



VALORACIÓN DE EMPRESAS BANMÉDICA

Mediante el Método de Valoración por Flujos de Caja Descontados

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

Alumno: Keyden Urbina

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. Asimismo, al realizar las proyecciones hasta el 2022, se estimó un crecimiento de los ingresos ordinarios del 3,13%, lo que originó la generación de flujos de caja libres positivos y arrojando un valor de los activos bastante favorable a la fecha de la evaluación. Una vez descontados los pasivos financieros, el patrimonio económico por acción estimado es de CLP 1.762, desviándose en aproximadamente un 8,14% por encima respecto al precio de la acción a la fecha de la evaluación.

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. Análisis Operacional del Negocio e Industria	24
7. Análisis de los Costos y Gastos de Operación.....	30
8. Análisis de las Cuentas No Operacionales.....	34
9. Análisis de los Activos	36
10. Proyección del Estado de Resultados.....	38
11. Proyección del Flujo de Caja Libre	42
12. Determinación del Valor Económico de la Sociedad.....	45
Conclusiones	46
Bibliografía	47
Anexos	48

1. Metodología

El presente trabajo se realizó utilizando la metodología de Flujo de Cajas Descontados, dicha metodología determina el valor de una empresa a través de la estimación de los flujos de caja generados por ésta en períodos futuros, los cuales son descontados a una tasa de descuento que refleje el riesgo correcto de dichos flujos.

Esta metodología se basa en el pronóstico detallado para cada período en estudio de las partidas financieras asociadas a la generación de los flujos de caja operacionales. La tasa de descuento ocupada en la metodología es la tasa de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC por sus siglas en inglés) de Modigliani y Miller (1963) la cual, como dice su nombre, es un promedio entre la tasa de costo patrimonial o de descuento para el accionista (k_p) y el costo de la deuda o del bonista (k_b) ponderado por su composición dentro de la misma firma.

Este proceso se realiza mediante la actualización y proyección de flujos de caja futuros en un horizonte de tiempo determinado que para esta evaluación corresponde a cinco años y una proyección de flujos de caja más allá del horizonte de proyección, al que se le denomina valor terminal, pues dicho valor corresponde al período implícito de la proyección.

Para el cálculo de los flujos de caja es necesario definir los flujos que serán ocupados en dicho cálculo y cómo la tasa de descuento es un promedio entre accionistas y bonistas. Dichos flujos deben de estar asociados a ambas partes. El flujo de caja a los accionistas es normalmente lo que se denomina flujo de caja libre, donde el accionista posee un flujo residual por parte de la empresa, ya que ésta debe primeramente calcular sus ingresos operativos para luego poder cumplir con sus obligaciones; como son el pago de impuestos, capital de trabajo y el pago de intereses a bonistas, el cual es justamente el flujo de caja destinado a la deuda y luego que la firma cumplió con todas sus obligaciones recién ahí puede el accionista recibir dichos flujos.

La tasa de descuento utilizada para la actualización de los flujos tanto en su proyección explícita como implícita corresponde a la tasa de costo de capital (WACC o Tasa de los Activos). Esta es calculada como un promedio ponderado entre el costo de la deuda K_b y la rentabilidad exigida por los accionistas que se denomina frecuentemente costo patrimonial K_p .

Por simple que parezca el cálculo de los flujos, esto no necesariamente es así, debido a que hay que emplear varias partidas contables en el proceso, comenzando por el resultado operacional neto ajustado por otros ingresos o egresos fuera de lo operacional, gastos financieros (flujo a

bonista), corrección monetaria y diferencia de cambio, entre otras. Con lo anterior se obtiene el resultado antes de impuesto, y luego de descontar el impuesto correspondiente es necesario ajustar por depreciación, otros ingresos o egresos, nuevamente corrección monetaria y diferencia de cambio, inversión en capital físico y capital de trabajo (algo muy importante en compañías con altos niveles de activos físicos). Con esto se obtienen finalmente los flujos de caja que irían a manos de los accionistas, si y sólo si no se utilizan en reinversión o en proyectos de inversión.

Es importante mencionar que la contabilidad, información base para realizar el análisis, no puede proveer directamente información sobre los flujos de caja libres porque la contabilidad está preparada sobre el principio del devengo contable, por lo que incluyen partidas en su estado de resultados integrales eventos económicos que no necesariamente involucran movimientos de efectivo o flujos de caja directamente, es por esta razón que es necesario que se realicen y apliquen ajustes para determinar el flujo de caja libre, que se interpreta como la ganancia real en efectivo en los períodos. El flujo de caja libre está directamente relacionado con la capacidad generadora de fondos de una empresa a partir de todos los activos que esta posee o por actividades operacionales. Dado que no considera el nivel de endeudamiento, la valorización a través de este método es aplicable tanto en empresas que utilizan el patrimonio solamente, como también empresas que sean financiadas con deuda.

Para valorar la empresa en la parte operativa se requiere que esta tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo y no decreciente o creciente. En caso de no tener una estructura objetivo entonces se debe utilizar el Valor Presente Ajustado (VPA). De esta forma se obtendrá el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para obtener el valor total de la empresa, se debe incluir el valor de los activos prescindibles (activos que no son generadores de flujo) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. La valoración del patrimonio se obtiene restando al valor total de la empresa el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

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.

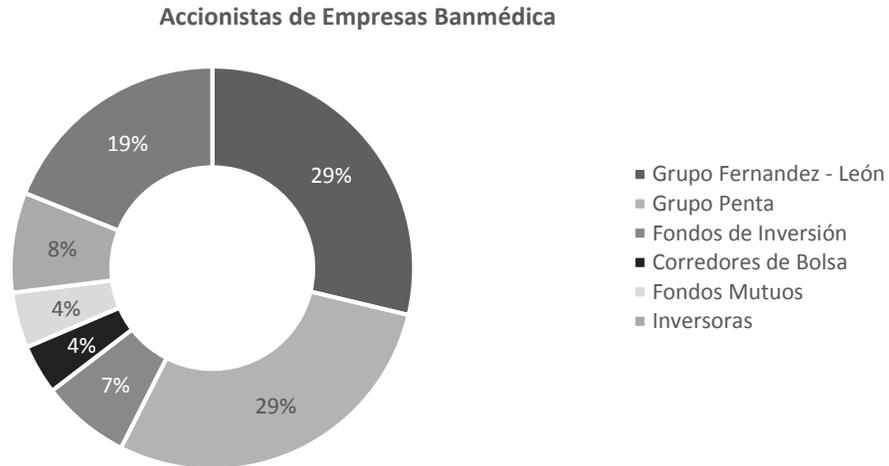
2.2. Filiales de Banmédica

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), Empre Médica (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.

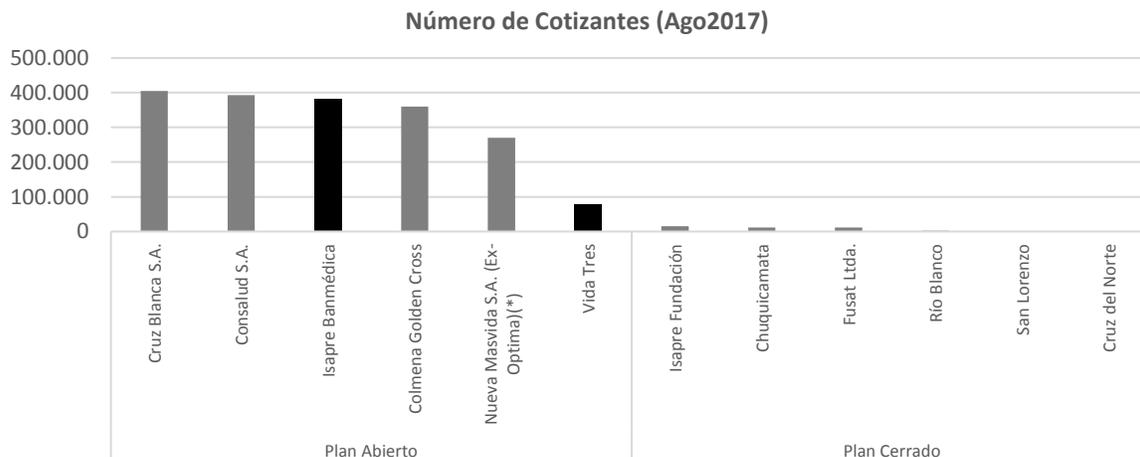


Ilustración 1 – Fuente: Datos de la Superintendencia de Salud 2017

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

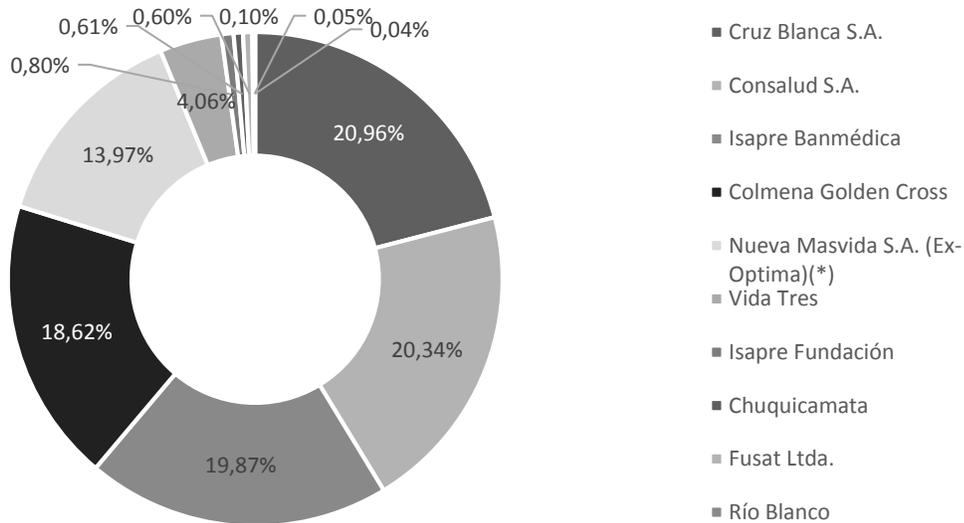


Ilustración 2 - Fuente: Datos de la Superintendencia de Salud 2017

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

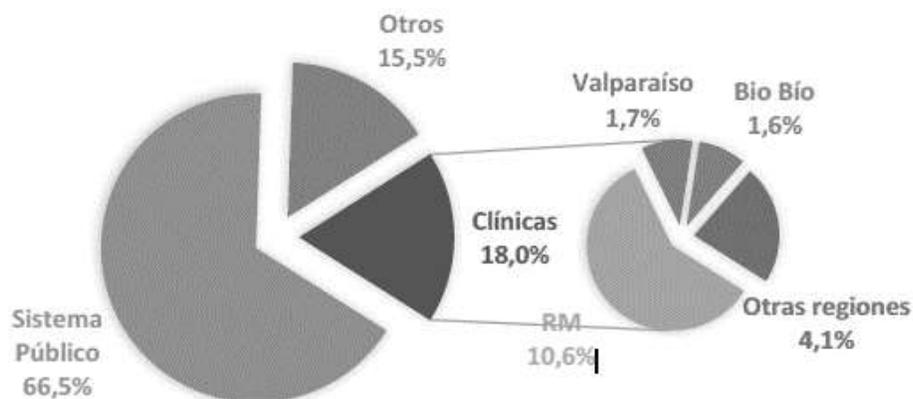


Ilustración 3 - Fuente: Clínicas de Chile A.G.

