



**VALORACIÓN DE LA CLÍNICA HOSPITAL DEL PROFESOR (CHP)
MEDIANTE FLUJO DE CAJA DESCONTADO**

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS

ALUMNO:

VALDEMAR PEROT GUTIÉRREZ

PROFESOR GUÍA:

MAURICIO JARA BERTÍN

JUNIO 2023

SANTIAGO, CHILE

Agradecimientos

Inicio recordando a quiénes por diferentes razones en la vida no están conmigo, pero tuvieron un rol fundamental en lograr la persona que espero, anhelaban me convirtiera. Muchas gracias a mi papá José y mi tía Chela, por ser mi familia y dar todo de sí. Y para Oscar, por ser un amigo que nos apoyó en los momentos difíciles.

También agradecer a quiénes son mis más cercanos: a mi mamá Delma gracias por todo el cariño, amor y esfuerzo en el largo camino de aprendizaje, apoyándome incluso en mis errores. Mis 'tías': Andrea y María Isabel, que me adoptaron en su familia y siempre muestran una disposición a ayudar en caso de necesitarlo. A Mauricio Jara, tanto en su rol de profesor y amigo: por creer en mis capacidades y quién, quizás sin saberlo, me ha dado la confianza necesaria para abordar estos desafíos (y éste en particular). A Eugenio Rojas, 'mi jefe', quién se convirtió en mi guía formativo y por qué no decirlo, mi padre en lo profesional. A mis padrinos Ronald y Marcela, a quiénes siempre los recuerdo como una parte activa y presente en los momentos difíciles. A Herman Granzow, por la confianza depositada en mí y quién se convirtió en una gran referencia de lo que espero lograr ser en el ámbito profesional y personal.

Para Nicole, quién ha luchado por cada uno de nuestros sueños, gracias por la paciencia, cariño, energía e incentivos a dar lo mejor de mí: gracias por amarme incondicionalmente. Para ti: eternamente, siempre.

Índice

1. Resumen Ejecutivo	6
2. Marco Metodológico	7
2.1. Principales Métodos de Valoración	7
2.1.1. Modelo de Descuento de Dividendos	7
2.1.2. Modelo de Flujo de Caja Descontado	8
2.1.3. Método de Múltiplos	10
2.1.4. Modelo de Opciones Reales.....	11
3. Valoración	13
3.1. Descripción de la Empresa y Organización.....	13
3.1.1. Historia	13
3.1.2. Gobierno Corporativo	13
3.1.3. Descripción de la Industria – Prestadores de Salud	14
3.1.4. Segmentos Existentes en Prestadores de Salud	25
3.1.5. Empresas Comparables y Competencia	26
3.1.6. Fuentes de Financiamiento de la Empresa.....	34
3.2. Estimación del Costo de Capital del CHP (K_0)	35
3.2.1. Uso de empresa de Referencia: Clínica INDISA.....	35
3.2.1.1. Estimación del Beta de la Deuda	38
3.2.1.2. Estimación del Beta Patrimonial con Deuda y Desapalancado	40
3.2.2. Estimación Estructura de Capital de la Empresa	40
3.2.2.1. Estructura de Capital Histórica	40
3.2.2.2. Estimación de la Estructura de Capital Objetivo	41
3.2.2.3. Estimación del Beta Patrimonial con Deuda utilizando la estructura capital objetivo.....	42

3.2.3.	Estimación del Costo Patrimonial (K_p)	44
3.2.4.	Estimación del Costo de Capital Promedio Ponderado.....	45
3.3.	Análisis Financiero.....	45
3.3.1.	Composición de Activos	45
3.3.1.1.	Efectivo y Equivalente al Efectivo.....	45
3.3.1.2.	Otros Activos Financieros No Corrientes.....	46
3.3.1.3.	Otros Activos No Financieros Corrientes y No Corrientes	46
3.3.1.4.	Deudores Comerciales y Cuentas por Cobrar	46
3.3.1.5.	Inventarios	46
3.3.1.6.	Impuestos a las Ganancias e Impuestos Diferidos	46
3.3.1.7.	Gastos por depreciación	47
3.3.1.8.	Transacciones con empresas relacionadas.....	48
3.3.2.	Evolución Operativa (Análisis Vertical del EERR).....	48
3.3.2.1.	Ingresos por Ventas	48
3.3.2.2.	Costos de Ventas.....	49
3.3.2.3.	Gastos de Administración y Ventas Operacionales	50
3.3.2.4.	Otros Ingresos por Función.....	51
3.3.2.5.	Otros Gastos por función	52
3.3.3.	Elementos No Operacionales	52
3.3.3.1.	Ingresos Financieros	52
3.3.3.2.	Costos Financieros	52
3.3.4.	Proyección del EERR	54
3.3.4.1.	Supuestos Iniciales	54
3.3.4.2.	Ingresos de Operación.....	54
3.3.4.3.	Costos Operacionales	56

3.3.4.4.	Gastos de Administración y Ventas.....	57
3.3.4.5.	Resultados no Operacionales	58
3.3.4.6.	Planes de Inversión.....	60
3.3.4.6.1.	Inversión de Reposición.....	60
3.3.4.6.2.	Inversión en Nuevos Activos (CAPEX)	61
3.3.4.6.3.	Inversión en Capital de Trabajo	61
3.3.4.7.	Activos Prescindibles	63
3.3.5.	Flujo de Caja Libre	63
3.3.6.	Valor Económico del Patrimonio.....	64
3.3.6.1.	Análisis de Sensibilidad - Variación en el Costo de Capital	65
4.	Conclusiones.....	67
5.	Bibliografía y Referencias.....	69
6.	Anexos	72
6.1.	Estado de Situación Financiera para el CHP, entre los años 2016-2020. 72	
6.2.	Estados de Resultados para el CHP, entre los años 2016-2020.....	74
6.3.	Estimaciones usando ventanas móviles a 24 y 60 meses.....	75

1. Resumen Ejecutivo

A continuación, se presenta una valoración del patrimonio económico utilizando Flujos de Caja Descontados para la Clínica Hospital del Profesor, organización dedicada a la prestación de servicios médicos.

En particular, se espera identificar los factores relevantes que pueden influir en este proceso de valorización para una empresa que no transa su patrimonio en forma pública. El primer paso consideró la selección de una empresa de referencia, siendo Clínica Indisa, como un prestador de servicios independiente y activo en ambos segmentos de atención (hospitalario y ambulatorio) la referencia para estimar los parámetros de mercado consistentes a la industria donde operan ambas firmas.

En segundo término, se abordó la temática vinculada a una menor liquidez asociada a los instrumentos, especialmente en el segmento de las empresas pequeñas en Chile. Para solucionar esta problemática, se realizó una estimación de los coeficientes de mercado usando Ventanas Móviles, esto considerando la evidencia y referencias a nivel local e internacional. En tercer lugar, se analizó la estructura de capital para ambas firmas y se estimó un costo de capital ajustado por un premio por liquidez, para calcular el Valor Económico del Patrimonio mediante el Flujo de Caja proyectado de la empresa.

Con esto, los resultados presentan un costo de capital estimado en 6,26% y valor total del flujo generado por los activos operacionales de 22.296 MM CLP. Descontando la deuda existente y el déficit en Capital de Trabajo existente, se obtuvo un Patrimonio Económico equivalente de 17.316 MM CLP, 0,98 veces el valor contable de sus activos.

2. Marco Metodológico

2.1. Principales Métodos de Valoración

La valoración de activos financieros depende ampliamente de las fuentes de información empleadas, que determinan, tanto por su estructura y proyección un rango o estimación del precio de un instrumento. Esto en la práctica se traduce en implementar metodologías de valoración basadas en indicadores reales y propios al activo: su capacidad de crecimiento, política de dividendos, tasas de interés libres de riesgo, retorno exigido, entre otros. Sin embargo, la estandarización contable internacional permite comparar la información financiera descriptiva de los activos, y en base a ella establecer técnicas cuya complejidad se caracteriza por el horizonte de proyección, cantidad de información y la naturaleza en el proceso de crecimiento operacional del negocio, como la ampliación o inversiones de crecimiento.

Fernández (2016) destaca el uso mayoritario de 4 modelos para la estimación del valor de un activo: el modelo de descuento de dividendos, el flujo de caja descontado, el uso de múltiplos y el modelo de opciones reales.

2.1.1. Modelo de Descuento de Dividendos

Un dividendo corresponde al pago o beneficios monetarios obtenidos luego de la distribución de las utilidades en una determinada empresa¹. Por tanto, si se considera una inversión con un horizonte de tiempo determinado, el valor de una acción – derecho de participación - corresponde al valor presente de los flujos esperados para dicho activo en el plazo señalado.

Considerando lo anterior, el accionista exige una rentabilidad al activo, y simplificando el horizonte temporal a un régimen de pagos constantes hacia el

¹ CMF, <https://www.svs.cl/educa/602/w3-article-818.html>

futuro, con la aplicación de una perpetuidad se puede expresar el precio de la acción como sigue:

$$\text{Precio Acción} = \frac{\text{Dividendo por Acción}_1}{k_{pat}}$$

Utilizando la misma noción, se pueden incluir expectativas de crecimiento en el régimen de perpetuidad, donde se aproxima una tasa de crecimiento para el dividendo constante (g) y la ecuación se reescribe como:

$$\text{Precio Acción} = \frac{\text{Dividendo por Acción}_1}{k_{pat} - g}$$

Los beneficios de este modelo es que requiere de un conjunto de información relativamente acotado, dependiendo del horizonte de evaluación (si aplica perpetuidad), el costo de oportunidad exigido por el accionista (k_p) y la determinación o estimación del crecimiento potencial del activo (g).

2.1.2. Modelo de Flujo de Caja Descontado

En segundo término, se puede incorporar información histórica y expectativas sobre el activo de interés. La formalización de este proceso, que se traduce en cuantificar con mayor exactitud el potencial dividendo obtenido por el inversionista, culmina en la creación de un Flujo de Caja Descontado (FCD).

Metodológicamente, un FCD utiliza un horizonte temporal determinado para proyectar los flujos generados por el activo, siendo el estándar un periodo de 4 o 5 años futuros en los cuáles se incorporan las expectativas de mediano y largo plazo asociadas no sólo al activo, sino a la industria y elementos macroeconómicos que pueden determinar e influir en su capacidad de generación de flujos.

Para desarrollar un FCD, se requiere determinar una tasa de descuento que refleje adecuadamente el riesgo o costo de oportunidad para el interesado. Esta tasa se reconoce como el 'costo de capital' o costo de financiamiento del activo, que permite comparar el riesgo y volatilidad de diferentes inversiones. El fundamento para

determinar una tasa de costo de capital proviene de la aplicación de las teorías de Modigliani y Miller (1958; 1963) y el modelo de *Capital Asset Pricing Model - CAPM*, desarrollado en forma paralela por Treynor (1961), Sharpe (1964), Lintner (1965) y Mossin (1966) en la década del 60, que permiten estimar en base al endeudamiento financiero el costo de capital en presencia de impuestos corporativos y una referencia de retorno en el mercado financiero.

Uno de los supuestos de valoración corresponde a que la firma mantendrá – en el horizonte de proyección – su estructura de capital (proporción de deuda y patrimonio), condición que se denomina estructura de largo plazo. Sin esta consideración y bajo los modelos anteriores, la tasa de descuento cambiaría en cada período, como también los niveles de deuda.

Posterior a ello, y según la naturaleza del activo², se estiman los flujos de caja futuros al límite señalado, cuyo valor se denomina Valor Terminal. Puntualmente, éste monto representa un alto porcentaje del valor del activo, siendo altamente sensible a la estimación y variación del costo de capital utilizado para obtener el valor presente de los flujos. De aquí surge la necesidad de justificar y estimar de forma conservadora el potencial crecimiento a perpetuidad que pueda tener el activo (la tasa g), siendo ampliamente utilizado el criterio conservador de asumir flujos sin crecimiento futuro ($g=0$).

A continuación, se deben incorporar los activos que están bajo administración, pero no se consideran como fuente generadora de flujos – o activos operacionales. Por tanto, se identifican estos activos prescindibles y se incorporan al valor obtenido de la empresa, para finalmente incorporar los desembolsos en términos de inversiones: ya sea de reposición, apuntando al reemplazo de los activos operacionales en base a su desgaste: inversión en nuevos activos, consistente con los planes de expansión y gastos futuros (ya sean comprometidos para inversiones existentes o nuevos proyectos) y en último término la inversión en capital de trabajo, destinando recursos

² En el caso de un proyecto, éste puede tener un plazo finito o repetirse en el tiempo; para una empresa, posiblemente se espera un funcionamiento a perpetuidad de la misma.

para asegurar el correcto funcionamiento del sistema operativo y necesidades de financiamiento de corto plazo.

Finalmente, obtenido el Flujo de Caja Descontado o Valor Presente de los Activos, se restan los compromisos financieros vigentes (deuda financiera neta). Obteniéndose el flujo de caja perteneciente a los accionistas, y con ello determinar el precio de una acción o el patrimonio total según sea el caso.

2.1.3. Método de Múltiplos

El método de múltiplos emplea dos tipos de información financiera: la información contable, con la composición y detalle de la situación financiera y el Estado de Resultados, junto al precio del activo transado en el mercado. Con esto, se determina un conjunto de variables comunes para establecer un valor relativo frente a un número de empresas consideradas como semejantes o comparables.

En general, el núcleo de variables utilizadas corresponde a los siguientes elementos:

- a) Precio de la Acción en el mercado a la fecha de interés
- b) Ingreso por Ventas (*revenues*)
- c) Utilidad Operacional antes de Intereses e Impuestos (UAIT – EBIT en inglés)
- d) Utilidad Antes de Impuestos, intereses, depreciación y amortización (UAITDA – EBITDA en inglés)
- e) Utilidad Neta (*Net Profit*)
- f) Deuda financiera Neta (Pasivos Financieros – Caja)
- g) Flujo de Caja Operacional
- h) Valor Libro de los Activos
- i) Valor Libro del Patrimonio
- j) N° de Acciones suscritas y pagadas

Fernández (2013) señala que, en la práctica, se emplean diferentes indicadores que reflejan con mayor certeza a cada industria en particular, donde se clasifican según la naturaleza de las variables:

- a) Múltiplos de Ganancia
 - Precio de la acción / Utilidad Neta
 - Valor Económico de la Empresa / UAIT
 - Valor Económico de la Empresa / UAITDA
 - Valor Económico de la Empresa / Flujo de Caja

- b) Múltiplos de Valor Libro (Market to Book)
 - Patrimonio Económico / Valor Libro Patrimonio (MTB)
 - Valor Económico de la Empresa / Valor Libro de los Activos

- c) Múltiplos de Ventas
 - Patrimonio Económico / Ingreso por Ventas (Price to Sales)
 - Valor Económico de la Empresa / Ingreso por Ventas (EV to Sales)

- d) Múltiplos Específicos según métricas de Producción o Capacidad
 - Ingreso por Ventas / Cantidad de m² construidos
 - Ingreso por Ventas / Kilowatt por Hora

2.1.4. Modelo de Opciones Reales

El modelo de opciones reales está enfocado para la valoración de una empresa o proyectos cuyo desarrollo e inversiones estén sujetas a flexibilidad futura, en paralelo al escenario y condiciones financieras o económicas existentes. Por tanto, por la naturaleza de la decisión, no se recomienda evaluar este tipo de activos mediante el flujo de caja tradicional, o criterios de selección como el VAN o la TIR.

En rigor, una opción real se presenta cuando existen una o más posibilidades futuras de resolver elementos de incertidumbre en el presente, como por ejemplo, el costo futuro de las materias primas o precio de mercado en las diferentes materias primas.

