2.353.889
Ganancias (pérdidas) que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	0	0	0	0	0
Ingresos financieros	322.959	322.358	352.004	342.088	243.225
Costos financieros	(529.860)	(520.202)	(605.445)	(610.817)	(359.822)
Pérdidas por deterioro de valor (ganancias por deterioro de valor y reversión de pérdidas por deterioro de valor) determinadas de acuerdo con la NIIF 9	0	0	0	0	0
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	133.665	140.178	151.161	173.017	90.438
Diferencias de cambio	19.427	23.470	56.823	(50.902)	32.737
Resultados por unidades de reajuste	(119.467)	(274.279)	(278.206)	(169.907)	(98.744)
Ganancias (pérdidas) que surgen de diferencias entre importes en libros anteriores y el valor razonable de activos financieros reclasificados como medidos al valor razonable	0	0	0	0	0
Ganancia (pérdida) acumulada anteriormente reconocida en otro resultado integral que surge de la reclasificación de activos financieros de la categoría de medición de valor razonable con cambios en otro resultado integral a la de valor razonable con cambios en resultados	0	0	0	0	0
Ganancias (pérdidas) de cobertura por cobertura de un grupo de partidas con posiciones de riesgo compensadoras	0	0	0	0	0
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	2.769.288	2.845.924	3.059.142	3.677.315	2.261.724
Gasto por impuestos a las ganancias	(679.909)	(694.888)	(964.514)	(1.170.849)	(712.883)
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	2.089.379	2.151.037	2.084.114	2.506.466	1.548.841
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	0	0	0	0	0
Ganancia (pérdida)	2.089.379	2.151.037	2.084.114	2.506.466	1.548.841