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 (%)

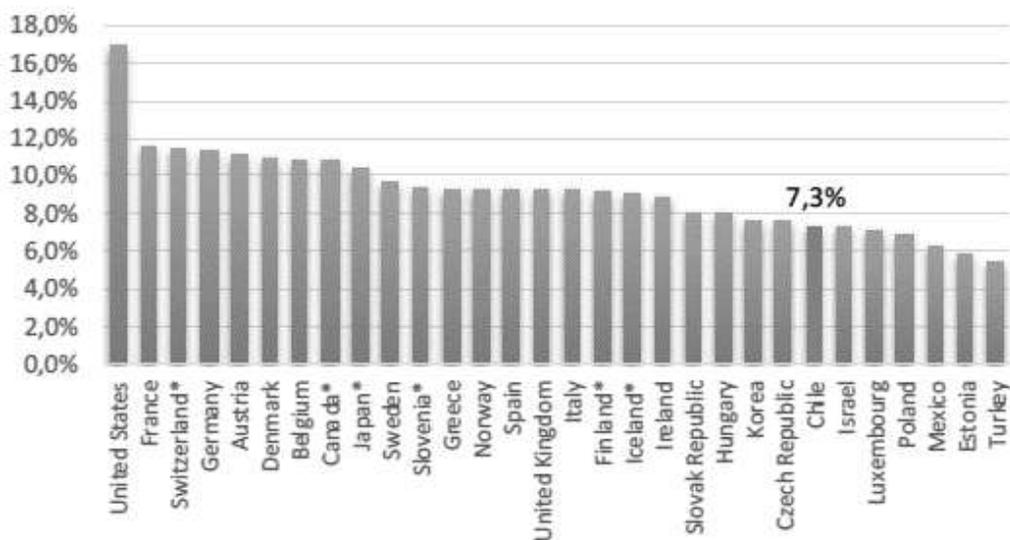


Ilustración 4 - Fuente: OCDE 2013-2012

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

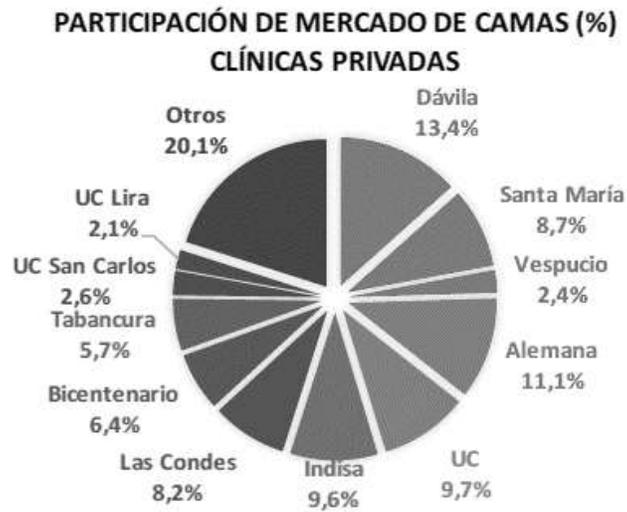


Ilustración 5 - Fuente: Clínicas de Chile A.G

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.

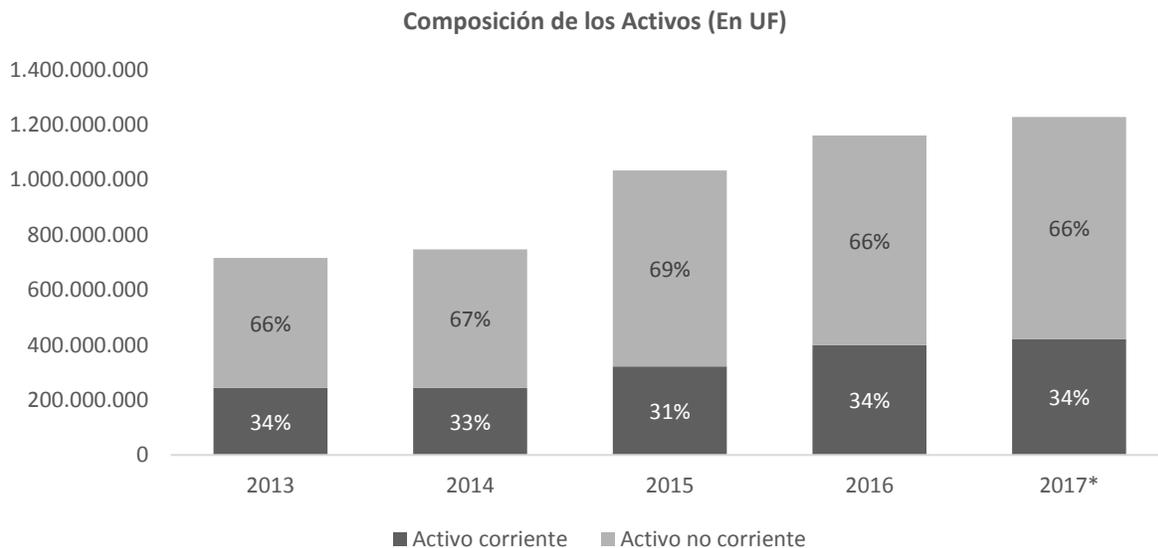


Ilustración 6 - Fuente: Estados Financieros Consolidados de la Sociedad (Expresado en M\$)

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.

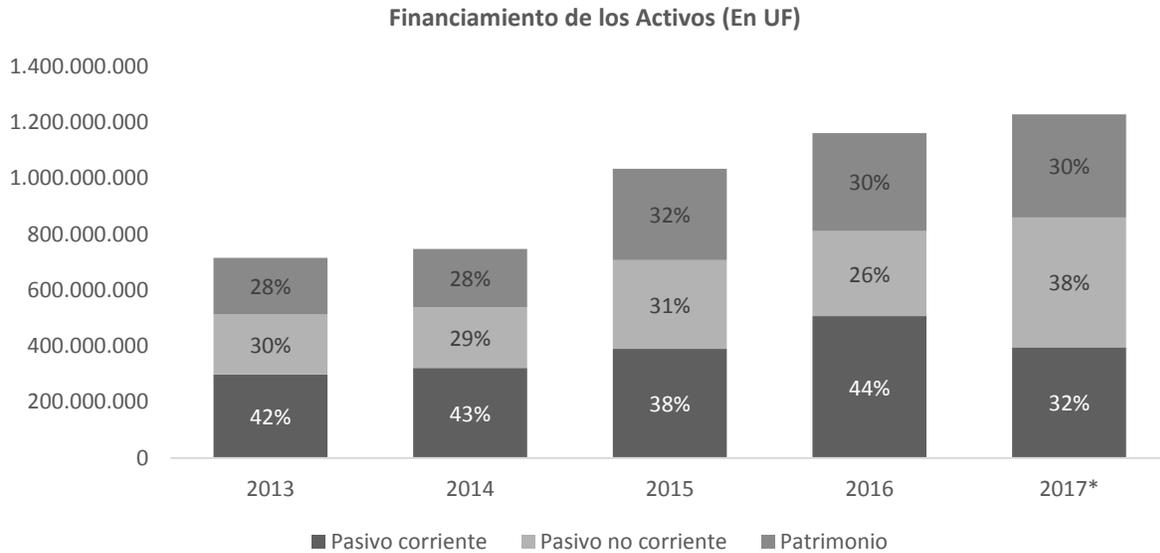


Ilustración 7 - Fuente: Estados Financieros Consolidados de la Sociedad (Expresado en M\$)

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.

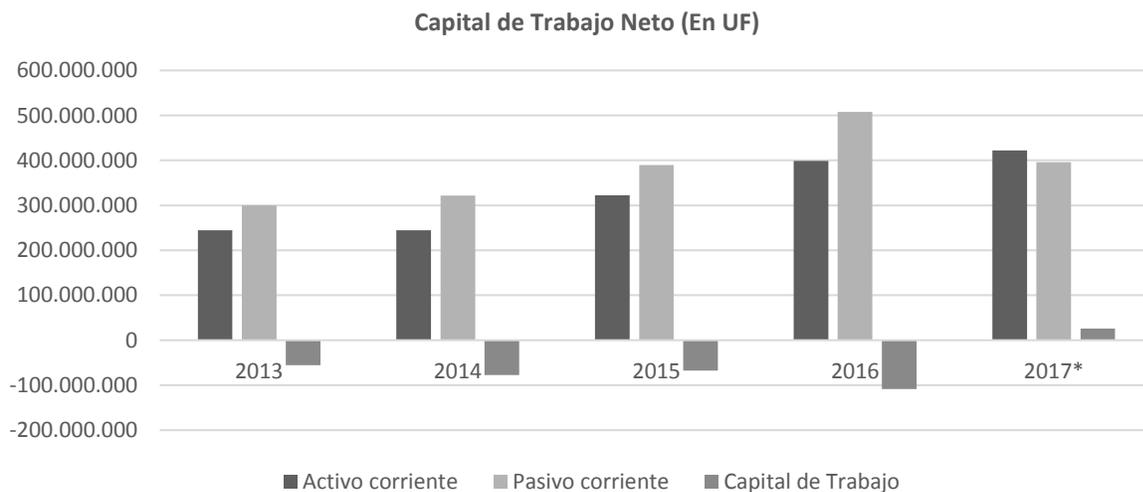


Ilustración 8 - Fuente: Estados Financieros Consolidados de la Sociedad (Expresado en M\$)

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.