Esta técnica se basa en el modelo de valoración de opciones, desarrollado inicialmente por Black y Scholes (1973), donde a partir de precios objetivo y diferentes escenarios, se construyen árboles de decisión donde el supuesto considera que en cada momento del nodo se conoce la información en ese instante. Por tanto, mediante inducción reversa, se van evaluando y valorando las diferentes alternativas, hasta llegar a un valor presente equivalente a los escenarios y variables determinadas.

Fernández (2015) clasifica en tres grandes grupos a las opciones reales, según la naturaleza de las variables que determinan el valor futuro del activo: opciones contractuales, con un compromiso previo adquirido; opciones de crecimiento o aprendizaje, que apuntan a evaluar el costo de desarrollar estrategias de crecimiento y posicionamiento; y las opciones de flexibilidad, que permiten seleccionar diferentes escenarios paralelos ante al desarrollo de los proyectos.

Figura N°1. Clasificación según el tipo de opciones reales aplicables a una inversión.

OPCIONES REALES		
Opciones contractuales	Opciones de crecimiento o aprendizaje	Opciones de flexibilidad
Concesiones petrolíferas Concesiones mineras Franquicias	Ampliar Investigación y desarrollo Adquisiciones Aprendizaje Nuevos negocios Nuevos clientes Iniciativa de Internet Mejora eficiencia para aumentar barreras de entrada	Aplazar la inversión Reducir el proyecto Usos alternativos Renegociación de contratos <i>Outsourcing</i> Abandonar Cierre temporal Modificación de productos

Fuente: Fernández (2015).

El presente trabajo empleará dos técnicas para la estimación: se utilizan una metodología de múltiplos considerando empresas comparables, con tal de establecer una referencia en la industria, para luego estimar mediante un Flujo de Caja Descontado el valor económico del patrimonio.

3. Valoración

3.1. Descripción de la Empresa y Organización

3.1.1. Historia

La Clínica Hospital del Profesor (de aquí en adelante, CHP) inició sus operaciones en el año 1988, creada con la finalidad de prestar atención médica al conjunto de funcionarios de la educación. A la fecha, mantiene 3 sedes de funcionamiento: su casa matriz, presente en Av. Lib. Bernardo O'Higgins N°4860, comuna de Estación Central; un Centro Médico, ubicado en Tristán Valdés N°75, comuna de Maipú y un Centro Médico Dental, próximo a la casa matriz.

En términos de capacidad, el CHP ha mantenido un proceso de expansión gradual a lo largo de su historia, tanto con la inauguración de los centros Médicos como las constantes ampliaciones y nuevas infraestructuras en la casa matriz. Al cierre del año 2020, cuenta con una capacidad de atención para 167 pacientes (camas), entre ellas 17 para pacientes que requieren cuidados intensivos (UCI), y con instalaciones habilitadas en 25.000 metros cuadrados de superficie.

3.1.2. Gobierno Corporativo

La representación legal del CHP recae en la Comunidad Hospital del Profesor, organización compuesta por dos principales accionistas: la Corporación Servicio de Bienestar del Magisterio (SERBIMA), quién ejerce como controlador con un 71% de la participación patrimonial, junto al Colegio de Profesores AG, quién posee el 29% de participación restante.

Se debe mencionar, que ambos accionistas son organizaciones sin fines de lucro, otorgando al CHP una estructura estable en cuanto a sistemas de monitoreo y de gestión corporativa. El primer elemento de gobierno corporativo es su directorio, compuesto por 9 integrantes: 5 representantes de SERBIMA, en línea con su

posición mayoritaria, junto a 4 representantes del Colegio de Profesores. Por lo general, los representantes de cada organización corresponden a los principales cargos directivos o de alta administración, siendo un consenso que el presidente del directorio de SERBIMA sea quién ejerce como Presidente del Directorio en el CHP.

En términos de estructura, la Comunidad Hospital del Profesor posee dos filiales para la prestación de servicios médicos: Servicios Médicos Hospitalarios Edusalud Ltda. y la Clínica Hospital del Profesor Ltda.

3.1.3. Descripción de la Industria – Prestadores de Salud

Para comprender adecuadamente el escenario de los prestadores privados de salud, es necesario presentar la descomposición y estructura del sistema previsional vigente.

El sistema de salud chileno obedece a un modelo mixto de atención, donde el beneficiario puede optar al seguro público de salud, organismo denominado Fondo Nacional de Salud (FONASA) o un seguro privado de salud, administrado por Instituciones de Salud Previsional (ISAPRES). Para ello, legalmente se destina de carácter obligatorio el 7% de las remuneraciones imponibles al afiliado y sus cargas familiares o médicas, en caso de existir.

Figura N°2. Esquema representativo de los agentes participantes en el sector salud local.



Fuente: Clínicas de Chile AG (2022).

Sin embargo, la oferta y diversidad en los servicios y atenciones médicas están claramente orientadas a determinados prestadores. En el caso del sistema público-estatal, los canales de atención médica emplean a los establecimientos de atención primaria (APS) y secundaria (ASS - Consultorios y Hospitales), entidades administradas y reguladas por el Ministerio de Salud y sus diferentes subsecretarías: Salud Pública y Redes Asistenciales. Mientras que las ISAPRES, establecen convenios con diferentes prestadores de salud, preferentemente privados, donde el afiliado puede elegir diferentes contratos de cobertura:

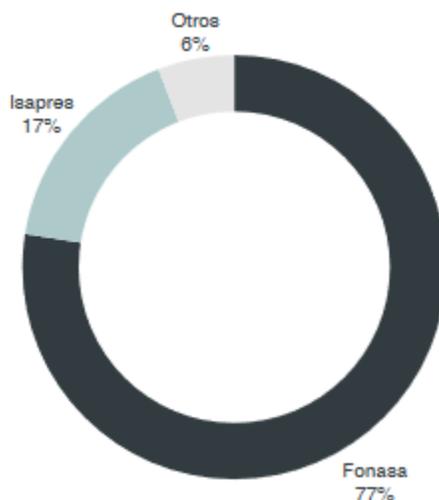
- a) Prestadores en Convenio o Preferentes: consta de elegir un conjunto de prestadores ante los cuáles posee una cobertura preferencial (menores copagos).
- b) Modalidad de Libre Elección: consta de fijar una cobertura establecida para todos los potenciales prestadores de salud a nivel nacional.
- c) Modalidad Cerrada o Médico de Cabecera: consta de determinar un conjunto específico de prestadores donde la cobertura es aplicable.

En tanto, el sistema público de salud consta de dos modalidades: Atención Institucional (MAI) – orientada a la atención en los centros públicos y Libre Elección (MLE), que entrega un copago al afiliado para conseguir atención en los diferentes prestadores privados en convenio con FONASA. Este elemento se ha ido expandiendo en cuanto a los instrumentos, iniciando con prestaciones de menor complejidad hasta evolucionar a instrumentos más estructurados, como los programas de apoyo al diagnóstico (PAD), enfocados en tratamientos de mediana y alta complejidad.

Ciertamente, la entidad aseguradora con mayor cantidad de beneficiarios al cierre de 2020 corresponde a FONASA, con un 77% de la población y sólo un 17% perteneciente al sistema ISAPRE.

Figura N°3. Distribución de la Población Nacional por sistema previsional de salud al que se encuentra adscrito.

Gráfico. Distribución de la población nacional por sistema previsional de salud al que se encuentra adscrito (2020).



Fuente: División de Desarrollo Institucional.

Fuente: FONASA (MINSAL), División de Desarrollo Institucional.

De igual manera, hay diferencias significativas en la composición de los cotizantes activos en cada sistema; donde FONASA posee 7.722.335 cotizantes activos (sin

considerar a los beneficiarios del Pilar Básico Solidario – PBS y personas sin empleo o renta declarada). Teniendo como referencia al ingreso mínimo para una jornada completa al 31-dic-2020³, el universo de cotizantes se reduce a 5.257.525 personas. En tanto, el sistema privado registra 3.339.226 personas, de los cuales 1.971.662 son cotizantes activos y el complemento son cargas médicas, con una alta concentración geográfica en la Región Metropolitana (59,6%).

Tabla N°1. Número de Cotizantes en sistema previsional privado por región, al cierre de 2020.

N° de Beneficiarios por Región	2019	%	2020	%
Región Metropolitana (RM)	1.994.047	59,59%	1.988.577	59,55%
V Región	250.091	7,47%	249.990	7,49%
VIII Región	193.443	5,78%	193.139	5,78%
II Región	173.866	5,20%	173.281	5,19%
Otras Regiones	734.944	21,96%	734.239	21,99%
Total	3.346.391		3.339.226	

Fuente: Superintendencia de Salud (2021).

Su descomposición étnica también presenta diferencias frente al par privado, manteniendo el sistema público una distribución bastante más homogénea y con mayor participación relativa de los adultos mayores. En términos de renta, se observa una distribución de afiliados con mayor ingreso mensual en el sistema ISAPRE, especialmente en el extremo de la distribución, donde un 23,91% de los cotizantes supera el tope imponible definido como monto máximo de carácter obligatorio para efectos previsionales.

³ Un Ingreso Mínimo Mensual (IMM) al 31-12-2020 corresponde a \$326.500 pesos chilenos.

Tabla N°2. Número de Cotizantes en sistema previsional privado por edad, al cierre de 2020.

Rango Edad	N° Personas
0 – 14	629.550
15 – 19	198.297
20 – 24	210.005
25 – 29	293.917
30 – 34	370.326
35 – 39	334.810
40 – 44	287.687
45 – 49	257.031
50 – 54	20.6831
55 – 59	185.220
60 – 64	140.948
65 – 69	91.684
70 – 74	59.690
75 – 79	36.780
80-84	19.654
+ de 84	16.543
Sin clasificar (*)	253
Total	3.339.226

Fuente: Superintendencia de Salud (2021).

Tabla N°3. Número de cotizantes en el sistema público según su tramo de ingreso mensual.

Tramo de Ingreso	N° Cotizantes	% Relativo	% Acumulado
PBS sin Cotizaciones	351.505	3,84%	3,84%
1-100.000	237.173	2,59%	6,42%
100.001-150.000	668.394	7,29%	13,72%
150.001-200.000	550.333	6,01%	19,73%
200.001-250.000	548.548	5,99%	25,71%
250.001-300.000	560.362	6,12%	31,83%
300.001-350.000	865.950	9,45%	41,28%
350.001-400.000	670.675	7,32%	48,60%
400.001-450.000	516.371	5,64%	54,24%
450.001-500.000	438.483	4,79%	59,02%
500.001-550.000	380.848	4,16%	63,18%
550.001-600.000	319.481	3,49%	66,66%
600.001-650.000	288.158	3,14%	69,81%
650.001-700.000	228.352	2,49%	72,30%
700.001-750.000	195.634	2,14%	74,44%
750.001-800.000	168.533	1,84%	76,28%
800.001-850.000	141.034	1,54%	77,82%
850.001-900.000	122.807	1,34%	79,16%
900.001-950.000	106.089	1,16%	80,31%
950.001-1.000.000	93.602	1,02%	81,33%
1.000.001-1.050.000	80.708	0,88%	82,22%
1.050.001-1.100.000	68.958	0,75%	82,97%
1.100.001-1.150.000	59.859	0,65%	83,62%
1.150.001-1.200.000	50.913	0,56%	84,18%
1.200.001-1.250.000	44.086	0,48%	84,66%
1.250.001-1.300.000	37.776	0,41%	85,07%
1.300.001-1.350.000	35.306	0,39%	85,46%
1.350.001-1.400.000	27.974	0,31%	85,76%
1.400.001-1.450.000	24.378	0,27%	86,03%
1.450.001-1.500.000	21.225	0,23%	86,26%
1.500.001-1.550.000	19.165	0,21%	86,47%
1.550.001-1.600.000	16.692	0,18%	86,65%
Mayor a 1.600.000	134.468	1,47%	88,12%
Sin Cotizaciones	1.088.690	11,88%	100,00%
Total	9.162.530	100,00%	

Fuente: Superintendencia de Salud (2021).

Tabla N°4. Número de cotizantes con empleo dependiente en el sistema de ISAPRES según su tramo de ingreso mensual.

Tramos de renta imponible (en pesos (\$))	N° Cotizantes	% Relativo	% Acumulado
de 10.001 a 100.000	5.237	0,33%	0,33%
de 100.001 a 150.000	3.360	0,21%	0,54%
de 150.001 a 200.000	3.527	0,22%	0,76%
de 200.001 a 250.000	4.186	0,26%	1,02%
de 250.001 a 300.000	4.459	0,28%	1,29%
de 300.001 a 350.000	10.965	0,68%	1,98%
de 350.001 a 400.000	9.006	0,56%	2,54%
de 400.001 a 500.000	42.844	2,67%	5,21%
de 500.001 a 600.000	43.332	2,70%	7,91%
de 600.001 a 700.000	56.102	3,50%	11,41%
de 700.001 a 800.000	64.295	4,01%	15,41%
de 800.001 a 900.000	69.676	4,34%	19,75%
de 900.001 a 1.000.000	75.310	4,69%	24,45%
de 1.000.001 a 1.100.000	75.292	4,69%	29,14%
de 1.100.001 a 1.200.000	71.796	4,47%	33,61%
de 1.200.001 a 1.300.000	68.009	4,24%	37,85%
de 1.300.001 a 1.400.000	62.603	3,90%	41,75%
de 1.400.001 a 1.500.000	59.875	3,73%	45,49%
de 1.500.001 a 1.600.000	55.443	3,46%	48,94%
de 1.600.001 a 1.700.000	51.317	3,20%	52,14%
de 1.700.001 a 1.800.000	47.488	2,96%	55,10%
de 1.800.001 a 1.900.000	44.341	2,76%	57,86%
de 1.900.001 a 2.000.000	41.620	2,59%	60,46%
de 2.000.001 a 2.100.000	38.924	2,43%	62,88%
de 2.100.001 hasta menos Tope	96.652	6,02%	68,90%
Del Tope 2.328.219,63 y más	383.698	23,91%	92,82%
Sin información (*)	115.259	7,18%	100,00%
Total Dependientes	1.604.616	100,00%	

Fuente: Superintendencia de Salud (2021).

Esto permite entender que la demanda por prestaciones médicas posee, a lo menos, dos factores de clasificación: renta (mayores ingresos optando por ISAPRE) y tramo etario, donde existe una mayor proporción de adultos mayores de 65 años, inicialmente sujetos de mayores cuidados y atenciones de salud.

Oferta de Prestadores: Definiciones

Sin embargo, hay dos antecedentes asociados al funcionamiento de las aseguradoras que son relevantes de mencionar respecto a cómo han determinado la oferta en las prestaciones de salud.

En términos de gasto efectivo, el aporte basal *per cápita* asociado al presupuesto en el sistema público ha ido en constante aumento, con crecimientos en montos reales de 8,5% anual (CAGR al 2021)⁴. Estos fondos están destinados al financiamiento de las prestaciones entregadas por FONASA y las instituciones públicas.