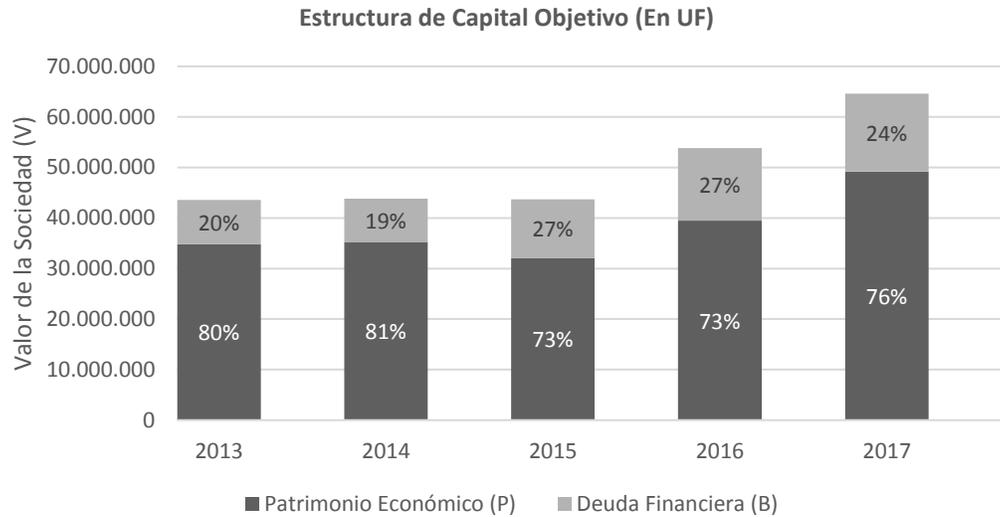


Ilustración 9 - Fuente: construcción propia

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.

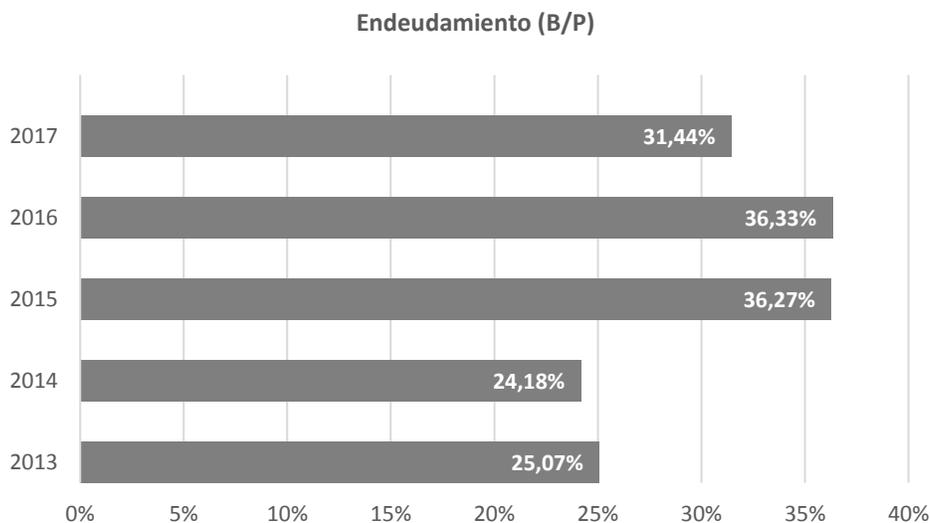


Ilustración 10 - Fuente: construcción propia

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:

Estadísticas de la regresión	
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%¹ y una tasa (UF) libre de riesgos (R_f) de 1,93%².

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

¹ Fuente: Premios por Riesgo de Mercado (Damodaran, 2017).

² 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. Análisis Operacional del Negocio e Industria

En esta etapa es necesario considerar y entender cómo la Sociedad obtiene sus ingresos a través de sus operaciones. Antes de iniciar con el análisis profundo, se razonarán los estados financieros consolidados, para entender de un modo más general sobre los resultados y flujos operativos. Banmédica, cuenta con filiales líderes en cada uno de los segmentos en que participa. Por un lado, es líder en el mercado asegurador con más del 24% de participación en el mercado, por otro lado, en el área de prestaciones de salud mantiene instalaciones de alta y mediana complejidad, además de servicios de medicina ambulatoria y de urgencia. En el área internacional, tanto en Colombia como en Perú, participa en el sector asegurador y prestador de salud, bajo la modalidad de negocios conjuntos con socios locales. Al analizar cómo la Sociedad genera EBITDA, considera actividades intersegmentos: seguros de salud (Isapres), prestadores de salud, internacional y otros. A continuación, se muestran los ingresos que son generados en cada uno de los segmentos:

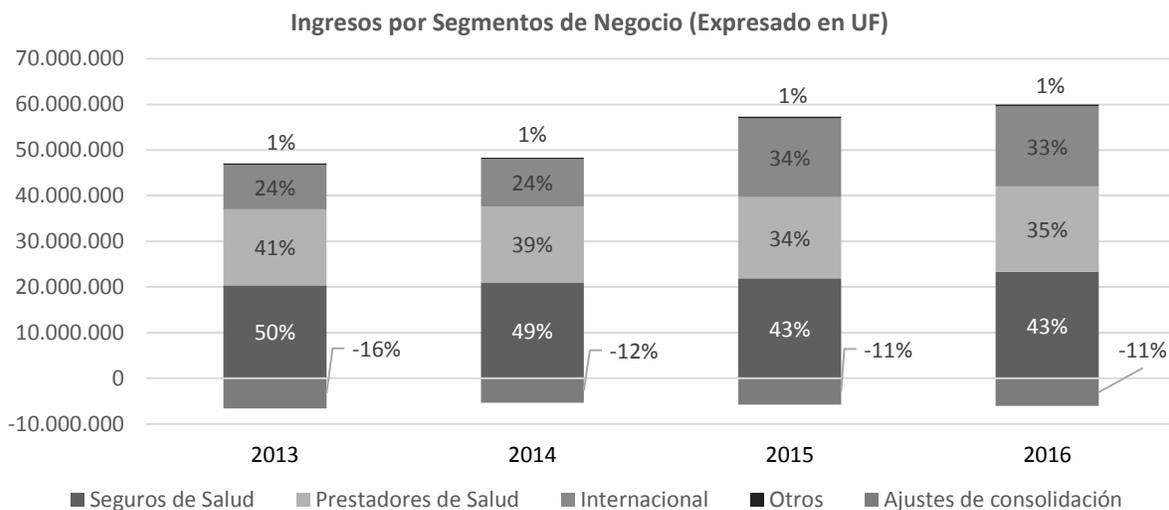


Ilustración 11 - Fuente: Construcción propia

Como se observa en la Ilustración 11, el segmento de seguros de salud aporta ingresos desde el 2013 hasta el 2016 entre un 43% y 50%, mientras que las prestaciones de salud aportan entre un 34% y 41% y el área internacional aporta entre un 24% y 34%. En el segmento otros, sólo se observa un 1%, que corresponde a las sociedades inmobiliarias principalmente.

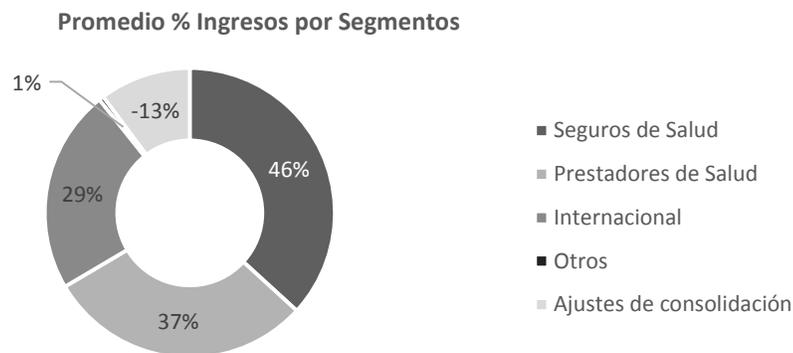


Ilustración 12 – Fuente: Construcción propia

Como se observa en la Ilustración 12, el segmento de seguros de salud representa sobre el total de los ingresos el 46%, mientras que las prestaciones de salud representan un 37% y, por último, el área internacional representa un 29%.

Para efectos de entender el impacto que poseen cada segmento de negocio de la Sociedad, se explicarán los indicadores y eventos más relevantes en cada uno de ellos.

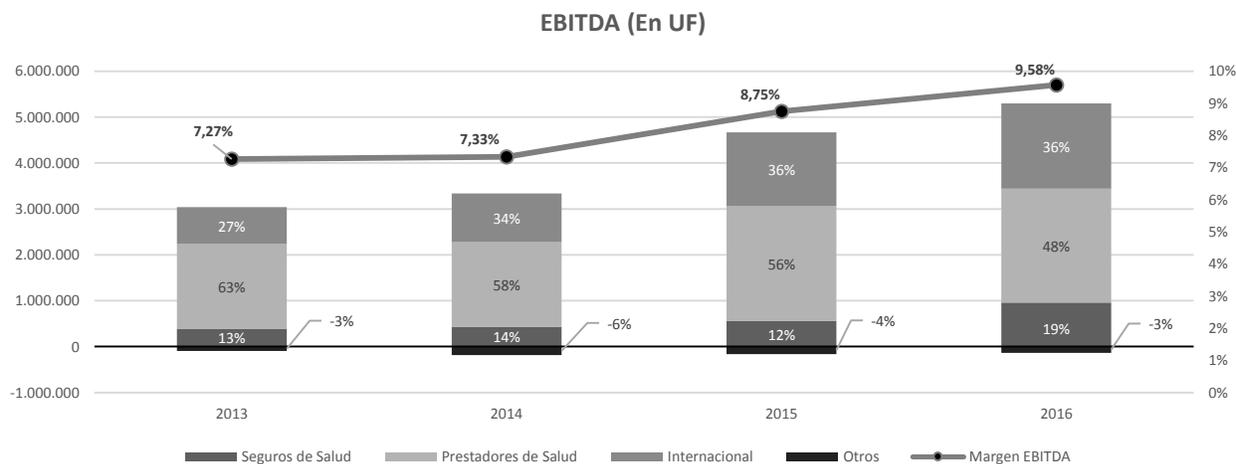


Ilustración 13 - Fuente: Construcción Propia

Como se observa en la Ilustración 13, los niveles de EBITDA de los prestadores de salud son los más altos. En 2016, las clínicas de mediana y alta complejidad, atención móvil y centros médicos ambulatorios representan el 48%. El segmento internacional se encuentra de segundo lugar, con un 36% y los seguros de salud sólo aportan un 19% respecto al total.

Como se observó en la ilustración anterior, el negocio más rentable operativamente corresponde a los prestadores de salud (clínicas de alta complejidad como; Dávila y Santa María, y de mediana complejidad como; Clínica Ciudad del Mar, Vespucio y Bío Bío, así como también centros médicos ambulatorios y móviles como; Vidaintegra y Help). Mientras que las Isapres como; Banmédica y Vida Tres, se encuentran como el tercer segmento con mayor EBITDA.

Detalle de los Ingresos Operacionales:

	Detalle de Ingresos Operacionales				
	2013	2014	2015	2016	2017*
	UF	UF	UF	UF	UF
Seguros de Salud	20.377.046	20.961.830	21.927.819	23.283.962	24.473.018
Prestadores de Salud	16.643.846	16.725.112	17.761.005	18.732.218	18.722.846
Internacional	9.760.071	10.367.820	17.274.241	17.631.163	18.837.620
Otros	293.771	303.239	328.432	308.015	327.889
CONSOLIDADO**	40.480.411	43.025.031	51.490.085	53.901.758	56.178.308
Total Variación UF**		2.544.620	8.465.055	2.411.673	2.276.550
Total Variación %**		6,29%	19,67%	4,68%	4,22%

* *Proyectado*

** Incluye ajuste de consolidación

Explicación de variaciones y definición de los Ingresos Operacionales:

- **Análisis de Segmento Seguros de Salud:**

En esta área se encuentra las compañías Isapre Banmédica S.A. y Vida Tres S.A., quienes en conjunto hacen que el holding Banmédica sea líder en el mercado con un 24% aproximadamente, manteniéndose así durante los últimos años.

En este segmento, contablemente se observa el siguiente crecimiento de los ingresos desde el 2013 hasta el 2017³:

Seguros de Salud	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	PROMEDIO %
Variación en UF	584.785	965.988	1.356.144	1.189.056	
Variación %	2,9%	4,6%	6,2%	5,1%	5,6%

* *Proyectado*

A agosto de 2017, el número de cotizantes es de 462.166, registrando un crecimiento desde

³ Las cifras de los ingresos ordinarios del 2017 se encontraban disponibles hasta el 30 de junio de ese año, por lo que se analizaron con el objetivo de evaluar la existencia de estacionalidad y poder proyectar de forma lineal las cifras de modo que la información financiera mostrada en el 2017 pueda ser comparable con doce meses con el resto de los años.

enero 2017 del 4,33%, en mayor proporción en Vida Tres que en la Isapre Banmédica. La cartera de cotizantes se encuentra compuesta por un 83% que corresponde a Isapre Banmédica y un 17% a Vida Tres, sin embargo, el aporte que está relacionado con los cotizantes de Vida Tres son más altos en un 50% aproximadamente debido a que Vida Tres posee una estrategia enfocada a sectores socioeconómicos más altos.

La Sociedad, ha diversificado sus operaciones y negocios en los últimos cinco años, lo que ha hecho que la disminución en la contribución del segmento de seguros de salud desde un 50% en 2013 hasta un 43% en 2016 (véase ilustración 11). Los ingresos del segmento, por otro lado, se han incrementado en 1.356 MMUF (6,2%), cifra que está por encima del promedio de los últimos años (7,5%). Este aumento se explica con el incremento del número de cotizantes en Isapre Banmédica y en Vida Tres.

- **Análisis del Segmento Prestadores de Salud:**

En esta área se encuentra las compañías de clínicas de alta complejidad (Clínica Santa María y Clínica Dávila), clínicas de mediana complejidad (Clínica Ciudad del Mar, Clínica Vespucio y Clínica Bío Bío), quienes en conjunto hacen que el holding Banmédica sea líder en el mercado con un 35% aproximadamente en términos de camas, y en términos de ocupación continúan siendo líderes con un 79% aproximadamente en promedio desde los últimos años. También dentro de este segmento se encuentran los centros médicos ambulatorios (Vidaintegra) y las clínicas móviles (Help).

En este segmento, contablemente se observa el siguiente crecimiento de los ingresos desde el 2013 hasta el 2017

Prestadores de Salud	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	PROMEDIO %
Variación en UF	81.266	1.035.894	971.213	(9.372)	
Variación %	0,5%	6,2%	5,5%	-0,1%	2,7%

* *Proyectado*

La Sociedad, ha diversificado sus operaciones y negocios en los últimos cinco años, lo que ha hecho que la disminución en la contribución del segmento de prestadores de salud desde un 41% en 2013 hasta un 36% en 2016 (véase ilustración 11).

Para finales del 2016, los ingresos de las clínicas enfocadas en el segmento de alta y mediana complejidad junto a los centros médicos ambulatorios y móviles presentan un aumento anual del

5,5% (UF 971.213. En general, estas compañías presentan un comportamiento de ingresos crecientes. Para el 2017, debido a la proyección lineal realizada, se observa una disminución leve respecto a los observados en años anteriores.

- **Análisis del Segmento Internacional:**

Durante los últimos años la Sociedad realizó un plan de inversiones internación al enfocado en una mayor actividad en Colombia y en Perú. Este proyecto consideró eficiencias operacionales, construcción de clínicas, y el joint venture en Perú entre Banmédica y Pacífico Peruano. Este negocio se encuentra en proceso de maduración y rentabilización del negocio.

En este segmento, contablemente se observa el siguiente crecimiento de los ingresos desde el 2013 hasta el 2017:

Internacional	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	PROMEDIO %
Variación en UF	607.749	6.906.422	356.922	1.206.457	
Variación %	6,2%	66,6%	2,1%	6,8%	4,5%

* *Proyectado*

En esta área se encuentra las compañías de clínicas de alta complejidad, clínicas de mediana complejidad (Clínica Ciudad del Mar, Clínica Vespucio y Clínica Bío Bío), quienes en conjunto hacen que el holding Banmédica sea líder en el mercado con un 35% aproximadamente en términos de camas, y en términos de ocupación continúan siendo líderes con un 79% aproximadamente en promedio desde los últimos años. También dentro de este segmento se encuentran los centros médicos ambulatorios (Vidaintegra) y las clínicas móviles (Help).

La Sociedad, ha diversificado sus operaciones y negocios en los últimos cinco años, lo que ha hecho que se observe un incremento en la contribución del segmento internacional desde un 24% en 2013 hasta un 33% en 2016 (véase ilustración 11), por lo tanto, el segmento internacional, mejora la diversificación geográfica de los activos operacionales de la Sociedad.

- Operaciones en Colombia:

La compañía, en el segmento asegurador de Colombia, se dedica a la comercialización de planes privados de medicina pre-pagada, en el cual es una de las compañías líderes de mercado con una participación de mercado cercana al 22%, siendo sus principales competidores Colsanitas, Coomeva y Medplus. En La Clínica del Country, en marzo de 2016, entro en operación el nuevo

edificio, incrementando el número de camas, zonas de urgencias, entre otros. Asimismo, en 2016 la clínica inició la construcción de una nueva UCI pediátrica, que estaría finalizada durante el primer semestre de 2017. Al respecto, la entidad se encuentra realizando mayores eficiencias tanto operacionales como financieras. Asimismo, durante 2016, los ingresos aumentaron un 34% respecto de 2015 y los resultados de última línea revirtieron las pérdidas presentadas en periodos anteriores. Por otro lado, en términos operacionales para 2017 se espera la apertura del total de las camas hospitalarias.

- Operaciones en Perú:

A fines de 2014, se suscribió un acuerdo para el desarrollo en conjunto entre Banmédica y El Pacífico Peruano Suiza Compañía de Seguros y Reaseguros mediante la participación en partes iguales en la sociedad Pacifico EPS. Este acuerdo implicó para la compañía una inversión cercana a los US\$77 millones. Al respecto, el joint venture generó que el número de camas, a nivel consolidado, aumentara desde las 102 hasta 385, en conjunto con el ingreso de la compañía al mercado de seguros de salud, con una participación en términos de primas netas del 45%. Por su parte, en el mercado de seguros de salud su principal competidor es Rimac con una participación similar a la del grupo. Actualmente, en el sector de prestaciones de salud la compañía mantiene participaciones en la Clínica San Felipe, Red Clínicas Sanna, y en los prestadores ambulatorios: Laboratorio Clínico Roe, COA, Aliada, Precisa, Prosemedic. Durante 2016, la entidad se dedicó tanto en el sector de seguros de salud como prestador de salud en consolidar y rentabilizar los negocios con una misma estrategia y oferta sumada a un foco hacia mayores eficiencias operacionales.

7. Análisis de los Costos y Gastos de Operación

Los costos de operación de la Sociedad corresponden a gastos de salud, gastos de subsidios, gastos de personal, participaciones médicas, costos de materiales clínicos, costos de mantención de equipos, costos de servicios, depreciación y amortizaciones.

Detalle de los Costos y Gastos de operación:

	Detalle de Gastos				
	2013	2014	2015	2016	2017*
	UF	UF	UF	UF	UF
Gasto de Salud	15.240.520	16.697.414	20.131.604	20.499.819	20.343.258
Gasto de Subsidios	3.064.144	3.313.214	3.625.072	6.172.145	6.521.267
Gastos del Personal	7.525.988	8.125.982	9.437.643	8.950.254	9.469.598
Participaciones Médicas	3.615.536	3.543.215	4.653.258	3.920.444	4.278.757
Costo de Materiales Clínicos	2.549.296	2.695.461	3.940.281	3.844.783	3.857.474
Costos de Mantención de Equipos	416.805	443.008	474.921	1.488.157	1.608.620
Otros Costos de Servicios	1.533.231	1.444.151	1.957.931	1.239.239	1.192.023
Depreciaciones y Amortizaciones	960.800	989.072	1.156.314	719.779	829.682
Otros	3.194.758	3.173.028	3.955.376	3.827.795	4.099.096
Total Costos	38.101.076	40.424.543	49.332.399	50.662.416	52.199.776
Total Variación UF		2.323.467	8.907.856	1.330.016	1.537.360
Total Variación %		6,1%	22,0%	2,7%	3,0%

Explicación de variaciones y definición de los Costos y Gastos de Operación:

- **Gastos de salud:** corresponden a gastos incurridos por la Isapre originados por el reembolso de las prestaciones de salud y los medicamentos cubiertos por el plan de los beneficiarios.