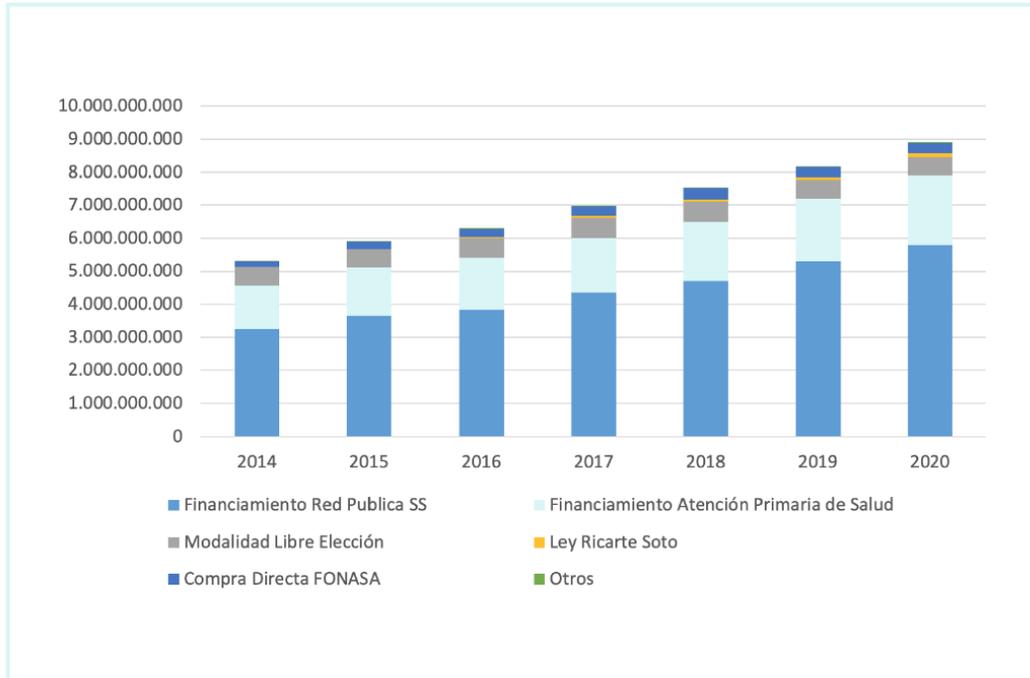
En los últimos años, la tendencia estatal ha apuntado al fortalecimiento de la red, creando nuevos puntos de atención primaria y presentando diferentes proyectos de ampliación en la capacidad hospitalaria, con nueva infraestructura en los edificios actuales o el desarrollo de nuevos proyectos, destacando el esquema de concesiones, donde se licita la administración de los recintos a una entidad privada⁵.

⁴ Tasa calculada empleando el valor en términos de UF, con la UF al 31 de diciembre del año anterior.

⁵ Nota de prensa: <https://www.minsal.cl/minsal-y-mop-anuncian-llamado-a-licitacion-de-11-nuevos-hospitales-durante-el-2020/>

Figura N°4. Montos totales en el marco de compra de prestaciones por parte de FONASA, entre 2014 y 2020.

Gráfico. Evolución compra de prestaciones de salud Fonasa.



Fuente: Fonasa (Memoria Anual)

Figura N°5. Evolución y variación porcentual del Aporte Per Cápita Basal, entre los años 2010 a 2021.

Evolución del Aporte Per Cápita Basal (pesos corrientes de cada año).



Fuente: Fonasa (Memoria Anual)

En este ámbito, la oferta de prestaciones de salud se puede describir en cuanto al número de instalaciones y la capacidad de atención – considerando el personal y la infraestructura empleada para los procedimientos. La métrica de capacidad ampliamente utilizada es la disponibilidad de camas para atención hospitalaria, siendo un aspecto secundario la capacidad o niveles de atención ambulatoria.

Bajo el contexto de la pandemia, en los últimos años los diferentes hospitales han aumentado su capacidad, especialmente en las camas destinadas para los pacientes en estado crítico (UCI). En su cuenta pública para 2020, el MINSAL presentó un máximo de 3.216 camas UCI habilitadas en 2020, incluso siendo superado este número en 2021 (4.538) bajo el proceso de reconversión de los espacios, especialmente quirófanos y salas de procedimiento, que han enfrentado menores demandas ante la suspensión de las cirugías que no involucren riesgo vital o potenciales secuelas a los pacientes⁶. Este fenómeno no sólo ocurrió a nivel público: a nivel privado, durante 2020 se observó una fuerte caída en el número de atenciones, especialmente las asociadas a mayor complejidad.

Dada la naturaleza del CHP, se procede a describir con mayor la composición de la oferta existente por los prestadores privados de salud, tanto a nivel nacional – con un fin descriptivo – y luego centrado en la Región Metropolitana, como su mercado competitivo relevante.

Existe una asociación gremial que reúne mayoritariamente, a los prestadores privados de salud a nivel nacional: Clínicas de Chile AG. Al 2021, contaba con 41 afiliados, y su rol apunta a la confección de análisis y estudios sobre el sector de la salud en Chile, reportando documentos de investigación y una memoria anual recopilando los avances y desarrollos de la industria en el país.

⁶Cuenta Pública: <https://www.minsal.cl/wp-content/uploads/2021/06/CuentaPublica2020Minsal.pdf>

A nivel comparativo, en la RM las cifras publicadas por La Tercera (2020) mostraban 16.596 camas, seguida por las regiones de Valparaíso (3.909) y del Bío-Bío (3.602). Esta mayor concentración se relaciona con la densidad poblacional, siendo las 3 regiones con mayor cantidad de habitantes en el país.

Otro elemento relevante en la capacidad de atención corresponde a la disponibilidad del personal médico. Según las cifras de la superintendencia de Salud, a finales de abril-2021⁷, el registro Nacional de Prestadores de Salud consideraba a 691.844, siendo las cuatro primeras profesiones personal Técnico de Nivel superior en Salud (TENS, 221.572), Psicólogos (as) (71.011) Enfermeros (as) (65.841) y auxiliares en salud (60.771).

En cuanto al personal médico, se cuantifican 56.355 médicos cirujanos, de los cuáles solo 34.252 poseen una especialización, siendo dominantes Medicina Interna (4.319), Pediatría (3.773) y Cirugía General (2.672).

Tabla N°5. Composición de la oferta de camas en el sistema de salud, para los años 2010 y 2020.

Tabla 3: Composición total camas país, 2011 - 2020

Proveedor	2011	2020	Distribución	Distribución	Variación
			2011	2020	2011-2020
Público	27.245	25.687	71,4%	66,7%	-5,7%
Privado	7.115	8.272	18,6%	21,5%	16,3%
Instituciones (Gendarmería y FF.AA)	3.463	2.290	9,1%	5,9%	-33,9%
Centros psiquiátricos, geriátricos y recuperación	1.380	1.605	3,6%	4,2%	16,3%
Mutual	952	546	2,5%	1,4%	-42,6%
Otros	367	95	1,0%	0,2%	-74,1%
Total	38.184	38.495	100,0%	100,0%	0,8%

Fuente: Clínicas de Chile A.G (2022)

⁷ No se encuentra disponible la información para el año 2020. Se consideró el periodo de presentación inmediatamente cercano, en este caso 2019.

3.1.4. Segmentos Existentes en Prestadores de Salud

En la industria de la salud, se tiende a clasificar las fuentes de ingreso en dos tipos: prestaciones ambulatorias y hospitalarias.

En rigor, y cómo señala en su estudio la Superintendencia de Salud⁸ :” las prestaciones médicas constituyen un conjunto de actividades y procedimientos sanitarios esenciales para el diagnóstico y tratamiento oportuno de las enfermedades”.

Posteriormente, mencionan una jerarquía entre las diferentes prestaciones:

- a) De carácter principal / esencial, como lo son las atenciones médicas, exámenes de diagnóstico, procedimientos de apoyo clínico y las intervenciones quirúrgicas.
- b) De carácter adicional, entorno a la entrega y venta de medicamentos e insumos, entre ellos las drogas neoplásicas, atenciones dentales, o para las entidades integradas la Garantía Explícita de Salud (GES).

En cuanto a la clasificación ambulatoria u hospitalaria, no hay un consenso generalizado. Puntualmente, la Clínica Las Condes⁹ las diferencia si el paciente o beneficiario pasa la noche en la institución por razones de tratamiento o diagnóstico. Una segunda visión apunta a la complejidad de las prestaciones: donde el sector hospitalario apunta a prestaciones de mediana y alta complejidad (procedimientos quirúrgicos principalmente) frente a un segmento ambulatorio que agrupa atenciones médicas puntuales o de rutina, los servicios de urgencia y exámenes de laboratorio.

En general, los prestadores médicos de salud pueden complementar su propuesta de valor integrando diferentes prestaciones, siendo las más significativas las de carácter ambulatoria, entre ellos los exámenes de laboratorio clínico e imagenología* y las consultas o controles médicos.

⁸ <https://www.supersalud.gob.cl/documentacion/666/w3-article-7517.html>

⁹ <https://www.clinicalascondes.cl/INFORMACION-AL-PACIENTE/Derechos-y-deberes/>

Tabla N°6. Cantidad de funcionarios, cama, pabellones y Boxes de Consulta Médica para un conjunto de clínicas privadas en la Región Metropolitana.

Unidad	N° Empleados	Área clínica	N° Camas	Pabellones	Boxes CM
Clínica RedSalud Providencia	992	234	113	15	76
Clínica Indisa	3.191	953	444	18	182
Clínica RedSalud Vitacura	1.158	755	253	17	60
Clínica RedSalud Santiago	1.417	996	268	18	83
Clínica Santa María	2.605	401	346	18	150
Clínica Vespucio	1.204	419	300	15	100
CHP			167	10	78
Clínica Dávila	3.406	798	502	28	180

Fuente: Elaboración Propia, en base a la información disponible en las Memorias Anuales.

3.1.5. Empresas Comparables y Competencia

En general, el sistema de salud chileno se caracteriza por una integración en el modelo de negocios entre las aseguradoras de salud (instituciones de salud previsual – ISAPRES) y los prestadores de servicios, entendidos como clínicas o centro médicos bajo un holding controlador. Por tanto, el esquema de empresas y competencia relevante estará centrado en las organizaciones que poseen a la prestación de servicios como actividad económica principal, empleando únicamente la información financiera del segmento correspondiente para las corporaciones integradas, en caso de ser empleadas en el análisis.

3.1.5.1. Instituto de Diagnóstico S.A (INDISA)

La Clínica Indisa corresponde a un prestador privado de servicios en salud, tanto en el segmento hospitalario como ambulatorio. Fundada en el año 1961, su sede inicial se ubicó en el centro de Santiago. Posteriormente, en 1970 se traslada a su actual domicilio (Av. Santa María N°1810, Providencia) y a partir de 1980 habilita el funcionamiento de los pabellones quirúrgicos y el área de hospitalización, y más adelante el servicio de maternidad y pediatría.

En su proceso de crecimiento, ha optado por remodelar y expandir su infraestructura inicial: ampliación de los pabellones y servicio de urgencia en 2002; incorporando nuevas torres (2007 la torre B; 2011 la torre C) y planificando un proyecto en la zona poniente de la región, adquiriendo terrenos en el año 2010 para la actual construcción de la Clínica Indisa – Maipú.

Consta de 444 camas y 18 pabellones disponibles para su funcionamiento, con un total de 3.191 colaboradores altamente concentrados en profesionales del área de la salud (525 médicos especialistas y 428 enfermeras).

Clínica Indisa posee la estructura de sociedad anónima abierta, inscrita en la Comisión de Mercado Financiero en el año 1982, cuya acción transa en la Bolsa de Santiago bajo el nemotécnico INDISA. Al 31 de diciembre de 2020, consta de 140.930.266 acciones, de serie única, destacando el reciente aumento de capital en el año 2018, por 60.361.012 acciones. Puntualmente, destaca la alta participación de inversionistas institucionales, especialmente corredoras de bolsa enfocadas en activos locales (Compass Group 6,56%, BanChile Inversiones 6,02%, CrediCorp Capital 5,98%). El grupo controlador se compone por Agrícola y Comercial Santa Inés Limitada (cuyas acciones permanecen en custodia de BTG Pactual Chile), El Maderal Inversiones Limitada, Inversiones la Caleta S.A., Poduje Abogados Limitada, e Inversiones Portapia Limitada (acciones bajo custodia de BCI - CdB), quienes poseen 60.891.403 acciones o un 43,2% de la participación, quienes poseen un acuerdo de participación conjunta.

Su directorio está compuesto por 9 personas, con un periodo de 3 años para el ejercicio con posibilidad de reelección. La organización carece de la designación de directores suplentes. Poseen una remuneración por sus funciones, con un desembolso en 2020 de 171 MM CLP.

Tabla N°8. Cuadro con Accionistas para la Clínica Indisa al cierre de 2020.

Accionista	RUT	N° Acciones	% del Total
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	84.177.300-4	21.377.083	15,17%
BCI Corredores de Bolsa S.A.	96.519-800-8	10.666.789	7,57%
Poduje Abogados Limitada	76.933.080-1	10.148.567	7,20%
El Maderal Inversiones Limitada	76.003.506-8	10.148.567	7,20%
Inversiones La Caleta S.A.	96.800.390-9	10.148.567	7,20%
Compass Small Cap Chile - Fondo de Inversión	96.804.330-7	9.250.379	6,56%
BanChile Corredores de Bolsa S.A.	96.571.220-8	8.484.317	6,02%
CrediCorp Capital S.A. Corredores de Bolsa	96.489.000-5	8.430.784	5,98%
Camogli Inv S.A.	76.829.370-8	6.079.118	4,31%
Nevasa S.A. Corredores de Bolsa	96.586.750-3	5.244.983	3,72%
Siglo XXI Fondo de Inversión	76.100.825-0	4.579.707	3,25%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	96.767.630-6	4.494.893	3,19%
Otros (1544 Accionistas Minoritarios)		31.876.512	22,62%
Total		140.930.266	100%

Fuente: Elaboración Propia, en base a la información disponible en las Memorias Anuales

Tabla N°9. Cuadro con Ingresos, EBIT y % de participación por segmento.

Año	Ingresos (M \$)	EBIT (%)	% Ingreso por Hospitalario	% Ingreso por Ambulatorio
2016	127.989.642	12,89%	66,40%	33,60%
2017	138.190.664	12,00%	66,31%	33,69%
2018	145.228.712	14,13%	64,95%	35,05%
2019	150.016.695	10,14%	64,03%	35,97%
2020	139.469.262	3,73%	69,85%	30,15%

Fuente: Elaboración Propia, en base a la información disponible en las Memorias Anuales

3.1.5.2. *Empresas Red Salud S.A (RedSalud)*

RedSalud es un holding privado dedicado a la prestación de servicios de salud, cuya red de establecimientos se encuentra expandido a nivel nacional (9 clínicas, 27 centros médicos y 39 clínicas dentales), participando activamente en ambos segmentos relevantes: hospitalario y ambulatorio. A partir de 2018 se comienza a utilizar ampliamente RedSalud como una marca de reconocimiento por sobre los diferentes establecimientos (ex MegaSalud, Avansalud, AraucoSalud, entre otras).

Se plantean como empresas comparables a dos de las filiales pertenecientes al holding, que poseen un posicionamiento geográfico y público objetivo similar al existente en el CHP.

Puntualmente, la Clínica RedSalud Santiago (ex Bicentenario) corresponde a uno de sus recientes proyectos, inaugurada en 2011, ubicada en Av. Libertador Bernardo O'Higgins N°4850, comuna de Estación Central (aledaña a la Mutual de Seguridad, propiedad de su controlador) es el principal competidor respecto a la captación de pacientes en la zona poniente de la región Metropolitana. Posee 268 camas habilitadas, 18 pabellones quirúrgicos y una superficie de 62.240 metros cuadrados construidos, con una dotación de 1417 trabajadores, de los cuales 996 pertenecen al área clínica.

En segundo término, con un posicionamiento intermedio entre el CHP y la clínica INDISA, se presenta la Clínica RedSalud Providencia, ubicada en Av. Salvador N°100, comuna de Providencia. En términos de tamaño, se compara con la capacidad del CHP: posee 113 camas disponibles, 15 pabellones, 30687 metros cuadrados construidos y una dotación de 992 personas, 234 de ellas profesionales del área clínica, mientras que en la composición de sus pacientes compite directamente en la línea de afiliados al sistema de ISAPRE frente a la clínica INDISA.