Gasto de Salud	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	PROMEDIO %
Variación en UF	1.456.894	3.434.190	368.215	(156.561)	
Variación %	9,6%	20,6%	1,8%	-0,8%	0,5%

* Proyectado

Es evidente que la Sociedad ha disminuido sus gastos de salud a partir del 2015 con sólo un incremento del 1,8% y durante el año 2016 hay una disminución del 0,8% correspondiente a la baja siniestralidad y eficiencia de la Sociedad en administrar estos gastos. Este tipo de egreso es conducido por el número de beneficiarios.

- **Gastos de subsidios:** corresponden a gastos generados por el pago de licencias médicas presentadas por los beneficiarios del seguro de salud.

Gasto de Subsidios	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	PROMEDIO %
Variación en UF	249.070	311.858	2.547.073	349.122	
Variación %	8,1%	9,4%	70,3%	5,7%	38,0%

* Proyectado

Estos gastos presentan un incremento significativo para el 2016 con un 70,3% y luego cae en el 2017 con un 5,7%. Este tipo de egreso es conducido por el número de beneficiarios.

- **Gastos de personal:** corresponden a gastos pagados al personal administrativo de la Sociedad.

Gastos del Personal	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	PROMEDIO %
Variación en UF	599.994	1.311.661	(487.389)	519.344	
Variación %	8,0%	16,1%	-5,2%	5,8%	0,3%

* Proyectado

Estos gastos presentan una tendencia decreciente a partir del 2016 con una disminución de 5,2% y un aumento en 2017 de 5,8%, aproximadamente, niveles bajos comparados con los años 2013 y 2014. Estas disminuciones van asociadas a la intención de la administración de la Sociedad en ser más eficientes. Este tipo de egreso es conducido por el número de empleados y generalmente es un gasto fijo.

- **Participaciones médicas:** corresponden a gastos pagados al personal médico de la Sociedad por sus servicios prestados en calidad de honorarios profesionales.

Participaciones Médicas	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	PROMEDIO %
Variación en UF	(72.321)	1.110.043	(732.814)	358.313	
Variación %	-2,0%	31,3%	-15,7%	9,1%	-3,3%

* Proyectado

Estos gastos presentan una tendencia decreciente a partir del 2016 con una disminución de 15,7% y un aumento en 2017 de 9,1% aproximadamente, niveles bajos comparados con los años 2013 y 2014. Estas disminuciones van asociadas a la intención de la administración de la Sociedad en ser más eficientes. Este tipo de egreso es conducido por el número de atenciones.

- **Costos de materiales clínicos:** corresponden a los costos por la compra de materiales clínicos. Este tipo de egreso es conducido por el número de atenciones.

Costo de Materiales Clínicos	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	PROMEDIO %
Variación en UF	146.165	1.244.821	(95.498)	12.691	
Variación %	5,7%	46,2%	-2,4%	0,3%	-1,0%

* *Proyectado*

Estos costos presentan una tendencia decreciente a partir de 2016 con una disminución del 2,4% y un aumento en 2017 de 0,3% aproximadamente, niveles bajos comparados con los años 2013 y 2014. Estas disminuciones van asociadas a la intención de la administración de la Sociedad en ser más eficientes, conducido por el número de atenciones.

- **Costos de mantención de equipos:** corresponden a los costos por la mantención de equipos médicos. Este tipo de egreso es conducido por el número de atenciones.

Costos de Mantención de Equipos	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	PROMEDIO %
Variación en UF	26.203	31.913	1.013.237	120.463	
Variación %	6,3%	7,2%	213,3%	8,1%	110,7%

* *Proyectado*

Estos costos presentan una tendencia creciente en el 2016 por aproximadamente 213,3%, incremento justificado por las inversiones en equipos médicos nuevas realizadas en 2016, especialmente en el segmento internacional y en 2017 se observa un aumento de 8,1% aproximadamente. Estas disminuciones van asociadas a la intención de la administración de la Sociedad en ser más eficientes, conducido por el número de atenciones.

- **Otros costos de servicios:** corresponden a los costos por servicios externos.

Otros Costos de Servicios	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	PROMEDIO %
Variación en UF	(89.080)	513.780	(718.692)	(47.216)	
Variación %	-5,8%	35,6%	-36,7%	-3,8%	-20,3%

* *Proyectado*

Estos costos representan una tendencia decreciente a partir del 2016 con una disminución del 36,7% y en 2017 del 3,8% aproximadamente. Estas disminuciones van asociadas a la intención de la administración de la Sociedad en ser más eficientes.

- **Depreciación y amortización:** corresponden a las amortizaciones y depreciaciones de las propiedades, plantas y equipos, así como también por los activos intangibles amortizables.

Depreciaciones y Amortizaciones	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	PROMEDIO %
Variación en UF	28.272	167.242	(436.535)	109.903	
Variación %	2,9%	16,9%	-37,8%	15,3%	-11,2%

* *Proyectado*

Estos costos representan una disminución del 37,8% para el año 2016 y un aumento en 2017 de 15,33% aproximadamente. La mayoría de los activos adquiridos por la Sociedad son de vidas útiles largas por lo que el gasto generado anualmente se distribuye de forma más diluida.

- **Otros gastos:** corresponden a otros gastos no clasificados anteriormente.

Otros	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	PROMEDIO %
Variación en UF	(21.730)	782.348	(127.580)	271.301	
Variación %	-0,7%	24,7%	-3,2%	7,1%	1,9%

* *Proyectado*

Estos costos representan una disminución del 3,2% para el año 2016 y un aumento en 2017 de 7,1% aproximadamente.

8. Análisis de las Cuentas No Operacionales

Para analizar las cuentas no operacionales, es necesario analizar el impacto en la rentabilidad de la Sociedad de cada una de las actividades que intervienen en la generación de flujos, considerando cuanto representa cada línea del estado de resultados respecto al total de los ingresos.

CONSOLIDADOS EERR (HISTÓRICO)							
12M2013	12M2014	12M2015	12M2016	1S2017	2S2017	12M2017*	
UF	UF	UF	UF	UF	UF	UF	PROY. UF
Ingresos de actividades ordinarias	40.480.411	43.025.031	51.490.085	53.901.758	28.089.154	28.089.154	56.178.308
Costo de ventas	(31.534.793)	(33.631.150)	(41.202.229)	(42.447.318)	(21.658.535)	(21.658.535)	(43.317.071)
Ganancia bruta	8.945.617	9.393.881	10.287.856	11.454.440	6.430.619	6.430.619	12.861.237
Otros ingresos***	564.279	493.038	871.668	773.520	358.828	358.828	717.655
Gastos de administración	(6.396.971)	(6.614.962)	(7.679.883)	(8.067.088)	(4.375.548)	(4.375.548)	(8.751.096)
Otros gastos, por función***	(169.312)	(178.431)	(144.982)	(148.010)	(65.804)	(65.804)	(131.609)
Otras ganancias (pérdidas)***	(1.049)	60.873	15.419	(19.026)	5.795	5.795	11.590
Ganancias (pérdidas) de act. op.	2.942.564	3.154.399	3.350.079	3.993.837	2.353.889	2.353.889	4.707.778
Ingresos financieros	322.959	322.358	352.004	342.088	243.225	243.225	486.450
Costos financieros	(529.860)	(520.202)	(605.445)	(610.817)	(359.822)	(359.822)	(719.644)
Part. en las ganancias (pérd.) de asoc.	133.665	140.178	151.161	173.017	90.438	90.438	180.876
Diferencias de cambio	19.427	23.470	56.823	(50.902)	32.737	32.737	65.474
Resultados por unidades de reajuste	(119.467)	(274.279)	(278.206)	(169.907)	(98.744)	(98.744)	(197.487)
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	2.769.288	2.845.924	3.026.416	3.677.315	2.261.724	2.261.724	4.523.447
Gasto por impuestos a las ganancias	(679.909)	(694.888)	(964.514)	(1.170.849)	(712.883)	(712.883)	(1.425.766)
Ganancia (pérdida)	2.089.379	2.151.037	2.061.902	2.506.466	1.548.841	1.548.841	3.097.682

Las cuentas consideradas como no operacionales (***), corresponden a aquellas que se originaron por algún evento que no está asociado a las operaciones de alguno de los segmentos explicados anteriormente. En este caso, consideramos los otros ingresos, otros gastos y otras ganancias y/o pérdidas. Sin embargo, esto representa el foco de este análisis ya que dentro de estas cuentas existen transacciones que son recurrentes y otras que no lo son.

El detalle de los otros ingresos es el siguiente:

	Detalle Otros Ingresos (UF)					Recurrencia
	12M2013	12M2014	12M2015	12M2016	1S2017	
Documentos prescritos	246.703	225.535	229.031	205.687	242.557	Recurrente
Participación en Resultados Asistencia Médica (AMED)					143.890	No Recurrente
Ingresos por Servicios de Administración Compartida					93.634	No Recurrente
Recuperación de Gastos de Cobranza	125.729	91.333	226.488	45.616	62.247	Recurrente
Arriendo de Oficinas y Otros	56.785	65.238	89.987	72.180	44.977	Recurrente
Utilidad en Venta de Propiedad, Planta y Equipo		2.236	8.960	20.910	1.815	No Recurrente
Otros	135.062	108.696	317.202	429.126	128.534	Recurrente
Total de Otros Ingresos	564.279	493.038	871.668	773.520	358.828	

La mayoría de las cuentas de resultados son de carácter recurrente, excepto por los indicados en el cuadro anterior. De las cuentas que son recurrentes dentro de los otros ingresos, se encuentran desde el 2013 y 2017 la más importante corresponde a los documentos prescritos, generados en su mayoría por devolución de créditos fiscales al adquirir servicios y productos grabados, entre un 27% y 46%.

9. Análisis de los Activos

Es importante en esta etapa, evaluar la importancia que tienen los activos de la Sociedad durante los últimos cinco años. Hay que considerar cuales son los activos operativos y no operativos, la cantidad de los mismos, pero, sobre todo, su calidad.

Un activo operacional es aquel que utiliza la Sociedad para generar flujos a través de la producción de bienes o servicios, y que por esta razón son necesarios para la operación y/o se ven afectados por la misma, por lo que muchos activos que, por su definición en sí, no son activos operacionales, pero al analizar la naturaleza y el valor agregado que generan podremos entender cómo generarán beneficios para la Sociedad en el futuro.

Cifras en UF		Consolidados EEFF		
Activos	Descripción	OPERATIVOS	NO OPERATIVOS	Total
Activos corrientes				
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	Caja + Papeles líquidos	2.387.265	-	2.387.265
Otros Activos Financieros, Corriente	Acciones varias, Títulos de Deuda varios y Fondos mutuos	3.824.824	-	3.824.824
Otros Activos No Financieros, Corriente	Gastos anticipados	1.091.783	-	1.091.783
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Corriente	Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Corrientes	7.340.121	-	7.340.121
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente	Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente	245.405	-	245.405
Inventarios, Corriente	Inventarios Corrientes	470.076	-	470.076
Activos Biológicos, Corriente		0	-	0
Activos por Impuestos Corrientes	Activos por Impuestos Corrientes	460.098	-	460.098
Activos corrientes totales		15.819.571	-	15.819.571
Activos no corrientes				
Otros Activos Financieros, No Corrientes	Acciones de Clínica Iquique, Inversiones en Fondos de Cobertura y Títulos de Deuda varios	1.315.879	-	1.315.879
Otros Activos No Financieros, No Corrientes	Gastos Diferidos	2.518.208	-	2.518.208
Cuentas por Cobrar, No Corrientes	Cuentas por Cobrar, no corrientes	21.649	-	21.649
Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación	Inversiones contabilizadas en sociedades no controladas por la matriz, 3 sociedades Chilenas y 5 sociedades Colombianas. Porcentaje de participación menor al 50%.	873.903	-	873.903
Activos Intangibles distintos de la Plusvalía	Activos intangibles tales como, Programas informáticos, patentes, marcas registradas, desarrollos y otros.	3.514.540	-	3.514.540
Plusvalía	Menor valor o plusvalía comprada (Goodwill)	-	1.825.110	1.825.110
Propiedades, Planta y Equipo	Propiedades, Planta y Equipo	18.043.744	-	18.043.744
Propiedades de Inversión	Inversión en propiedades con el propósito de obtener futuros ingresos por venta, terrenos, edificios y otras propiedades de inversión	-	40.717	40.717
Activos por Impuestos Diferidos	Activos por Impuestos Diferidos	2.103.261	-	2.103.261
Total de activos no corrientes		28.391.184	1.865.827	30.257.011
TOTAL ACTIVOS		44.210.756	1.865.827	46.076.582
		96%	4%	100%

Se consideró la exclusión de goodwill y las propiedades de inversión.

Para evaluar la calidad de los mismos, es necesario realizar un análisis general de los indicadores financieros a nivel consolidado. A continuación, se presentarán los indicadores financieros desde el 2013 hasta el 2016:

Categoría	Razones Financieras	Fórmulas	2013	2014	2015	2016
Liquidez	Liquidez corriente	$\frac{\text{Activos corrientes}}{\text{Pasivos corrientes}}$	0,82	0,76	0,83	0,79
	Prueba del ácido	$\frac{\text{Activos corrientes} - \text{Inventarios}}{\text{Pasivos corrientes}}$	0,80	0,74	0,80	0,76
Actividad	Rotación de Inventario	$\frac{\text{Costo de Ventas}}{\text{Inventarios}}$	126,86	126,29	85,54	91,28
	Periodo promedio de cobro	$\frac{\text{Cuentas por cobrar}}{\text{Ventas diarias promedio}}$	49,86	51,66	48,45	47,66
	Periodo promedio de pago	$\frac{\text{Cuentas por pagar}}{\text{Compras diarias promedio}}$	102,98	95,13	80,63	83,65
	Rotación de activos totales	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Total de activos}}$	1,32	1,42	1,29	1,22
Endeudamiento	Índice de endeudamiento	$\frac{\text{Total de pasivos}}{\text{Total de patrimonio}}$	2,70	2,75	2,76	2,83
	Razón de cargos de interés fijo	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Intereses}}$	5,55	6,06	5,59	6,54
Rentabilidad	Margen de Utilidad Bruta	$\frac{\text{Utilidad bruta}}{\text{Ventas}}$	22,10%	21,83%	20,07%	21,25%
	Margen de Utilidad Operativa	$\frac{\text{Utilidad operativa}}{\text{Ventas}}$	7,27%	7,33%	6,57%	7,41%
	Margen de Utilidad Neta	$\frac{\text{Ganancia para los accionistas comunes}}{\text{Ventas}}$	5,16%	5,00%	4,05%	4,65%
	Ganancias por acción (GPA)	$\frac{\text{Ganancia para los accionistas comunes}}{\text{Número de acciones comunes en circ.}}$	60,52	65,83	66,38	82,07
	Rendimientos sobre los activos (RSA)	$\frac{\text{Ganancia para los accionistas comunes}}{\text{Total de activos}}$	159%	175%	134%	150%
	Rendimientos sobre el patrimonio (RSP)	$\frac{\text{Ganancia para los accionistas comunes}}{\text{Capital en acciones comunes}}$	151%	164%	165%	204%

10. Proyección del Estado de Resultados

Las bases de los parámetros utilizadas para determinar la estimación de los resultados desde el 2018 hasta el 2022 se presentarán a continuación:

- **Proyección de los Ingresos Operacionales:**

Para la estimación de los ingresos ordinarios de la Sociedad, se tomaron las tasas de crecimiento estimadas en la sección 6, analizando el crecimiento por cada segmento de negocio: seguros de salud, prestadores de salud, internacional y otros. Todas estas líneas aportan en los ingresos operativos de la Sociedad. Los parámetros utilizados para la proyección de los ingresos desde el 2017 hasta el 2022 fueron realizados de la siguiente manera:

a) Para las tasas de crecimiento se obtuvieron las variaciones históricas por segmentos y a nivel consolidado, obteniendo un promedio de las variaciones del 2016 y 2017.

A continuación, se presentarán los valores obtenidos:

	Detalle de Ingresos Operacionales				
	2013	2014	2015	2016	2017*
	UF	UF	UF	UF	UF
Seguros de Salud	20.377.046	20.961.830	21.927.819	23.283.962	24.473.018
Prestadores de Salud	16.643.846	16.725.112	17.761.005	18.732.218	18.722.846
Internacional	9.760.071	10.367.820	17.274.241	17.631.163	18.837.620
Otros	293.771	303.239	328.432	308.015	327.889
CONSOLIDADO**	40.480.411	43.025.031	51.490.085	53.901.758	56.178.308
	Variación en UF				
	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	
Seguros de Salud	584.785	965.988	1.356.144	1.189.056	
Prestadores de Salud	81.266	1.035.894	971.213	(9.372)	
Internacional	607.749	6.906.422	356.922	1.206.457	
Otros	9.469	25.192	(20.417)	19.874	
CONSOLIDADO**	2.544.620	8.465.055	2.411.673	2.276.550	
	Variación en %				
	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	PROMEDIO
Seguros de Salud	2,9%	4,6%	6,2%	5,1%	5,6%
Prestadores de Salud	0,5%	6,2%	5,5%	-0,1%	2,7%
Internacional	6,2%	66,6%	2,1%	6,8%	4,5%
Otros	3,2%	8,3%	-6,2%	6,5%	0,1%
CONSOLIDADO**	6,3%	19,7%	4,7%	4,2%	4,45%

*Proyectado

** Incluye ajuste de consolidación

b) Para las tasas de crecimiento de la industria se obtuvieron de la Superintendencia de Salud y de la Asociación de Clínicas de Chile la información para construir los datos de la industria, utilizando la misma metodología antes indicada, para ver el detalle ver anexo 6.

	Detalle de Ingresos Operacionales				
	2013	2014	2015	2016	2017*
	UF	UF	UF	UF	UF
Seguros de Salud	79.576.651	83.178.203	88.360.929	80.568.127	88.766.327
Prestadores de Salud	39.015.235	42.020.165	50.087.298	52.309.935	54.245.961
Internacional	-	-	-	-	-
Otros	-	-	-	-	-
TOTAL INDUSTRIA	118.591.886	125.198.368	138.448.227	132.878.063	143.012.288
	Variación en UF				
	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	
Seguros de Salud	3.601.552	5.182.726	(7.792.802)	8.198.200	
Prestadores de Salud	3.004.930	8.067.133	2.222.638	1.936.025	
Internacional	-	-	-	-	
Otros	-	-	-	-	
TOTAL INDUSTRIA	6.606.482	13.249.859	- 5.570.164	10.134.225	
	Variación en %				
	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	PROMEDIO
Seguros de Salud	4,5%	6,2%	-8,8%	10,2%	0,7%
Prestadores de Salud	7,7%	19,2%	4,4%	3,7%	4,1%
Internacional	-	-	-	-	
Otros	-	-	-	-	
TOTAL INDUSTRIA	5,6%	10,6%	-4,0%	7,6%	1,80%

*Proyectado

El promedio de ambos números arroja un crecimiento promedio de 3,13% anual, valor que fue utilizado para la proyección de los ingresos ordinarios.

- **Proyección de los Costos de Ventas:**

Para la estimación de los costos de ventas, se calculó el peso de los registros históricos desde el 2018 hasta el 2017 respecto a los ingresos ordinarios, y posteriormente, se promediaron los resultados de los cinco años, arrojando un resultado de que, en promedio, los costos de ventas representan un 78,39% del total de los ingresos, valor que se utilizó para estimar los costos de ventas en el futuro.

- **Proyección de los Gastos de Administración:**

Para la estimación de los gastos de administración, se calculó el peso de los registros históricos desde el 2018 hasta el 2017 respecto a los ingresos ordinarios, y posteriormente, se promediaron los resultados de los cinco años, arrojando un resultado de que, en promedio, los costos de ventas representan un 15,33% del total de los ingresos, valor que se utilizó para estimar los costos de ventas en el futuro

- **Proyección de los Otros rubros de Resultados:**

Para la estimación del resto de los rubros no indicados anteriormente, se consideraron los mismos resultados obtenidos en el 2017 como una constante hasta el 2022.

El estado de resultados fue proyectado desde el 2018 hasta el 2022. La base de la proyección fueron los estados de resultados consolidados desde el 2013 hasta el 2017, considerando que las cifras del 2017 se duplicaron para efectos del análisis ya que la base histórica para la valorización es sobre los resultados obtenidos desde el 01 de enero hasta el 30 de junio de 2017, y analizando si la Sociedad posee estacionalidad en sus resultados, concluimos que no existe estacionalidad en sus resultados, por lo que al duplicarse el resultado del primer semestre del 2017 no generará efectos de sobrestimaciones para el análisis.