En rigor, la estructura unificada se estableció recién en 2008, con la mencionada unificación de marcas en 2018. Corresponde a una Sociedad Anónima Cerrada, con dos accionistas y plenamente controlada por la Cámara Chilena de la Construcción, quién a su vez es la organización controladora de Inversiones La construcción (ILC), holding nacional diversificado, con participación en el mercado de previsión de salud (Isapre CONSALUD), rentas vitalicias (CONFUTURO) y la administración de fondos de Pensiones (co-propietaria de AFP HABITAT, junto a Prudential Financial Group - USA) entre otras líneas de negocio.

Posee un directorio con 7 integrantes, con una duración en el cargo de 3 años y posibilidad de reelección indefinida, sin considerar la participación de directores suplentes. Optan por tener directores altamente independientes, principalmente que no posean participación ni en la matriz o las filiales del grupo.

A nivel de filiales, la empresa agrupa en lo posible las líneas de negocios según criterios geográficos y operacionales, destacando entre ellas:

- Megasalud SpA (99,9%): sociedad encargada de la gestión y desarrollo de las prestaciones médicas ambulatorias, por lo general Centros Médicos y Dentales. Consta de 41 establecimientos, con 65.614 metros cuadrados.
- Inversiones CAS SpA (99,9%): sociedad encargada del Centro Médico RedSalud Arauco (Av. Pdte Kennedy N°5413), instalación dedicada a la prestación ambulatoria con 7058 metros cuadrados.
- Clínica Avansalud SpA (99,9%) - filial encargada de la administración y funcionamiento de RedSalud Providencia (Av. Salvador N°100). Cuenta con 30.687 metros cuadrados construidos, con 113 camas disponibles y entregando prestaciones hospitalarias y ambulatorias.

3.1.5.3. *Empresas Banmédica S.A (BANMEDICA)*

Banmédica es una institución con dedicación exclusiva al sector salud, con presencia en el sector previsional (ISAPRE BANMEDICA) como también en la gestión de una amplia red de prestadores de servicios médicos.

En términos de capacidad, a nivel de holding poseen 2.060 camas habilitadas, 123 pabellones quirúrgicos con una superficie de 487.576 metros cuadrados. Su dotación a nivel nacional consta de 26.031 funcionarios, de los cuales 9668 corresponden a profesionales de la salud.

En términos de comparabilidad, posee tres filiales que son actores relevantes en la prestación de servicios de salud para a región Metropolitana: la Clínica Dávila, ubicada en la zona norte de Santiago (Av. Recoleta N°464), la Clínica Santa María (Av. Santa María N°0410, Providencia), competidor directo tanto de la Clínica Indisa como Red Salud en el sector centro-oriente de la ciudad, y la Clínica Vespucio, prestador ubicado en La Florida (Serafín Zamora N°190) enfocado en el sector sur-oriente de la región.

La Clínica Dávila representa, posiblemente, la institución de salud más grande a nivel nacional, con 502 camas disponibles, 28 pabellones, 130.000 metros cuadrados y 3406 funcionarios (798 médicos). En tanto, la Clínica Santa María dispone de 346 camas, 18 pabellones, 85.000 metros cuadrados y 2605 funcionarios (401 profesionales de la salud), y la Clínica Vespucio posee 300 camas, 15 pabellones y una dotación de 1204 funcionarios, 419 de ellos profesionales de la salud.

Tabla N°10. Cuadro con Accionistas de Empresa Banmédica.

Accionista	RUT	N° Acciones	% del Total
Bordeaux Holding SpA	76.786.302-0	799.787.545	99,39%
Santander Corredores de Bolsa Limitada	96.683.200-2	691.330	0,09%
Sociedad Civil de Rentas Rebellin		400.000	0,05%
Sucesión - Rafal Antonio Romo Echaiz		360.973	0,04%
Mario Antonio Delgado Valenzuela		312.500	0,04%
Justo Elpidio Bogado Sánchez		200.000	0,02%
BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A.	79.532.990-0	175.525	0,02%
Eugenio César Galilea Mauret		150.901	0,02%
BanChile Corredores de Bolsa S.A.	96.571.220-8	133.041	0,02%
María Lea Derio Palacios		124.594	0,02%
Patricio Jaime Montenegro Olivares		116.204	0,01%
J.Artigas y Compañía		112.500	0,01%
Otros (174 Accionistas Minoritarios)		2.116.670	0,26%
Total		804.681.783	100%

Fuente: Memoria Anual Empresas Banmédica (2021).

Tabla N°11. Cuadro con Ingresos, EBIT y % de participación por segmento.

Banmédica	Ingresos (M CLP)	EBIT (%)	Total Activos
2016	493.556.118	8,86%	557.403.295
2017	527.006.285	4,60%	628.531.010
2018	562.446.805	4,63%	656.431.212
2019	820.548.180	8,94%	1.034.768.445
2020	778.799.427	-1,51%	1.142.233.314

Fuente: Memoria Anual Empresas Banmédica (2021).

3.1.6. Fuentes de Financiamiento de la Empresa

En cuanto a pasivos financieros, la principal fuente de financiamiento de la clínica históricamente corresponde al crédito bancario, con plazos de vencimiento de mediano y largo plazo para el financiamiento de los planes de inversión e infraestructura. En paralelo, emplea las líneas de crédito de corto plazo a modo de apalancamiento operacional, con tal de manejar holguras en su capital de trabajo y requerimientos de flujos de caja.

Adicionalmente, emplea en menor medida el Leasing Operacional como medio de financiamiento de sus activos, representando el 1,43% del total de la deuda.

En su composición, gran parte de sus pasivos están denominados en pesos, y una menor proporción en Unidades de Fomento, indexador de la inflación reportada en la economía chilena.

Tabla N°12. Pasivos financieros del CHP al cierre del año 2020. (nota 12).

Institución financiera	Tipo Pasivo	Moneda	Tasa de Interés	Tasa Efectiva	Menor a 90 días	Más de 90 días	1 a 3 Años	3 a 5 años	5 años o más
Banco ITAÚ	Línea de Crédito	CLP	2%	2%		\$ 71.117			
Banco Santander	Línea de Crédito	CLP	2%	2,02%		\$ 471.589			
Banco BCI	Línea de Crédito	CLP	5,40%	5,54%	\$ 9.530	\$ 29.121	\$ 83.936	\$ 3.701	
Banco BCI	Pasivo MP	CLP	6,08%	7,02%	\$ 20.824	\$ 63.629	\$ 175.776	\$ 83.732	
Banco BCI	Pasivo MP	CLP	3,50%	3,56%	\$ 98.365	\$ 300.558	\$ 841.259	\$ 146.077	
Banco BCI	Pasivo MP en UF	CLP	5,40%	5,54%	\$ 4.660	\$ 14.237	\$ 41.018	\$ 7.281	
Banco ITAU	SWAP	CLP					\$ 3.124.853		
Banco BCI	Pasivo LP	CLP	4,07%	4,15%	\$ 22.417	\$ 68.496	\$ 193.456	\$ 209.967	\$ 228.157
Banco BCI	Leasing	UF	7%	7%	\$ 4.667	\$ 13.916			
Banco BCI	Leasing	UF	5%	5%	\$ 3.936	\$ 12.025	\$ 25.124		
Banco BCI	Leasing	UF	6%	6%	\$ 3.342	\$ 6.387	\$ 12.689		
Total						\$ 1.218.816	\$ 5.177.026		

Fuente: Estados Financieros CHP, nota N°12 (2021).

Tabla N°13. Evolución Pasivos Corrientes y No Corrientes entre diciembre- 2016 a diciembre 2020.

Estructura de Capital (M \$)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Pasivos Financieros Corrientes	2.491.863	1.832.129	1.350.656	1.199.350	1.218.816
Pasivos Financieros No Corrientes	5.821.995	5.639.826	5.075.923	4.620.200	5.177.026
Total Deuda Financiera	8.313.858	7.471.955	6.426.579	5.819.550	6.395.842

Fuente: Estados Financieros CHP (2021).

3.2. Estimación del Costo de Capital del CHP (K_0)

3.2.1. Uso de empresa de Referencia: Clínica INDISA

El CHP no transa su participación patrimonial en el mercado, ya sea público o privado. Esto impide estimar directamente una tasa de descuento empleando el tradicional método de CAPM. Dado esto, se debe recurrir a utilizar una empresa de referencia o espejo que sí posea las condiciones similares, tanto en su funcionamiento – industria y sus líneas de negocio.

El mercado accionario chileno sólo posee 3 empresas vinculadas al sector privado de salud que cotizan a la fecha de análisis directamente en la Bolsa de Santiago: Clínica INDISA (INDISA), Clínica Las Condes (LASCONDES) y Empresas Banmédica (BANMEDICA).

La estimación tradicional vía CAPM del coeficiente beta considera emplear retornos semanales de la acción transada en el mercado, por una ventana temporal de 2 años, utilizando aproximadamente 102 – 104 observaciones para su cálculo.

Sin embargo, el comportamiento accionario difiere en cada caso: Banmédica luego de la OPA presentada por *United Health Group* en 2018, si bien aún es una Sociedad Anónima Abierta, carece de liquidez en su instrumento, siendo considerada más una sociedad cerrada con mínima participación minoritaria.

Para la CLC, el escenario es bastante complejo, donde los betas estimados bajo CAPM y ampliando las ventanas de tiempo carecen de significancia, sólo quedando disponible, aunque es una empresa altamente comparable, la Clínica Indisa.

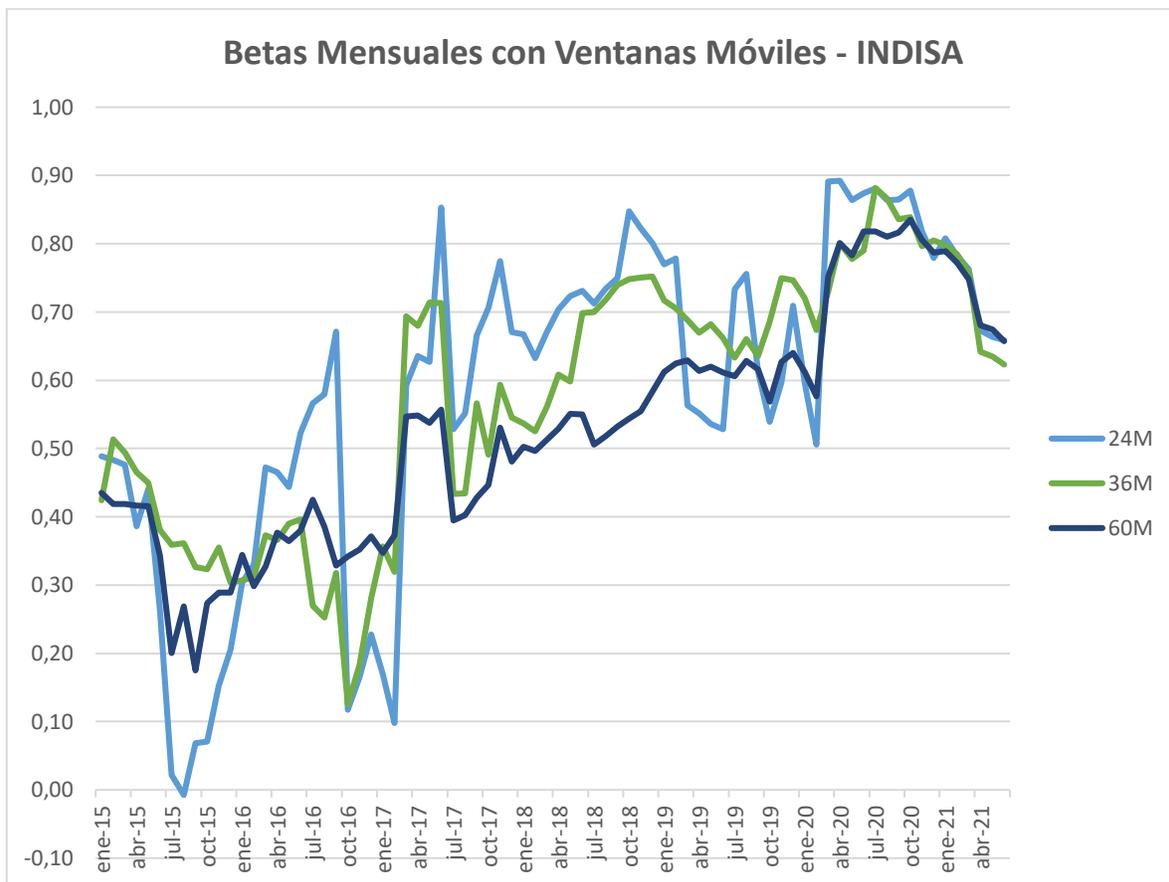
Frente a esta problemática, diversos autores (Fabozzi, 1978; Wells, 1994; Brooks et al. ,1998) han estudiado el comportamiento sobre la volatilidad de los betas y su naturaleza estocástica, entendiendo que pueden variar en el tiempo. Así, se han desarrollado varias metodologías para la estimación de estos coeficientes, desde la implementación de modelos fundamentados en el comportamiento de la volatilidad en los retornos, entre ellos el Filtro de Kalman (Kalman, 1960), modelos ARCH (Engle, 1982) y GARCH (Bollerslev,1986); con tal de entregar una estabilidad a los coeficientes obtenidos.

Para evaluar la estabilidad en el coeficiente asociado a Indisa se realizó una regresión vía Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) en ventanas móviles siguiendo la línea de trabajo presentada por Fama y MacBeth (1973), empleando diferentes ventanas de tiempo (24 meses, 36 meses y 60 meses) con tal de identificar tendencias de corto o mediano plazo que puedan explicar, al menos cuantitativamente, cambios en los coeficientes estimados.

En general, las cifras reportadas a nivel local e internacional muestran que el sector de la salud transa con betas menores al mercado¹⁰. Para el caso de la clínica Indisa, con la regresión móvil desde el año 2015 se obtienen coeficientes bastante estables a los diferentes horizontes de estimación (beta promedio a 60, 36 y 24 meses), con una tendencia alcista en 2020 acorde a la incertidumbre local y la volatilidad en el mercado accionario global, a consecuencia de la crisis sanitaria iniciada en marzo del mismo año.

¹⁰ Se realizó una revisión y selección de las empresas activas en el sector de Salud en USA, considerando que el esquema de atención en ese país apunta a sistemas amplios con mayor competencia entre las distintas instituciones. El promedio del sector Hospitals / HealthCare presentó un beta promedio desapalancado de 0,75; luego, filtrando las empresas con core operacional en el segmento de atención de salud (eliminando casas de reposo y centros de rehabilitación) se obtiene un coeficiente promedio de 0,9.

Figura N°7. Evolución del coeficiente beta estimado utilizando regresión M.C.O en ventanas móviles.



Fuente: Elaboración Propia.

Con estos resultados, se opta por utilizar la ventana para el coeficiente de 60 meses, con un promedio de 0,6319 para la acción de INDISA.

Finalmente, al beta obtenido se aplica la metodología de Bloomberg, con la cual se considera una convergencia de las acciones hacia el retorno de mercado (beta igual a uno). En este caso:

$$\beta_{p\ INDISA}^{BBG} = 0,33 + 0,67 * \beta_{p\ INDISA}^{C/D} = 0,33 + 0,67 * 0,6319 = 0,7534$$

Tabla N°14. Betas obtenidos en las ventanas a 24, 36 y 60 meses. Valores Iniciales junto a su corrección usando Bloomberg.