CONSOLIDADOS			PROYECCIÓN EERR				
1S2017	2S2017	12M2017*	12M2018	12M2019	12M2020	12M2021	12M2022 ∞
UF	UF	PROY. UF	UF	UF	UF	UF	UF

Ingresos de actividades ordinarias	28.089.154	28.089.154	56.178.308	57.935.384	59.747.415	61.616.121	63.543.274	63.543.274
Costo de ventas	(21.658.535)	(21.658.535)	(43.317.071)	(45.414.781)	(46.835.209)	(48.300.062)	(49.810.732)	(49.810.732)
Ganancia bruta	6.430.619	6.430.619	12.861.237	12.520.603	12.912.206	13.316.059	13.732.542	13.732.542
Otros ingresos***	358.828	358.828	717.655	717.655	717.655	717.655	717.655	717.655
Gastos de administración	(4.375.548)	(4.375.548)	(8.751.096)	(8.879.897)	(9.157.632)	(9.444.053)	(9.739.432)	(9.739.432)
Otros gastos, por función***	(65.804)	(65.804)	(131.609)	(131.609)	(131.609)	(131.609)	(131.609)	(131.609)
Otras ganancias (pérdidas)***	5.795	5.795	11.590	11.590	11.590	11.590	11.590	11.590
Ganancias (pérdidas) de act. op.	2.353.889	2.353.889	4.707.778	4.238.342	4.352.210	4.469.642	4.590.746	4.590.746
Ingresos financieros	243.225	243.225	486.450	486.450	486.450	486.450	486.450	486.450
Costos financieros	(359.822)	(359.822)	(719.644)	(719.644)	(719.644)	(719.644)	(719.644)	(719.644)
Part. en las ganancias (pérd.) de asoc.	90.438	90.438	180.876	180.876	180.876	180.876	180.876	180.876
Diferencias de cambio	32.737	32.737	65.474	65.474	65.474	65.474	65.474	65.474
Resultados por unidades de reajuste	(98.744)	(98.744)	(197.487)	(197.487)	(197.487)	(197.487)	(197.487)	(197.487)
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	2.261.724	2.261.724	4.523.447	4.054.011	4.167.879	4.285.311	4.406.415	4.406.415
Gasto por impuestos a las ganancias	(712.883)	(712.883)	(1.425.766)	(1.094.583)	(1.125.327)	(1.157.034)	(1.189.732)	(1.189.732)
Ganancia (pérdida)	1.548.841	1.548.841	3.097.682	2.959.428	3.042.552	3.128.277	3.216.683	3.216.683

11. Proyección del Flujo de Caja Libre

Para la estimación del flujo de caja libre para los distintos años de la proyección, se procedió por tomar como base la proyección de estado de resultado y realizar los ajustes correspondientes a las cuentas no operacionales. El proceso anterior nos permite generar una estimación del flujo de caja bruto de la Sociedad, el que luego de ajustar de acuerdo a las necesidades futuras de inversión, dará lugar al flujo de caja neto.

A continuación, se explicarán las bases utilizadas para la determinación de los ajustes para la determinación del flujo de caja libre:

- **Inversión en reposición:**

Históricamente, se observa que el incremento porcentual en la depreciación se encuentra fuertemente correlacionado con el incremento en los activos de la compañía, por lo que se consideró para la evaluación económica una inversión de reposición equivalente al 100% de la depreciación.

- **Inversión en activos (CAPEX):**

La inversión en activos fue determinada, considerando que las inversiones en la compra de propiedades, plantas y equipos históricamente poseen un comportamiento constante equivalente a un 31,92%, promedio de los cinco años analizados de la razón de las propiedades, planta y equipos sobre los ingresos ordinarios. Posteriormente, se procedió a determinar el producto de la variación de los ingresos ordinarios por el promedio estimado. Para las estimaciones futuras fue utilizado el mismo parámetro respecto la estimación de activos totales de cada año.

	4T2013	4T2014	4T2015	4T2016	2T2017	4T2017*	PROMEDIO
Ingresos de actividades ordinarias	40.480.411	43.025.031	51.490.085	53.901.758	28.089.154	56.178.308	
Propiedades, Planta y Equipo	13.421.618	13.369.582	15.491.669	17.099.489	18.043.744	18.043.744	
Inversión en Activo Fijo (en UF) %	33,2%	31,1%	30,1%	31,7%	64,2%	32,1%	31,92%
	2T2017	4T2017*	2018*	2019*	2020*	2021*	
Incrementos de Ventas	1.138.275	2.276.550	1.757.076	1.812.031	1.868.706	1.927.153	
Inversión en Activo Fijo (en UF)	731.198	731.198	560.877	578.420	596.511	615.168	

* Proyectado

- **Variación de la Inversión en Capital de Trabajo Neto (CTON):**

La estimación de la inversión en capital de trabajo neto, considerando los activos y pasivos operacionales históricos, se observó que durante el año 2016, el efectivo y equivalente a efectivo aumentó un 93%, lo que fue financiado con préstamos, y tuvo un claro impacto en el capital de trabajo neto para el año 2016 y 2017 como se observa en la tabla a continuación:

Cálculo CTON	ESTIMACIÓN DEL CTON					
	4T2013	4T2014	4T2015	4T2016	2T2017	4T2017*
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.609.831	1.320.200	2.400.489	4.631.687	2.387.265	2.387.265
Otros Activos Financieros, Corriente	1.347.231	846.421	1.009.164	1.133.175	3.824.824	3.824.824
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Corriente	5.606.558	6.174.031	6.929.484	7.136.643	7.340.121	7.340.121
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente	17.008	29.125	233.617	286.279	245.405	245.405
Inventarios, Corriente	248.582	266.300	481.658	465.046	470.076	470.076
SUBTOTAL	8.829.210	8.636.077	11.054.412	13.652.829	14.267.691	14.267.691
Cuentas Comerciales y Otras Cuentas por Pagar, Corriente	9.020.975	8.887.067	9.228.217	9.862.885	9.600.557	9.600.557
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, Corriente	112.658	83.817	77.826	81.424	83.987	83.987
SUBTOTAL	9.133.634	8.970.884	9.306.042	9.944.309	9.684.544	9.684.544
CTON	(304.424)	(334.807)	1.748.370	3.708.520	4.583.147	4.583.147
Ingresos de actividades ordinarias	40.480.411	43.025.031	51.490.085	53.901.758	28.089.154	56.178.308
% CTON/Ventas	-0,75%	-0,78%	3,40%	6,88%	16,32%	8,16%
CTON Días >>>	-3	-3	12	25	60	30

Es por lo descrito en el párrafo anterior, que se utilizó la tasa de 3,4%, correspondiente capital de trabajo sobre los ingresos ordinarios del año 2015.

	2T2017*	4T2017*	2018	2019	2020	% CTON
Incrementos de Ventas	1.138.275	2.276.550	1.812.031	1.868.706	1.927.153	
Aumentos o disminuciones Inversión en Capital de Trabajo Neto	38.651	77.301	61.528	63.453	65.437	3,40%

* *Proyectado*

Una vez determinado esto, se procedió a calcular el producto entre el porcentaje determinado y la variación de los ingresos ordinarios estimados.

Para la determinación del flujo de caja bruto, se consideró como base la ganancia después de impuestos para cada año utilizado para la valoración. Los ajustes consideran la depreciación y amortización, ingresos y costos financieros, otros ingresos y gastos, otras ganancias y pérdidas, diferencia de cambio, resultado por unidades de reajuste y el resultado proveniente de otras sociedades y negocios conjuntos.

Posteriormente, se procedió a realizar los ajustes correspondientes para la generación real de flujo por parte de los activos de la Sociedad.

Finalmente, se procedió a determinar el flujo de caja neto o libre, estimando la inversión en reposición, las inversiones en activos y los aumentos o disminuciones de inversión en capital de trabajo neto. El valor terminal en el año 2021 fue calculado considerándolo como una perpetuidad del flujo de caja libre del 2022, tomando en cuenta el WACC determinado anteriormente (4,24%), de la siguiente manera:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FCL_{2022}}{WACC} = \frac{2.950.614}{4,24\%} = \mathbf{69.529.083}$$

El detalle y resultado de todos los cálculos definidos anteriormente es el siguiente:

FLUJO DE CAJA LIBRE								
1SM2017	2SM2017*	12M2017*	12M2018	12M2019	12M2020	12M2021	12M2022 ∞	
UF	UF	UF	UF	UF	UF	UF	UF	UF
Ganancia (pérdida) del ejercicio	1.548.841	1.548.841	3.097.682	2.959.428	3.042.552	3.128.277	3.216.683	3.216.683
Ajustes:								
(+) Depreciación y Amortización	626.240	626.240	1.252.481	1.105.590	1.105.590	1.105.590	1.105.590	1.105.590
(-) Otros ingresos después de impuestos	(261.944)	(261.944)	(523.888)	(523.888)	(523.888)	(523.888)	(523.888)	(523.888)
(+) Otros gastos, por función después de imp.	48.037	48.037	96.075	96.075	96.075	96.075	96.075	96.075
(-) Otras ganancias (pérdidas) después de imp.	(4.230)	(4.230)	(8.461)	(8.461)	(8.461)	(8.461)	(8.461)	(8.461)
(-) Ingresos financieros después de impuestos	(177.554)	(177.554)	(355.108)	(355.108)	(355.108)	(355.108)	(355.108)	(355.108)
(+) Costos financieros después de impuestos	262.670	262.670	525.340	525.340	525.340	525.340	525.340	525.340
(-) Part. en las ganancias (pérd.) de asociadas	(66.020)	(66.020)	(132.040)	(132.040)	(132.040)	(132.040)	(132.040)	(132.040)
(+/-) Diferencias de cambio	(32.737)	(32.737)	(65.474)	(65.474)	(65.474)	(65.474)	(65.474)	(65.474)
(+/-) Resultados por unidades de reajuste	98.744	98.744	197.487	197.487	197.487	197.487	197.487	197.487
Flujo de Caja Bruto	2.042.046	2.042.046	4.084.093	3.798.949	3.882.073	3.967.798	4.056.204	4.056.204
Ajustes:								
(-) Inversión en Reposición	(626.240)	(626.240)	(1.252.481)	(1.105.590)	(1.105.590)	(1.105.590)	(1.105.590)	(1.105.590)
(-) Inversión en Activo Fijo	(731.198)	(731.198)	(731.198)	(560.877)	(578.420)	(596.511)	(615.168)	0
(-) Aum. o dism. de Inv. en Capital de Trab. Neto	(38.651)	(38.651)	(77.301)	(61.528)	(63.453)	(65.437)	0	0
Flujo de Caja Libre	645.957	645.957	2.023.112	2.070.953	2.134.610	2.200.260	2.335.446	2.950.614
Valor terminal				0	0	0	69.529.083	0
FCL+VT	645.957	645.957	2.023.112	2.070.953	2.134.610	2.200.260	71.864.529	0