	A Diciembre -2020		
	24M	36M	60M
Beta Original	0,7242	0,7271	0,6319
Bloomberg	0,8152	0,8172	0,7534

Fuente: Elaboración Propia.

3.2.1.1. Estimación del Beta de la Deuda

Para la estimación de la sensibilidad de la deuda, se deben considerar dos elementos: primero, el CHP no posee títulos de instrumentos de deuda a largo plazo (plazos superiores a 10 años), y en particular, sus fuentes de financiamiento obedecen a préstamos bancarios mayoritariamente en pesos, seguido por préstamos con tasas de interés indexadas a la inflación (en UF).

Sin embargo, por construcción el flujo de caja descontado emplea preferentemente tasas reales. Para esto, se estima la tasa real equivalente al restar la tasa de inflación esperada para el periodo, reflejada en los *breakevens* o compensaciones inflacionarias en el mercado local.

En el esquema de evaluación, se emplea como tasa libre de riesgo comparable el bono soberano chileno a 10 años (BTU-10)¹¹.

Al cierre de 2020, los datos del Banco Central muestran los siguientes valores para la compensación inflacionaria y tasas libre de riesgo, equivalentes al promedio en los últimos dos años de los TIR de los bonos soberanos emitidos por Tesorería General o el Banco Central y 1 año para las compensaciones inflacionarias en el mercado.

¹¹ El enfoque práctico permite suponer que la deuda del CHP posee un carácter de mediano plazo y renovable, al no poseer la estructura de bonos.

Tabla N°15. Compensaciones Inflacionarias y Tasa Interna de Retorno para los bonos emitidos en UF a 2,5,10,20 y 30 años plazo.

Compensaciones Inflacionarias (1 año promedio)			
Fecha	2 años	5 años	10 años
30.dic.2020	2,26	3,01	2,79

Tasas Instrumentos de Deuda Soberana BTU (promedio a 2 años)					
Fecha	2 años	5 años	10 años	20 años	30 años
30.dic.2020	-0,62	-0,10	0,38	0,93	1,04

Fuente: Base de Datos Estadísticos, Banco Central de Chile (2021).

Como referencia, se construyó una tasa real ponderada, ajustando las tasas nominales por las compensaciones inflacionarias para un horizonte de 5 años mediante la ecuación de Fisher, en línea con los plazos de los vencimientos en moneda nacional.

Con esto, la tasa real ponderada de la deuda corresponde a un **3,22%**.

Tabla N°16. Tasa equivalente en UF para los principales pasivos financieros existentes en el CHP.

Institución financiera	Tasa Efectiva	Total (M CLP)	% Deuda	Tasa en UF
Banco ITAU	7,86%	3.124.853	54,56%	4,81%
Banco BCI	3,56%	1.386.259	24,21%	0,53%
Banco BCI	4,15%	722.493	12,62%	1,11%
Banco BCI	7,02%	343.961	6,01%	3,89%
Banco BCI	5,54%	67.196	1,17%	5,54%
Banco BCI – Leasing	5,72%	82.086	1,43%	5,72%

Tasa Real Ponderada de la Deuda = 3,22%

Fuente: Elaboración Propia, en base a los Estados Financieros del CHP (2021).

El bono libre de riesgo, emitido en UF, transó en niveles negativos durante gran parte del 2020, con una tasa promedio en los últimos 2 años levemente positiva en el BTU-10 de 0,38%.

Respecto al premio por riesgo de Mercado, para el año 2020 se poseen dos estimaciones para el mercado local: las presentadas por Damodarán (2020) con un PRM de 6,81% y la estimación realizada por Maquieira et al. (2020) con un 6,76% empleando dos metodologías con el mercado estadounidense de referencia y adicionando un premio por riesgo país, representado a través *Credit Default Spread* (CDS). Considerando que la diferencia es menor y la tasa estimada es robusta a las condiciones de mercado, podemos considerar que el PRM para una acción chilena es de 6,76%.

Ecuación N°1. Beta de la deuda para el CHP.

$$k_{b\text{ CHP}} = r_f + \beta_{b\text{ CHP}} * PRM \rightarrow 3,22\% = 0,38\% + \beta_{b\text{ CHP}} * 6,76\%$$
$$\beta_{b\text{ CHP}} = 0,4199$$

3.2.1.2. *Estimación del Beta Patrimonial con Deuda y Desapalancado*

El procedimiento empleado para obtener el riesgo representativo de una participación 100% patrimonio obedece al presentado por Rubinstein (1973), bajo la existencia de deuda con un riesgo crediticio asociado (la tasa de costo de la deuda es superior a la tasa referencial libre de riesgo).

3.2.2. *Estimación Estructura de Capital de la Empresa*

3.2.2.1. *Estructura de Capital Histórica*

La metodología tradicional considera una estimación del valor económico del patrimonio, por lo general empleando las valorizaciones bursátiles de sus acciones o alguna operación / adquisición reciente que considere en sus fundamentos parámetros de mercado.

Sin embargo, se puede cometer un sesgo de estimación en la estructura de capital, al estar sobre o sub representando el nivel de deuda frente al patrimonio establecido como referencia. Para solucionar este ítem, se observan los múltiplos de patrimonio para diferentes empresas del sector a nivel local e internacional: INDISA, *United Health Group* (Estados Unidos) y *Médica Sur* (México), encontrándose una razón promedio de valor de patrimonio a valor libro cercana a 1,1.

Tabla N°17. Estructuras de Capital del CHP en el periodo 2016-2020.

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Razón Endeudamiento (B/V)	0,35	0,31	0,27	0,25	0,26
Razón Endeudamiento (P/V)	0,65	0,69	0,73	0,75	0,74
(1) / (2) ó B/P	0,53	0,45	0,37	0,33	0,35

	Media	Media Armónica	Mediana
Razón Endeudamiento (B/V)	0,29	0,28	0,27
Razón Endeudamiento (P/V)	0,71	0,71	0,73
(1) / (2) ó B/P	0,41	0,40	0,37

Fuente: Elaboración Propia, en base a los Estados Financieros del CHP (2021).

3.2.2.2. Estimación de la Estructura de Capital Objetivo

En base a la estructura de capital calculada en el periodo 2016-2020, al comprobar diferentes métricas (media, mediana, media aritmética) se observa una reducción en las razones de endeudamiento para el CHP (empleando el valor del patrimonio contable), disminuyendo de un 35% en 2016 a un 26% en 2020. Considerando la estructura reciente de los últimos tres años inclusive, se plantea que está en su nivel de estructura objetivo, con una razón de B/P de 0,34.

Ecuación 2. Estructura Capital Objetivo del CHP

$$PRM = 6,76\% \mid r_f = 0,38\% (BTU \text{ a } 10 \text{ años}) \mid T_{cLP} = 27\%$$

$$\frac{B}{V_{Actual}} = \frac{26}{100} = 0,26 \mid \frac{B}{V_{Objetivo}} = \frac{26}{100} = 0,26 \mid \frac{B}{P_{Objetivo}} = 0,34$$

3.2.2.3. Estimación del Beta Patrimonial con Deuda utilizando la estructura capital objetivo

Usando las propiedades de Rubinstein (1973) desapalancamos el beta de mercado – o beta patrimonial con deuda con la estructura de capital objetivo antes señalada y el beta de la deuda de la clínica INDISA. Para este cálculo, también se hace el análisis de la estructura de capital existente en la empresa y el costo de la deuda que posee en el periodo.

Tabla N°17. Estructuras de Capital, Gastos Financieros y Costo de la Deuda Efectivo para la Clínica Indisa en el periodo 2016-2020.

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Razón Endeudamiento (B/V)	0,25	0,23	0,15	0,18	0,23
Razón Endeudamiento (P/V)	0,75	0,77	0,85	0,82	0,77
(1) / (2) ó B/P	0,33	0,30	0,17	0,23	0,30
Tasa de Impuesto Corporativos	24%	25%	25,5%	27%	27%
Price to Book Value (PBV)	2,65	2,74	4,10	2,94	2,48

Gastos Financieros	2.340.509	3.036.052	3.372.578	3.135.694	2.942.193
Deuda Financiera	55.219.658	56.107.252	53.221.138	54.647.922	63.318.254
Costo de la Deuda INDISA (Kb)	4,24%	5,41%	6,34%	5,74%	4,65%

Fuente: Elaboración Propia, en base a los Estados Financieros Clínica Indisa (2021).

La razón de endeudamiento en el periodo presentó una fuerte caída para luego retornar a los niveles iniciales. Con esto, la razón de endeudamiento promedio de los últimos dos años – consistente con la ventana del coeficiente – llega a 0,205, y una razón Deuda Patrimonio (B/P) de 0,264. No es necesario plantear la est. Capital objetivo: aunque en línea, con sus inversiones, decidió financiar sus nuevos activos mediante la emisión de deuda frente a la incorporación de patrimonio.

Respecto al costo de la deuda, dada la alta cantidad de instrumentos existentes, se opta por emplear la aproximación en base a la proporción de sus gastos financieros sobre la deuda financiera. Utilizar este valor puede incurrir en errores de estimación al no considerar adecuadamente los plazos de vencimiento y generar potenciales sesgos en la estimación del costo de deuda futuro. Favorablemente, Clínica Indisa posee en rigor dos pasivos relevantes de Largo Plazo con Banco Estado (aprox. el 33% de su deuda financiera), entregando soporte respecto a la estabilidad de largo plazo. Adicionalmente, posee una fuerte estructura de financiamiento vía Leasing de corto y mediano plazo para sus activos, con diferentes instituciones.

Esta ancla de largo plazo muestra que las tasas han ido descendiendo en el tiempo, a pesar del aumento en el nivel de la deuda. De igual manera, se emplea el promedio de ambas aproximaciones como costo de la deuda efectivo, un 5,19% que considera una mayor concentración de deuda en el largo plazo.

Ajustando esta tasa por las compensaciones de largo plazo con la ecuación de Fisher, obtenemos que el costo de la deuda para INDISA es de:

Ecuación N°3. Estimación de Tasa Real

$$\begin{aligned}(1 + r_{nominal}) &= (1 + r_{real}) * (1 + \pi^e) \\(1 + 5,19\%) &= (1 + r_{real}) * (1 + 2,83\%) \\r_{real} &= \frac{1,0529}{1,0283} - 1 = 2,39\%\end{aligned}$$

Y de igual manera, el beta de la deuda asociada a INDISA con el bono a 10 años como tasa libre de riesgo es:

$$k_{b\ INDISA} = r_f + \beta_{b\ INDISA} * PRM \rightarrow 2,39\% = 0,38\% + \beta_{b\ INDISA} * 6,76\%$$

$$k_{b\ INDISA} = 0,2973$$

Con estas consideraciones, desapalancamos el Beta asociado a INDISA (siendo significativo):

$$\beta_{p\ INDISA}^{c/d} = \beta_{p\ INDISA}^{s/d} \left[1 + (1 - T_c) * \frac{B}{P} \right] - \beta_{d\ INDISA} (1 - T_c) * \frac{B}{P}$$

$$0,7534 = \beta_{p\ INDISA}^{s/d} [1 + (1 - 0,27) * 0,264] - 0,2973 * (1 - 0,27) * 0,264$$

$$\beta_{p\ INDISA}^{s/d} = 0,6798$$

Teniendo el Beta del Negocio u operacional, apalancamos usando: 1) la tasa de impuestos de largo plazo y 2) la estructura capital objetivo, podemos estimar el beta patrimonial para el CHP:

$$\beta_{p\ CHP}^{c/d} = \beta_{p\ INDISA}^{s/d} \left[1 + (1 - T_{c\ LP}) * \frac{B}{P_{Obj\ CHP}} \right] - \beta_{d\ CHP} (1 - T_{c\ LP}) * \frac{B}{P_{Obj\ CHP}}$$

$$\beta_{p\ CHP}^{c/d} = 0,6798 [1 + (1 - 0,27) * 0,34] - 0,4199 * (1 - 0,27) * 0,34$$

$$\beta_{p\ CHP}^{c/d} = 0,7443$$

3.2.3. Estimación del Costo Patrimonial (K_p)

Los modelos de Modigliani y Miller (1963) y CAPM permiten estimar las tasas de retorno asociadas a los diferentes beta, tanto para la industria (cómo si fuese 100% patrimonio) o considerando la deuda en la estructura de capital.

Al ser una acción/participación privada (sin transar en el mercado), se ajusta la tasa de retorno para los accionistas incorporando un premio por liquidez. La estimación realizada por Amihud et al. (2015) calculo una exigencia mínima adicional de retorno para las empresas privadas de 2,18% anual (0,18% mensual).

$$\rho = r_f + \beta_p^{\frac{s}{d}} * PRM = 0,38\% + 0,6798 * 6,76\% = 4,975\%$$

$$K_p_{CHP} = r_f + \beta_p^{\frac{c}{d}}_{CHP} * PRM + Premio por Liquidez$$

$$K_p_{CHP} = 0,38\% + 0,7443 * 6,76\% + 2,18\% = 7,59\%$$

3.2.4. Estimación del Costo de Capital Promedio Ponderado

Finalmente, utilizando el costo patrimonial, el costo de la deuda, la tasa de impuestos a LP y la estructura de capital objetivo se calcula el costo de capital promedio ponderado:

$$K_o_{WACC\ CHP} = K_b * (1 - T_c) \frac{B}{V} + K_p * \frac{P}{V} = 3,22\% * (1 - 0,27) * 0,254 + 7,59\% * 0,746$$

$$K_o_{WACC\ CHP} = 6,26\%$$

3.3. Análisis Financiero

3.3.1. Composición de Activos

En general, el principal activo de la clínica corresponde a su propiedad planta y equipo, ítem que engloba a la infraestructura instalada y equipamiento clínico utilizado en sus operaciones diarias. Sin embargo, es relevante estudiar sus demás componentes, en especial el manejo y descomposición de sus activos corrientes.

3.3.1.1. Efectivo y Equivalente al Efectivo

A partir del análisis de masas patrimoniales, el nivel de efectivo promedio existente en la clínica en promedio representa un 2,14% del total de activos, sin sobresaltos significativos a excepción del 2020, con un 8,24% y cuya cifra presiona al alza el promedio (0,6% entre 2016 a 2019). En la práctica, es una cuenta residual de las operaciones, por lo tanto no forma parte de la categoría operacional.

3.3.1.2. Otros Activos Financieros No Corrientes

En este ítem, el único elemento a considerar es una mínima participación accionaria en Enel Chile (ex Chilectra), con un valor nominal de 349.000 pesos y considerada residual proveniente de alguna inversión anterior con mayor plazo.

3.3.1.3. Otros Activos No Financieros Corrientes y No Corrientes

Esta cuenta considera elementos operacionales relevantes para la clínica, como lo son el pago anticipado de honorarios y remuneraciones a sus funcionarios, el anticipo en el pago a proveedores (extremadamente relevante para la continuidad del negocio y recepción de suministros) y el pago anticipado de las coberturas de seguro vigentes. En cuanto a su magnitud, no representan un alto porcentaje: en promedio un 2,15% de los activos, aunque su naturaleza y existencia apuntan al óptimo funcionamiento de la organización.

3.3.1.4. Deudores Comerciales y Cuentas por Cobrar

Corresponde al principal activo corriente de la institución, representando un promedio de 27,85% de los activos totales. En este ítem, se debe reconocer la diferencia entre los plazos efectivos de crédito como también la diferencia en el documento de cobro: ya sea un deudor comercial o documento por cobrar (pagarés o cheques).

3.3.1.5. Inventarios

A su vez, la cuenta de inventarios detalla tres tipos de existencias: farmacia, botiquines y bodega central (equipamiento y material clínico), todos elementos de uso operacional en las prestaciones médicas. Poseen una baja participación en la estructura de activos, con un 0,89% en promedio de los últimos 5 años.

3.3.1.6. Impuestos a las Ganancias e Impuestos Diferidos

Esta cuenta considera los diferentes Pagos Previsionales Mensuales, provisiones por impuestos a la renta y los créditos tributarios adquiridos por la capacitación de sus funcionarios.

- Tasa efectiva histórica

Luego de la conciliación del impuesto a la renta, en los últimos tres años la tasa nominal de impuestos corporativos (tasa marginal) es de un 27% de las utilidades. Sin embargo, incluyendo diferentes deducciones de renta líquida y empleando el crédito por impuesto financiero, se llega a una tasa efectiva neta entre 18,26% y 21,13%.

Tabla N°18. Tasas de Impuestos Corporativos, Nominales y Efectivas para el CHP entre 2016-2020.

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Tasa Nominal	24%	25,50%	27%	27%	27%
Tasa Efectiva de Impuestos	6,70%	6,07%	18,26%	21,13%	20,92%

Fuente: Elaboración Propia, en base a los Estados Financieros del CHP (2021).

3.3.1.7. *Gastos por depreciación*

Los gastos de depreciación asociados al activo fijo están incorporados en el costo de ventas. Aproximadamente representan un 5,95% del valor libro de la PPE, considerada una inversión de reposición dado que la naturaleza de la industria requiere equipamiento de última generación e infraestructura adecuada.

Tabla N°19. Gastos por Depreciación y Total de Propiedad, Planta y Equipo (PPE) en el periodo 2016-2020.

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Depreciación y Amortizaciones	\$ 1.283.910	\$ 1.205.818	\$ 1.148.439	\$ 1.069.768	\$ 1.021.754
Compra de Propiedades y Equipos	\$ 1.403.819	\$ 1.019.042	\$ 696.847	\$ 1.254.342	\$ 378.789
Razón Compra PPE/Dep	1,09	0,85	0,61	1,17	0,37

Fuente: Elaboración Propia, en base a los Estados Financieros del CHP (2021).

3.3.1.8. Transacciones con empresas relacionadas

Esta cuenta considera préstamos de corto plazo entregados por la Corporación Serbima a la clínica, apuntando a ser una fuente de financiamiento adicional en su estructura de capital. Al 2020, los pasivos obtenidos bajo esta modalidad devengan un interés mensual de 0,75% o su equivalente de 9% anual.

3.3.2. Evolución Operativa (Análisis Vertical del EERR)

3.3.2.1. Ingresos por Ventas

Al descomponer las fuentes de ingresos, hasta el año 2019, previo a la pandemia, se observó una proporción lo suficientemente estable entre los segmentos ambulatorio, con un 52% de los ingresos y su complemento de hospitalario (48%).

En promedio, el crecimiento nominal de los ingresos llega a un CAGR de 5,08% al 2020, con un claro aumento en el sector hospitalario (CAGR 8,92%) respecto al ambulatorio (4,34%), donde a nivel agregado, la industria presentó fuertes caídas en las prestaciones ambulatorias, como se reporta en los estados de resultados de Indisa, RedSalud y Banmédica.

Sin embargo, el CHP no recibió un cambio significativo en estos términos, aunque en efecto mostró una caída en el segmento ambulatorio en un 8,83%.

Tabla N°20. Ingresos por Ventas registrados en el periodo 2016-2020.

CHP (M CLP)	2016	2017	2018	2019	2020
Venta Días Cama	2.897.845	3.046.191	3.220.154	3.490.089	3.700.401
Venta Días Pabellón	2.446.972	2.403.011	2.608.960	2.404.254	2.413.636
Venta Materiales Clínicos	2.224.693	2.284.401	2.383.950	2.397.685	3.077.370
Venta Ambulatoria	14.294.080	15.109.692	15.876.012	17.003.828	15.473.159

Venta de Fármacos	1.181.988	1.375.213	1.407.096	1.646.579	1.655.941
Venta de Exámenes y Procedimientos	1.430.154	1.518.651	\$ 1.572.221	1.795.849	2.483.639
Ingresos Dentales	504.326	509.990	589.535	573.208	490.390
Venta Otros Materiales	278.625	226.684	201.802	179.681	135.798
Total	25.258.683	26.473.833	27.859.730	29.491.173	29.430.334

Fuente: Elaboración Propia, en base a los Estados Financieros del CHP (2021).

3.3.2.2. *Costos de Ventas*

El principal costo de venta corresponde a las remuneraciones y honorarios del personal de salud, que representan en el periodo un promedio del 49,3% del ingreso por ventas. En segundo lugar, el gasto en insumos médicos representa un promedio del 8,64% de los ingresos, también estables en el periodo, y se adiciona un 2,92% en el costo de los fármacos y medicamentos utilizados.

Tal como se mencionó anteriormente, la depreciación se contabiliza como un costo de ventas (uso directo de infraestructura y equipamiento), donde en términos aproximados representa un 4,15% del ingreso.

Tabla N°20. Detalle sobre los Costos de Venta en el periodo 2016-2020.

Costo de Venta	2016	2017	2018	2019	2020
Remuneraciones	21,10%	19,17%	20,49%	19,93%	21,72%
Honorarios	29,41%	29,96%	29,72%	28,73%	26,28%
Insumos Médicos	7,69%	7,79%	8,74%	8,76%	10,24%
Depreciación	4,68%	4,55%	4,12%	3,93%	3,47%
Fármacos	2,67%	2,80%	2,82%	2,95%	3,36%
Impuesto No Recuperable	1,87%	1,96%	1,73%	1,89%	1,95%
Mantenimiento Equipos Médicos	1,33%	1,49%	1,47%	1,51%	1,55%
Material de Aseo y Lavandería	1,10%	1,00%	0,88%	0,65%	0,89%
Servicios Externos	1,09%	1,05%	1,10%	1,34%	1,47%
Alimentación	2,12%	1,62%	1,64%	1,58%	1,66%
Total	-76,35%	-75,80%	-76,81%	-75,48%	-77,02%

Fuente: Elaboración Propia, en base a los Estados Financieros del CHP (2021).

3.3.2.3. *Gastos de Administración y Ventas Operacionales*

La proporción de los Gastos de Administración (entendiendo la remuneración del personal administrativo) ha ido disminuyendo en el periodo, llegando a un 8.9% en los últimos dos años (9,2% previo). Los gastos básicos de funcionamiento representan únicamente el 1,42% de los ingresos, mientras que en este ítem se incluye la provisión de incobrables, en promedio, aunque con tendencia alcista, de 3,43% (2,63% inicial y un máximo de 4,72% en 2020).

Tabla N°21. Gastos de Administración y Venta en el periodo 2016-2020.

Gastos de Administración y Ventas	2016	2017	2018	2019	2020
Remuneraciones y Honorarios	9,49%	8,90%	8,98%	8,74%	9,06%
Gastos Básicos	1,54%	1,51%	1,44%	1,30%	1,32%
Provisión Cuentas Incobrables	2,63%	3,81%	3,30%	2,70%	4,72%
Mantenciones	0,81%	0,95%	1,05%	1,07%	1,13%
Gastos Generales	0,76%	0,73%	0,64%	0,10%	0,48%
Patente y contribuciones	0,69%	0,67%	0,71%	0,94%	1,04%
Publicidad	0,36%	0,34%	0,43%	0,36%	0,20%
Servicios de Cobranza Externa, Honorarios y Asesoría	1,20%	1,17%	1,12%	1,05%	1,19%
Insumos Computacionales	0,53%	0,47%	0,46%	0,47%	0,53%
Fotocopias, Imprenta y Encuadernación	0,27%	0,26%	0,25%	0,26%	0,20%
Seguros	0,25%	0,20%	0,23%	-0,01%	0,21%
Arriendos Varios	0,44%	0,40%	0,44%	0,59%	0,35%
Aporte Salud Colegiados	0,16%	0,09%	0,07%	1,91%	0,09%
Transporte/Movilización	0,16%	0,17%	0,15%	0,09%	0,13%
Otros	0,59%	0,15%	0,65%	0,56%	-0,06%
Total	-19,89%	-19,79%	-19,91%	-20,15%	-20,57%

Fuente: Elaboración Propia, en base a los Estados Financieros del CHP (2021).

3.3.2.4. *Otros Ingresos por Función*

Este ítem incorpora diferentes fuentes de ingreso relacionadas al funcionamiento de la clínica, en promedio 2,12% del ingreso por ventas. Considera el aporte de la Universidad San Sebastián en cuanto al uso de instalaciones como su campus formativo de Medicina, el aporte entregado por el Instituto de Seguridad Laboral (ISL) en su calidad de institución bajo convenio y el ingreso correspondiente a licitación sobre la gestión del estacionamiento.

No se caracteriza por presentar una alta volatilidad en sus componentes, donde la naturaleza de los convenios apunta a contratos de mediano – largo plazo. Sólo existió un aumento relevante en 2018 provenientes de un pago recibido desde el ISL.

3.3.2.5. Otros Gastos por función

Este ítem considera principalmente los gastos de mediación con pacientes, ante la presentación de demandas judiciales ante posibles negligencias o temas administrativos. En promedio sólo representa el 0,1% de sus ingresos.

3.3.3. Elementos No Operacionales

3.3.3.1. Ingresos Financieros

Esta cuenta considera, por lo general, los ingresos obtenidos por el pago de los intereses asociados a las cuentas a crédito de las prestaciones realizadas a los pacientes, especialmente en el segmento hospitalario. En general, no se trata de una cuenta estable en el tiempo, con 1,58% en promedio de los ingresos.

3.3.3.2. Costos Financieros

Anteriormente se observaron los diferentes pasivos financieros, con una tendencia a la baja en el nivel de endeudamiento que enfrenta la organización. Gran parte de estos flujos están consignados en el Estado de Flujos de Efectivo, donde existen flujos constantes de salida a las amortizaciones de la deuda.

Esto ha llevado a la continua disminución del costo financiero relativo al nivel de ingresos, desde un 2,5% inicial a un 2,04% promedio. Esto también se refleja en sus montos nominales, cercanos a los 500 MM de pesos al cierre del periodo.

Tabla N°22. Flujo de Efectivo asociado a las Actividades de Financiamiento, entre 2016-2020.

Actividades de Financiamiento	2016	2017	2018	2019	2020
Préstamos Obtenidos, Netos	-304.391	-662.679	-1.394.718	-630.094	888.069
Préstamos Obtenidos		6.763.445	5.981.190	8.213.605	9.566.031
Préstamos Obtenidos con EERR		\$ 395.784	241.189	807.752	
Pago de Préstamos		-7.041.116	-7.318.269	-8.717.447	-9.098.196
Pago de Préstamos con EERR		-385.008	-453.423	-367.441	-387.518
Pago de Leasing	-429.591	-1.049.036	-202.335	-103.187	-66.282
Retiros	-158.648	-309.570	-302.018	-364.205	-315.012
Flujo de Efectivo Neto - Actividades de Financiamiento	-892.630	-2.021.285	-1.899.071	-1.097.486	506.775

Fuente: Elaboración Propia, en base a los Estados Financieros del CHP (2021).

Tabla N°23. Detalle de Ingresos y Costos Financieros, para el periodo 2016-2020.

	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos por Intereses Financieros	1,78%	1,12%	1,89%	1,76%	1,34%
Intereses y Reajustes	0,13%	0,13%	0,11%	0,10%	0,05%
Otros Ingresos	0,54%	0,29%	0,12%	-0,05%	-0,22%
Gastos por Préstamos Financieros	2,51%	2,24%	2,07%	1,64%	1,74%
Interés Leasing	0,35%	0,22%	1,22%	0,02%	0,01%
Gasto Bancario	0,09%	0,25%	0,12%	1,45%	1,47%
Otros Costos Financieros	0,04%	0,10%	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: Elaboración Propia, en base a los Estados Financieros del CHP (2021).

3.3.4. *Proyección del EERR*

3.3.4.1. *Supuestos Iniciales*

El flujo de caja descontado considera la proyección y estimación del Estado de Resultados de la organización, considerando las expectativas de crecimiento, comportamiento de márgenes y condiciones financieras.

A nivel interno, no existen planes específicos que apunten a modificar la estructura de crecimiento entre los segmentos de atención. Cuantitativamente, las tasas de crecimiento difieren entre los sectores analizados, considerándose un promedio de crecimiento similar al observado en los últimos años.¹²

Un segundo supuesto relevante corresponde a la estructura de capital objetivo de largo plazo. En primer término, el CHP es una organización con bajos niveles de deuda comparada a la industria; segundo, los plazos de vencimiento de sus pasivos apuntan a condiciones de mercado de corto y mediano plazo, expuesta a los cambios en las tasas referenciales y condiciones financieras de la economía. Factor altamente contrastable en comparación a un bono de mediano o largo plazo, donde los gastos financieros se anclan a la tasa cupón asociada a ese título de deuda.

En tercer término, un supuesto es la capacidad de expansión eficiente. Siendo una organización de tamaño mediano en la industria (comparada a los centros médicos privados), el crecimiento reciente permite inferir un aprendizaje en las economías de escala, al mantener constantes los principales márgenes de utilidad observados.

3.3.4.2. *Ingresos de Operación*

La estimación de los costos de operación asume una normalización en cuanto a la cantidad de prestaciones por segmento, retornando a la composición histórica entre atenciones hospitalarias frente a las ambulatorias.

El crecimiento del gasto de bolsillo en Chile daba cuenta de un aumento en la demanda de prestación privada de servicios médicos. Sin embargo, el entorno apunta hacia regular de forma activa la industria, como lo son los proyectos de ley

¹² Ciertamente, el crecimiento medido en el número de atenciones entregadas es función de la capacidad instalada y disponibilidad del equipo médico (planta).

que apuntan a la aplicación de precios máximos en los exámenes médicos, o la aplicación de un reajuste por parte de la Superintendencia en el costo de los planes de salud previsional privados, evitando alzas unilaterales¹³.

A nivel de industria, una medida de referencia es la tasa de ocupación de las camas, donde se emplea como métrica el número de días cama empleados sobre el total de camas multiplicado por 365 días (o equivalente al 100% de su capacidad).

Como referencia, las empresas en la industria presentan tasas de ocupación entre un 60% hasta el 75%¹⁴. En la práctica, existen elementos limitantes de la capacidad máxima de atención, en especial los protocolos de limpieza ante el alta de pacientes (o cambios de habitación), junto al personal dedicado a estas funciones.

Un segundo elemento, clave a considerar, es el cambio en el escenario competitivo en la oferta de servicios en el sector poniente de la ciudad, donde la próxima inauguración del nuevo complejo médico por parte de la Clínica Indisa en Maipú puede generar una migración de pacientes, especialmente en las prestaciones ambulatorias que representan un alto porcentaje de los ingresos.

Tercero, la tasa de crecimiento histórico real observada en los ingresos es bastante acotada, cercana a 5%. Por tanto, en los diferentes escenarios, esta cifra puede actuar como una cota superior del crecimiento esperado para los años futuros, considerando la presión competitiva (aunque en este ítem, la competencia se presenta en segmentos y no en precios o costos directamente) y los riesgos potenciales de regulación al sector privado de salud, a pesar de la ventaja, relativa, de no estar integrada a un holding o depender excesivamente de una Isapre y su cartera de afiliados.

En cuarto lugar, la demanda rezagada por servicios de mayor complejidad al concluir las restricciones sanitarias debe iniciar un proceso de convergencia ante el alto número de prestaciones no realizadas. Este factor, presente en la industria considera que en los próximos 2 años el crecimiento incluirá esta recuperación, para

¹³ <https://www.minsal.cl/superintendencia-de-salud-presenta-indicador-de-referencia-para-reajuste-de-planes-de-isapres/>

¹⁴ Información obtenida de las Memorias anuales para cada institución.

luego regresar a la tendencia con presiones a la baja (por el escenario competitivo) y finalizando el horizonte de proyección con crecimientos cercanos a la variación del PIB de largo plazo.