12. Determinación del Valor Económico de la Sociedad

Una vez obtenida la estimación de los flujos de caja libre de la compañía adicional al valor terminal correspondiente a los años posteriores a la valoración, se procedió a descontar los flujos a valor presente considerando la tasa de costo de capital previamente estimada, de la siguiente manera:

$$VP_{2017}^{FCL} = \frac{FCL_{2018}}{(1 + WACC)^1} + \frac{FCL_{2019}}{(1 + WACC)^2} + \frac{FCL_{2020}}{(1 + WACC)^3} + \frac{FCL_{2021}}{(1 + WACC)^4}$$

$$VP_{2017}^{FCL} = \frac{2.070.953}{(1 + 4,24\%)^1} + \frac{2.134.610}{(1 + 4,24\%)^2} + \frac{2.200.260}{(1 + 4,24\%)^3} + \frac{71.864.529}{(1 + 4,24\%)^4}$$

$$VP_{2017}^{FCL} = 1.986.646 + 1.964.350 + 1.942.336 + 60.857.642 = \mathbf{60.750.973}$$

Podemos observar que el valor presente de los activos operacionales de la compañía a junio de 2017 corresponde a UF 66.750.973, valor que incorpora el flujo de caja neto proyectado para los años 2018 al 2022, incorporando el valor terminal para el periodo posterior a la valoración. Para poder estimar el valor del patrimonio, se descontó del valor de los activos la deuda financiera vigente a junio de 2017 y se incorporó el monto correspondiente a activos prescindibles (Plusvalía y propiedades de inversión). El valor resultante de UF 53.159.094 da como resultado la valorización del patrimonio a junio de 2017. Una vez estimado al valor del patrimonio, se procedió a calcular el valor de la acción de acuerdo al número de acciones vigentes a junio de 2017 de acuerdo al siguiente procedimiento:

Valorización (en UF)	
Valor de los Activos Operacionales	66.750.973
Activos Prescindibles (de Balance de 2017)	1.865.827
Exceso (déficit) de Capital de Trabajo (de Balance de 2017)	0
Valor Total de los Activos	68.616.800
Deuda Financiera (de Balance 2017)	(15.457.706)
Patrimonio Económico	53.159.094
UF	26.665,09
Número de Acciones	804.681.783
Precio de la acción (en pesos, Valor de UF \$26.665,09)	1.762
Precio de la acción (en pesos a junio 2017)	1.629
Diferencia de precio con la valorización	8,14%

Conclusiones

Los resultados obtenidos al realizar la Valorización por Flujo de Caja Descontado, arrojan un precio por acción de \$1.762, cercano al precio real de \$1.629 correspondiente a la fecha de valoración al día 30 de junio de 2017. Considerando que las perspectivas de crecimiento de la Sociedad se sitúan en torno a un 3,13%. Este último precio refleja en gran parte las altas expectativas que tiene el mercado en relación al desempeño de la empresa a nivel administrativo y operacional por su constante incremento de la inversión en la ampliación de las clínicas y centros médicos lo que ayuda en mejorar los márgenes en el sector asegurador y los incrementos de las rentabilidades en los negocios internacionales, situaciones que permitieron compensar los márgenes más ajustados que se comienzan a observar en el negocio de prestadores de salud en Chile, producto de la mayor competencia y el deterioro en eficiencias que se produce en períodos de expansión.

Para la elaboración del Flujo de Caja Libre destinado a los accionistas, sus elementos de ingresos, costos e inversiones, deben reflejar, razonablemente, con la mayor precisión posible, los escenarios esperados y factibles. En el caso de los ingresos, considerar el comportamiento futuro de la Sociedad y de la industria, para los costos, utilizar los mejores estimadores que corresponden al comportamiento histórico de la Sociedad durante los últimos años y para las inversiones, a partir de los planes anunciados por la empresa, que se encuentren en ejecución o con alta probabilidad de realizarse, así como también la relación existente entre el incremento histórico de los activos y de los ingreso, en medida como capital para potenciar el flujo que generan los activos. A su vez la tasa de descuento de capital (WACC) a utilizar, debe ser representativa de la estructura de capital objetiva de la empresa en el largo plazo.

En conclusión, a la fecha de valoración del 30 de junio de 2017, la gestión de Banmédica en cuanto a las inversiones que se han realizado en los últimos años, con la ampliación de clínicas y centros médicos y las inversiones realizadas en Perú y Colombia, sin duda, han aportado valor a la compañía, pues esta ha ido incrementando su valor bursátil durante los últimos 5 años.

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

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

ANEXO 6: Detalle Ingresos de la Industria

	Detalle de Ingresos por Seguros de Salud (Isapres)				
	2013	2014	2015	2016	2017*
ISAPRES	UF	UF	UF	UF	UF
Colmena Golden Cross	14.645.090	15.403.036	16.191.722	17.338.487	18.589.400
Cruz Blanca	16.398.926	17.289.352	18.656.971	20.224.883	20.939.841
Vida Tres	4.911.703	4.937.293	5.071.151	5.326.910	5.605.851
Nueva Masvida (ex-Optima)	178.553	203.458	246.144	257.328	4.400.149
Masvida (*)	10.416.503	11.628.078	12.932.497	0	0
Isapre Banmédica	15.465.343	16.024.538	16.856.668	17.957.052	18.867.167
Consalud	13.398.801	13.778.130	14.236.872	15.202.342	16.186.989
San Lorenzo	320.795	96.570	99.224	101.090	75.157
Fusat	1.680.166	1.554.848	1.559.240	1.624.359	1.542.426
Chuquicamata	825.014	917.685	1.103.969	1.096.925	1.147.477
Río Blanco	395.896	398.328	428.683	452.212	391.420
Fundación	834.372	840.521	878.338	908.010	937.342
Cruz del Norte	105.489	106.367	99.452	78.530	83.108
TOTAL ISAPRES	79.576.651	83.178.203	88.360.929	80.568.127	88.766.327
	Detalle de Ingresos por Prestadores de Salud (Hospitalarias, Ambulatorias y Otros)				
	2013	2014	2015	2016	2017*
CLINICAS	UF	UF	UF	UF	UF
Grupo Banmédica	12.679.522	14.303.757	18.471.504	17.136.888	18.992.516
Grupo Bupa	8.163.923	8.509.229	9.062.457	10.015.663	10.237.467
Grupo Red Salud UC	8.255.239	8.649.108	10.979.263	12.747.030	12.761.779
Clínica Indisa	3.959.706	4.207.894	4.562.871	4.869.761	4.984.313
Clinica Las Condes	5.956.845	6.350.177	7.011.204	7.540.594	7.269.886
TOTAL CLINICAS	39.015.235	42.020.165	50.087.298	52.309.935	54.245.961
TOTAL INDUSTRIA	118.591.886	125.198.368	138.448.227	132.878.063	143.012.288
	Variación en UF				
	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	
	UF	UF	UF	UF	
Colmena Golden Cross	757.946	788.685	1.146.766	1.250.913	
Cruz Blanca	890.426	1.367.619	1.567.912	714.958	
Vida Tres	25.590	133.858	255.759	278.941	
Nueva Masvida (ex-Optima)	24.905	42.686	11.184	4.142.821	
Masvida (*)	1.211.576	1.304.418	(12.932.497)	0	
Isapre Banmédica	559.195	832.131	1.100.384	910.115	
Consalud	379.328	458.742	965.469	984.648	
San Lorenzo	(224.226)	2.654	1.866	(25.933)	
Fusat	(125.318)	4.392	65.119	(81.933)	
Chuquicamata	92.671	186.284	(7.044)	50.553	
Río Blanco	2.432	30.355	23.529	(60.792)	
Fundación	6.149	37.817	29.672	29.332	
Cruz del Norte	878	(6.915)	(20.922)	4.578	
TOTAL ISAPRES	3.601.552	5.182.726	(7.792.802)	8.198.200	
Grupo Banmédica	1.624.234	4.167.747	(1.334.616)	1.855.628	
Grupo Bupa	345.306	553.228	953.206	221.804	
Grupo Red Salud UC	393.869	2.330.155	1.767.767	14.749	
Clínica Indisa	248.189	354.977	306.890	114.553	
Clínica Las Condes	393.332	661.026	529.390	(270.708)	
TOTAL CLINICAS	3.004.930	8.067.133	2.222.638	1.936.025	
TOTAL INDUSTRIA	6.606.482	13.249.859	(5.570.164)	10.134.225	

	Tasas de Crecimiento Ingresos Industria				
	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	PROMEDIO
	%	%	%	%	
Colmena Golden Cross	5,2%	5,1%	7,1%	7,2%	7,1%
Cruz Blanca	5,4%	7,9%	8,4%	3,5%	6,0%
Vida Tres	0,5%	2,7%	5,0%	5,2%	5,1%
Nueva Masvida (ex-Optima)	13,9%	21,0%	4,5%	1609,9%	807,2%
Masvida (*)	11,6%	11,2%	-100,0%		
Isapre Banmédica	3,6%	5,2%	6,5%	5,1%	5,8%
Consalud	2,8%	3,3%	6,8%	6,5%	6,6%
San Lorenzo	-69,9%	2,7%	1,9%	-25,7%	-11,9%
Fusat	-7,5%	0,3%	4,2%	-5,0%	-0,4%
Chuquicamata	11,2%	20,3%	-0,6%	4,6%	2,0%
Río Blanco	0,6%	7,6%	5,5%	-13,4%	-4,0%
Fundación	0,7%	4,5%	3,4%	3,2%	3,3%
Cruz del Norte	0,8%	-6,5%	-21,0%	5,8%	-7,6%
TOTAL ISAPRES	4,5%	6,2%	-8,8%	10,2%	0,7%
Grupo Banmédica	12,8%	29,1%	-7,2%	10,8%	1,8%
Grupo Bupa	4,2%	6,5%	10,5%	2,2%	6,4%
Grupo Red Salud UC	4,8%	26,9%	16,1%	0,1%	8,1%
Clínica Indisa	6,3%	8,4%	6,7%	2,4%	4,5%
Clínica Las Condes	6,6%	10,4%	7,6%	-3,6%	2,0%
TOTAL CLINICAS	7,7%	19,2%	4,4%	3,7%	4,1%
TOTAL INDUSTRIA	5,6%	10,6%	-4,0%	7,6%	1,8%