Tabla N°24. Tasas de Crecimiento Real de los Ingresos futuros.

Segmento	2021	2022	2023	2024	2025
Hospitalario (48%)	5,50%	4,50%	3,00%	2,50%	2,00%
Ambulatorio (52%)	2,50%	2,50%	2,50%	1,50%	1,00%
Total	3,94%	3,46%	2,74%	1,98%	1,48%

Fuente: Elaboración Propia.

3.3.4.3. Costos Operacionales

En cuanto a los Costos operacionales, el CHP se caracteriza por tener una estructura lo suficientemente adaptable y consistente en el tiempo, incluso ante un año 2020 crítico en cuanto a la caída en el número de atenciones ambulatorias.

Para la proyección, se empleará el promedio de los costos asociados al funcionamiento, donde recaen principalmente los gastos de depreciación y las remuneraciones del personal médico quienes entregan las prestaciones.

En este ítem, se proyecta la depreciación levemente bajo el promedio de los últimos 5 años, aunque sobre el nivel observado en los últimos dos años. Al no existir nuevas inversiones en activo fijo – principalmente infraestructura, se opta por incluir en la proyección un valor representativo de la renovación no sólo de la infraestructura, sino potencialmente de las instalaciones (habitaciones, pasillos, salas de espera) asociadas, esto en línea con una mayor demanda y menores niveles de inversión en nueva infraestructura.

Tabla N°25. Costos de Venta proyectados para el periodo 2021-2025.

Costo de Venta	Promedio 2016-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Honorarios	28,82%	28,82%	28,82%	28,82%	28,82%	28,82%
Remuneraciones Personal	20,48%	20,48%	20,48%	20,48%	20,48%	20,48%
Insumos Médicos	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%
Depreciación	4,15%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Mantenición Equipos	1,47%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Fármacos	2,92%	2,92%	2,92%	2,92%	2,92%	2,92%
Otros	9,81%	9,81%	9,81%	9,81%	9,81%	9,81%
Total	76,29%	76,17%	76,17%	76,17%	76,17%	76,17%

Fuente: Elaboración Propia.

3.3.4.4. Gastos de Administración y Ventas

De igual manera, la estructura operacional del CHP ha estabilizado los gastos asociados a la administración. Sin embargo, ante el cambio en el posicionamiento legal y políticas internas de mayor prioridad al sector educacional, se prevé un aumento en el nivel de riesgo de crédito que puede enfrentar en el corto y mediano plazo, materializado en las provisiones por cuentas incobrables.

La tendencia en esta cuenta ciertamente ha mostrado un alza en los últimos 5 años, pero no se observa una estabilización o convergencia. A partir del promedio, se construye una tendencia hacia un nuevo nivel objetivo de provisiones (4% de largo plazo).

Tabla N°26. Gastos de Administración y Ventas proyectados entre 2021-2025.

Gastos de Administración y Ventas	Promedio 2016-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Remuneraciones y Honorarios	9,03%	9,03%	9,03%	9,03%	9,03%	9,03%
Provisión Cuentas Incobrables	3,43%	3,50%	3,60%	3,70%	3,85%	4,00%
Gastos Básicos	1,42%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Servicios de Cobranza Externa, Honorarios y Asesoría	1,15%	1,15%	1,15%	1,15%	1,15%	1,15%
Mantenciones	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Otros	4,02%	4,02%	4,02%	4,02%	4,02%	4,02%
Total	20,06%	20,20%	20,30%	20,40%	20,55%	20,70%

Fuente: Elaboración Propia.

3.3.4.5. Resultados no Operacionales

Las cuentas no operaciones involucran los intereses financieros, tanto los captados por las cuentas de hospitalización como los intereses efectivamente pagados por la deuda financiera existente en el CHP.

En general, para cumplir con el supuesto de estabilidad en la tasa de descuento, se define que la tasa de interés en los costos financieros se mantendrá en todo el horizonte de proyección.

Una posibilidad es ampliar la ganancia de intereses en función de la cartera de cuentas por cobrar existente. Considerando los diferentes escenarios, el enfoque más conservador corresponde a mantener la política de crédito y la proporción de los intereses sobre el ingreso por ventas.

Tabla N°27. Cuentas No Operacionales proyectadas para el periodo 2021-2025.

Cuentas No Operacionales	Promedio 2016-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos Financieros	1,82%	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%
Intereses Financieros CHP	1,58%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Intereses y Reajustes	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Otros Ingresos	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%
Costos Financieros	3,11%	2,73%	2,73%	2,73%	2,73%	2,73%
Interés por Préstamos Financieros	2,04%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Interés Leasing	0,37%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gasto Bancario	0,67%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%
Otros Costos Financieros	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
Resultado por Unidades de Reajuste	-0,18%	-0,18%	-0,18%	-0,18%	-0,18%	-0,18%

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla N°28. Proyección del Estado de Resultado (M UF), periodo 2021-2026.

CHP Consolidado (M UF)	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingreso por Actividades Ordinarias	1.098.223	1.141.493	1.180.989	1.213.348	1.237.372	1.255.685
Costo de Ventas	-845.871	-869.458	-899.541	-924.188	-942.487	-956.436
Margen Bruto	252.352	272.035	281.448	289.159	294.885	299.249
Gastos Operacionales						
Gastos de Administración y Ventas	-225.864	-230.636	-239.797	-247.581	-254.339	-259.986
Otros Ingresos por función	35.407	21.688	22.439	23.054	23.510	23.858
Otros egresos por función	-3.005	-1.093	-1.130	-1.161	-1.184	-1.202
Resultado Operacional (EBIT)	58.891	61.995	62.959	63.471	62.872	61.919
Ingresos Financieros	12.853	19.848	20.534	21.097	21.515	21.833
Costos Financieros	-35.345	-31.139	-32.217	-33.100	-33.755	-34.255
Resultado por Unidades de Reajuste	-937	-2.033	-2.103	-2.161	-2.204	-2.236
Utilidad Antes de Impuestos	35.462	48.671	49.174	49.308	48.428	47.261
(Gasto) Ingreso de Impuesto a la Renta	-7.419	-13.141	-13.277	-13.313	-13.076	-12.760
Utilidad Neta del Ejercicio	28.043	35.530	35.897	35.995	35.352	34.501

Fuente: Elaboración Propia.

Para la construcción del Flujo de Caja Bruto de la empresa, ya estima la utilidad se incorporan los ajustes o reversas de flujo:

- a) La depreciación, incluida en el costo de ventas, se reintegra al flujo de caja.
- b) Los otros ingresos y egresos por función se consideran recurrentes en el funcionamiento de la empresa, por tanto, no se realizaron ajustes.
- c) Se reintegran los ingresos y egresos financieros posteriores a la aplicación de los impuestos.
- d) Se reintegran los resultados por Unidades de Reajuste, línea que incorpora efectos contables de las operaciones asociadas a la empresa.

Tabla N°29. Ajustes a la Proyección del Estado de Resultados y Flujo de Caja Bruto.

Ajustes (M UF)	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Depreciación	45.660	47.240	48.534	49.495	50.227	50.227
Ingresos Financieros (desp. de impuestos)	-14.489	-14.990	-15.401	-15.706	-15.938	-15.938
Costos Financieros (desp. de impuestos)	22.732	23.518	24.163	24.641	25.006	25.006
Resultados por Unidades de Reajuste	2.033	2.103	2.161	2.204	2.236	2.236
Flujo de Caja Bruto	91.465	93.768	95.451	95.986	96.032	96.032

Fuente: Elaboración Propia.

3.3.4.6. Planes de Inversión

3.3.4.6.1. Inversión de Reposición

Este ítem considera el gasto estimado que se empleará para la reposición de los activos operacionales, ya sea por su término de vida útil como la reposición de mobiliario u otros elementos utilizando como referencia los montos presentados en la Tabla N°19.

Para el hospital, el principal gasto es la depreciación de la infraestructura, incluida en los costos de ventas y por lo general, representan un 4% del ingreso por ventas. Para la proyección, al ser instalaciones recientes (habilitadas hace 7 años) no se espera una reposición total en el desgaste del activo, y se define una reposición del 75% para los siguientes 5 años, y en el régimen de perpetuidad se debe reponer el 100%, como supuesto conservador.

3.3.4.6.2. *Inversión en Nuevos Activos (CAPEX)*

En general, el hospital debe estar rehabilitando y adquiriendo nueva maquinaria de forma constante, tanto por el avance de la tecnología como por permanecer en una frontera o vanguardia de atención. Se estima una inversión de 2000 UF anuales por los próximos 4 años, con tal de permanecer en régimen y disponer del equipamiento para el crecimiento en el número de atenciones.

3.3.4.6.3. *Inversión en Capital de Trabajo*

El capital de trabajo relevante para la operación surge de la definición clásica:

$$\text{Capital de Trabajo} = \text{Activo Circulante} - \text{Pasivo Circulante}$$

En particular, el nivel de capital/reserva necesaria para el óptimo funcionamiento de una organización depende de su estrategia sobre el mismo, la cual dependerá de las capacidades de crédito, poder de negociación con sus proveedores y acceso a los mercados financieros, en especial el uso de las líneas de crédito.

Para evaluar la evolución, se toma la proporción o razón de capital de trabajo operativo neto (RCTON), que mide la proporción que representa el capital de trabajo sobre el nivel de ventas.

$$\text{RCTON} = \text{Capital de Trabajo Operativo} / \text{Ingreso por Ventas}$$

Por la naturaleza de la industria, el efectivo o caja no se considera una cuenta operacional, puesto que actúa como un residuo del proceso y cumplimiento de los pagos realizados.

En general, una estrategia en capital de trabajo se considera agresiva cuando el porcentaje de RCTON presenta un descenso en su magnitud o su magnitud es menor en términos relativos a los valores observados en la competencia. Las cifras del CHP muestran una continua reducción en el RCTON, dando cuenta de una estrategia activa y efectiva que permite el correcto funcionamiento de la empresa empleando al máximo sus recursos.

Para efectos de estimar el RCTON futuro, se empleará el promedio de los últimos 3 años, donde se busca neutralizar el efecto producido por la pandemia en el comportamiento de las diferentes cuentas (aunque no se observó una alta volatilidad).

Tabla N°30. Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) y Razón CTON (RCTON) para el CHP y Clínica Indisa, periodo 2016-2020.

CHP	2016	2017	2018	2019	2020
CTON (M CLP)	2.637.698	1.994.697	2.037.012	1.962.714	1.465.241
RCTON	10,4%	7,5%	7,3%	6,7%	5,0%
INDISA	2016	2017	2018	2019	2020
CTON (M CLP)	10.978.969	15.815.950	15.877.383	22.990.934	24.270.697
RCTON	8,6%	11,4%	10,9%	15,3%	17,4%

Fuente: Elaboración Propia.

A modo de ejemplificar y comparar los RCTON, ambas empresas apuntan a estrategias opuestas: INDISA luego de un proceso de crecimiento – en línea con enfoque más agresivo, comenzó a aplicar un enfoque más conservador, llegando a niveles de 15,3% previo a la pandemia, alejado del 6,7% existente en el CHP.

Para este escenario, se sugiere que el CHP alcanzará una posición más conservadora, en línea con el promedio de la industria, cercano a 10-11%.

Respecto a las cuentas por pagar a entidades relacionadas, dada la naturaleza de la relación con su controlador cabe la posibilidad de considerar una capitalización de estos montos, asumiendo un grado de exigibilidad bastante baja frente al resto de las obligaciones (operacionales y financieras). En particular, se aplicará este supuesto y no se considerarán para el cálculo del Capital de Trabajo.

Tabla N°31. Déficit de CTON al cierre de 2020.

Capital de Trabajo	2020
ACO – Cuentas por Cobrar	8.480.815
ACO – Inventarios	468.736
PCO – Cuentas por Pagar Proveedores	6.963.706
CTON Existente en la empresa	1.985.845
CTON Existente en la empresa (MUF)	38.312
CTON Requerido – 10% IxV	70.273
Exceso (déficit) de CTON	-45.838

Fuente: Elaboración Propia.

3.3.4.7. Activos Prescindibles

Para efectos de activos prescindibles se considera únicamente el efectivo (caja) dado que por la naturaleza de las adquisiciones realizadas no se han generado plusvalías en los bienes raíces que no estén asociadas al propio funcionamiento del hospital.

3.3.5. Flujo de Caja Libre

Considerando los ítems anteriores, la tabla N°32 presenta el Flujo de Caja Libre estimado para la empresa incluyendo el Valor Terminal de la misma.

Tabla N°32. Inversiones y Flujo de Caja Libre.

Ajustes (M UF)	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Flujo de Caja Bruto	91.465	93.768	95.451	95.986	96.032	96.032
Inversión en Reposición	-34.245	-35.430	-36.400	-37.121	-37.671	-50.227
Nuevas Inversiones	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000		

Inversión en Capital de Trabajo	-3.950	-3.236	-2.402	-1.831		
Flujo de Caja Libre	51.271	53.102	54.648	55.034	58.361	45.804
Valor Terminal					731.498	
FCL + Valor Terminal	51.271	53.102	54.648	55.034	789.859	

Fuente: Elaboración Propia.

3.3.6. Valor Económico del Patrimonio

Considerando el FCL, se obtuvo un Valor total de Activos cercano a los 22.300 MM CLP. Ajustando por el déficit de capital de trabajo y activos prescindibles, el valor total de los activos no registra fuertes variaciones y se estiman 23.712 MM CLP.

Finalmente, descontando el total de la deuda financiera, se obtiene un valor patrimonial equivalente de 17.316 MM CLP aproximadamente para el CHP.

Tabla N°33. Valoración del Patrimonio Económico (en miles de pesos).

Valoración	M CLP
Flujos de los Activos Operacionales	22.296.453
Activos Prescindibles (caja)	2.748.510
Exceso (déficit) en Capital de Trabajo	-1.332.513
Valor Total de los Activos	23.715.451
Deuda Financiera (al cierre 2020)	6 395 842
Patrimonio Económico	17.316.609

Fuente: Elaboración Propia.

3.3.6.1. Análisis de Sensibilidad - Variación en el Costo de Capital

Para testear la consistencia respecto a la estructura de los flujos y las tasas de descuento, se realiza una breve simulación con variaciones en la tasa de descuento

El primer elemento considera la 'exclusión' del Premio por Liquidez, actuando como cota inferior en las bandas seleccionadas. Sin aplicar el premio, el costo de capital disminuye a 4,63% y el Valor Patrimonial se estima en 24.835 MM CLP (1,4x). Por otro lado, aplicando el máximo premio por Liquidez sugerido por Amihud (2015), el costo de capital aumenta a un 7,25%, con un valor Patrimonial de 14.395 MM CLP (0,81x).

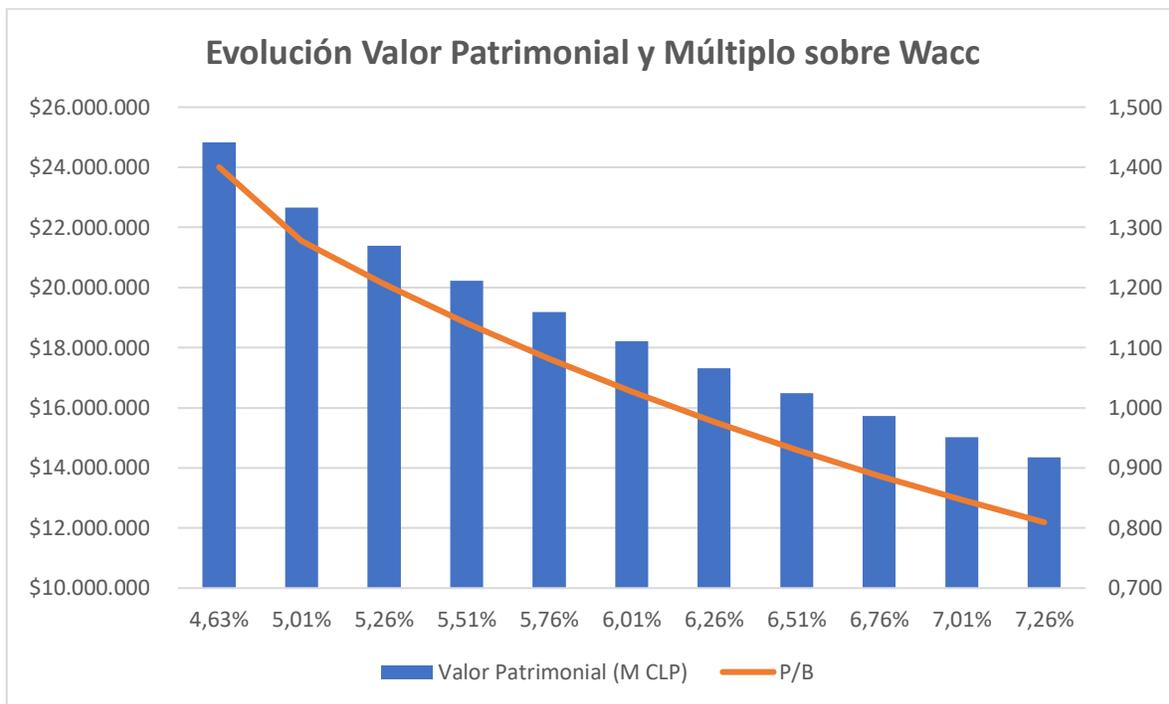
En tanto, aplicando bandas de 125 puntos base a la tasa de descuento, se observa un rango de valoración entre 13.739 MM CLP y 22.661 MM CLP.

Tabla N°34. Valor Patrimonial y Razón a Valor Libro ante variaciones del costo de capital, con valor base de 6,26%.

Escenario	Costo de Capital	Valor Patrimonial (M CLP)	P/B
Sin PxL	4,63%	24.670.399	1,400
Base - 125 pbs	5,01%	22.661.035	1,278
Base - 100 pbs	5,26%	21.390.363	1,206
Base - 75 pbs	5,51%	20.234.302	1,141
Base - 50 pbs	5,76%	19.177.944	1,081
Base - 25 pbs	6,01%	18.208.861	1,027
Base	6,26%	17.316.609	0,976
Base + 25 pbs	6,51%	16.492.348	0,930
Base + 50 pbs	6,76%	15.728.546	0,887
Base + 75 pbs	7,01%	15.018.744	0,847
Base + 100 pbs	7,26%	14.357.373	0,809
Base + 125 pbs	7,51%	13.739.604	0,775

Fuente: Elaboración Propia.

Figura N°9. Evolución del Valor Patrimonial y Razón a Valor Libro del Patrimonio para el costo de capital.



Fuente: Elaboración Propia.

4. Conclusiones

En un análisis financiero, el CHP al cierre del 2020 posee una posición sólida en términos de estabilidad operativa, con márgenes controlados incluso ante la irrupción de un evento global como la pandemia de COVID. En los últimos años ha ido disminuyendo la participación relativa de la deuda en la estructura de capital, observándose una estabilización en los últimos 3 años.

Para la estimación del costo de capital, se optó por emplear regresiones con ventanas móviles para los retornos de una empresa referencial, un competidor directo como Clínica Indisa en una ventana promedio de 60 meses, metodología que permitió corregir los problemas de discontinuidad ante la baja presencia bursátil de la acción en el mercado local. Ajustando el coeficiente obtenido mediante la metodología de Bloomberg, se obtuvo un beta de 0,8081, menor al comportamiento de mercado y resultado en línea con los valores observables para empresas similares en el mercado norteamericano, con la salvedad que el esquema competitivo del sector de salud (*Health Care*) posee un conjunto significativo de elementos comparables: la mayor participación de empresas sin fines de lucro, donde el enfoque propio de la compañía radica en maximizar el número de atenciones bajo un esquema sustentable en el tiempo; una menor concentración y tamaño relativo de cada institución, siendo un mercado bastante más competitivo.

Empleando una tasa libre de riesgo con plazo a 10 años, se estimó el costo de capital promedio ponderado en un 6,26%. Los supuestos para la proyección del estado de resultados incorporan un escenario de mayor competencia, con tasas decrecientes en el periodo relevante, sin la existencia de una política expansiva ante la incertidumbre en el marco regulatorio respecto al sistema privado de salud, en especial las ISAPRES.

Con estos elementos, el valor del patrimonio económico se estima en 17.316 MM de pesos bajo los parámetros iniciales. Comparado al valor contable del patrimonio, la razón alcanza un valor cercano a 1, aproximándose a su valor libro.

A partir de los resultados, son varios los factores que influyen: la alta representación del segmento ambulatorio, con un bajo margen de contribución operacional y mayor desgaste; el alto costo patrimonial que supera el beneficio de tener deuda financiera con tasas reales bajas, incluso comparado a su competencia; como también las bajas expectativas de crecimiento y un valor terminal conservador (crecimiento nulo) de largo plazo.

Otro elemento a destacar apunta a la disparidad en la estrategia en el uso de sus activos, con un enfoque más agresivo por parte del CHP que le permite mejorar sus márgenes de rentabilidad, frente a una mayor exposición en pasivos de corto y mediano plazo. Acá cumple un rol de apoyo, sino sostenedor su propio controlador, entregando préstamos de corto plazo que apuntan a entregar liquidez en su funcionamiento operacional.

Finalmente, se sugiere para trabajos futuros la implementación y comparación de diferentes metodologías para la estimación del costo de capital, particularmente aplicando criterios de volatilidad (modelos GARCH) o estimaciones mediante el Filtro de Kalman, en lo posible con una muestra de tamaño significativo para la industria con tal de obtener estimadores insesgados del riesgo representativo en el coeficiente beta.

5. Bibliografía y Referencias

Amihud, Y., Hameed, A., Kang, W., & Zhang, H. (2015). The illiquidity premium: International evidence. *Journal of Financial Economics*, 117(2), 350–368.

<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.04.005>

Banco Central de Chile (2022). Base de Datos Estadísticos (BDE), Tasas de interés mercado secundario, bonos en UF. Disponible en: https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_TASA_INTERES/MN_TASA_INTERES_09/TMS_16/T312

Banco Central de Chile (2022). Base de Datos Estadísticos (BDE), Compensaciones Inflacionarias SWAPS Promedio Cámara, tasa Spot. Disponible en: https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_DYB/MN_ESTAD_MON55/EM_711/E811

Black, F. y M. Scholes (1973), “The Pricing of Options and Corporate Liabilities”, *The Journal of Political Economy*, Mayo-Junio, págs.637-654.

Bollerslev, T. (1986). Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity. *Journal of Econometrics*, 31(3), 307–327.

Clínicas de Chile A.G (2022). Memoria de Gestión 2021. Consultado en 01-05-2022. Documento disponible en: https://www.clinicasdechile.cl/wp-content/uploads/2022/04/Memoria-2021-IMPRENTA_compressed.pdf

Clínicas de Chile A.G (2022). Dimensionamiento del Sector Salud en Chile, cifras al 2020. Consultado en 15-07-2022. Documento disponible en: <https://www.clinicasdechile.cl/wp-content/uploads/2022/07/Dimensionamiento-2020.pdf>

Clínica Hospital del Profesor (2022) Quienes somos. Página web visitada 20/03/2022 <http://www.chp.cl/web-chp/quienes-somos.html>

Clínica Indisa (2021) Memoria Anual 2020. Consultado en 15-07-2022. Documento disponible en: <https://www.indisa.cl/inversionistas/memorias/>

Damodaran, Aswath (2021). Discount Rate Estimation, Risk Premium for Other Markets. Consultado para información al cierre del año 2020. Obtenido de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Damodaran, Aswath (2021). Discount Rate Estimation, Total Beta by Industry Sector, US and Emerging Markets. Consultado para información al cierre del año 2020. Obtenido de:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html

Empresas Banmédica (2021) Memoria Anual 2020. Consultado en 15-07-2022. Documento disponible en: <https://www.empresasbanmedica.cl/nuestra-empresa/memorias/>

Empresas RedSalud (2021) Memoria Anual 2020. Consultado en 15-07-2022. Documento disponible en: <https://www.redsalud.cl/acerca-de-redsalud/inversionistas/memorias>

Engle, R. (1982). Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. *Econometrica*, 50(4), 987-1008.

Fabozzi, F. J. & Francis, J. C. (1978). Beta as a random coefficient. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, March, 111-116.

Fama, E.F, and MacBeth, J.D. (1973). Risk, return and equilibrium: empirical tests. *Journal of Political Economy*, 81, 607-63

Fernández, Pablo (2016). Métodos de valoración de empresas, Capítulo 0. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1267987>.

Fernández, Pablo (2015). Valoración de opciones reales: dificultades, problemas y errores. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1159045>

Fernández, Pablo; Carabias, José (2013) Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiples. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=918469>

Kalman, R. (1960). A New Approach to Linear Filtering and Prediction Problems. *Journal of Basic Engineering*, 82(1), 35–45.

Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37.

Maquieira, C. (2020). Apuntes de Clase – Valoración de Empresas. Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile.

Modigliani, F; Miller, M (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. American Economic Review. Vol 53. pp.433-443.

Modigliani, F; Miller, M (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review. Vol 48. N°3, Junio, pp 261-297.

Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. Econometrica, 34(4), 768–783.

Sharpe, William (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. Journal of Finance, Vol. 19 N°3, pp. 425-442.

Superintendencia de Salud (2020). Modalidad Atención Institucional (MAI). Consultado el 19/03/2020, Disponible en: <http://www.supersalud.gob.cl/difusion/665/w3-propertyvalue-2447.html>

Superintendencia de Salud (2020). Modalidad Libre Elección (MLE). Consultado el 19/03/2020, Disponible en: <http://www.supersalud.gob.cl/difusion/665/w3-propertyvalue-2383.html>

Superintendencia de Salud (2021). Cartera de Beneficiarios de ISAPRES al cierre del año 2020. Consultado el 19/03/2022. Disponible en <https://www.supersalud.gob.cl/documentacion/666/w3-article-19254.html>

Superintendencia de Salud (2021). Registro Nacional de Prestadores Individuales de Salud. Consultado el 19/03/2022. Disponible en https://www.supersalud.gob.cl/documentacion/666/articles-20484_recurso_3.pdf

Treynor, J. (1961). Market Value, Time, and Risk. Unpublished manuscript. Rough Draft dated, 8(8), 61.44.

Wells, C. (1994). Variable betas on the Stockholm Exchange 1971-1989. Applied Economics, 4, 75-92.

6. Anexos

6.1. Estado de Situación Financiera para el CHP, entre los años 2016-2020.

Activos Corrientes (M CLP)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	299.895	130.612	131.893	214.205	2.748.510
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	9.413.178	8671004	9.489.268	8.549.714	8.480.815
Otros Activos No Financieros	452.729	1.161.570	1.085.123	525.325	189.752
Inventarios	223.560	260.163	239.692	238.331	468.736
Activos por Impuestos Corrientes	128.025			121.711	
Total Activos Corrientes	10.517.387	10.223.349	10.945.976	9.649.286	11.887.813

Activo No Corriente (M CLP)

Propiedad, Planta y Equipo	19.686.555	19.499.779	19.048.187	19.232.761	18.589.796
Otros Activos Financieros, No Corrientes	349	349	349	349	349
Otros Activos No Financieros, No Corrientes	83.235	129.697	156.077	316.608	400.569
Activos por Impuestos Diferidos	1.761.049	1.637.629	1.865.048	2.123.358	2.496.550
Total Activos No Corrientes	21.531.188	21.267.454	21.069.661	21.673.076	21.487.264

Total Activos	32.048.575	31.490.803	32.015.637	31.322.362	33.375.077
----------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------

Pasivos Corrientes (M CLP)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Otros Pasivos Financieros Corrientes	2.491.863	1.832.129	1.350.656	1.199.350	1.218.816
Otros Pasivos No Financieros, Corrientes	607.457	101.712	202.862	327.897	223.550
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	6.740.247	6.564.953	7.371.225	6.598.322	6.963.706
Cuentas por Pagar EERR	258.793	371.517	320.723	227.009	710.356
Otras Provisiones Corrientes		480.255	464.960	612.904	758.307
Pasivo por Impuestos Corrientes		49.881	59.850		144.334
Total Pasivo Corriente	10.098.360	9.400.447	9.770.276	8.965.482	10.019.069

Pasivo No Corriente (M CLP)

Otros Pasivos Financieros No Corrientes	5.821.995	5.639.826	5.075.923	4.620.200	5.177.026
Pasivos por Impuestos Diferidos	478.432				
Total Pasivo No Corriente	6.300.427	5.639.826	5.075.923	4.620.200	5.177.026
Total Pasivos	16.398.787	15.040.273	14.846.199	13.585.682	15.196.095

Patrimonio (M CLP)

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Capital Emitido	1.720.577	1.720.577	1.720.577	1.720.577	1.720.577
Ganancias Acumuladas	4.683.474	5.107.558	5.501.084	5.853.375	6.211.550
Otras Reservas	-112.363				
Patrimonio Neto Atribuible a Propietarios de Controladora	6.291.688	6.828.135	7.221.661	7.573.952	7.932.127
Participaciones No Controladoras (Colegio de Profesores AG)	9.358.100	9.622.395	9.947.777	10.162.728	10.246.855
Total Patrimonio	15.649.788	16.450.530	17.169.438	17.736.680	18.178.982

Total Pasivos y Patrimonio	32.048.575	31.490.803	32.015.637	31.322.362	33.375.077
-----------------------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------

6.2. Estados de Resultados para el CHP, entre los años 2016-2020.

CHP Consolidado (M CLP)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Ingreso por Actividades Ordinarias	25.258.683	26.473.833	27.859.730	29.491.173	29.430.334
Costo de Ventas	-19.284.852	-20.065.874	-21.398.523	-22.259.742	-22.667.773
Margen Bruto	5.973.831	6.407.959	6.461.207	7.231.431	6.762.561

Gastos Operacionales

Gastos de Administración y Ventas	-5.022.799	-5.239.763	-5.545.571	-5.941.818	-6.052.726
Otros Ingresos por función	263.740	417.848	867.478	476.266	948.838
Otros egresos por función	-5.248	-13.615	-19.304	-18.720	-80.516
Resultado Operacional (EBIT)	1.209.524	1.572.429	1.763.810	1.747.159	1.578.157

Ingresos Financieros	619.635	407.414	589.921	534.170	344.443
Costos Financieros	-753.880	-743.481	-949.023	-917.356	-947.188
Resultado por Unidades de Reajuste	-20.729	-12.158	-46.613	-32.538	-25.099

Utilidad Antes de Impuestos	1.054.550	1.224.204	1.358.095	1.331.435	950.314
(Gasto) Ingreso de Impuesto a la Renta	-70.655	-74.318	-247.953	-281.394	-198.804

Utilidad Neta del Ejercicio	983.895	1.149.886	1.110.142	1.050.041	751.509
------------------------------------	----------------	------------------	------------------	------------------	----------------

6.3. Estimaciones usando ventanas móviles a 24 y 60 meses.

