UNIVERSIDAD PERUANA DE CIENCIAS APLICADAS

ESCUELA DE POSGRADO

PROGRAMA DE MAESTRÍA EN FINANZAS CORPORATIVAS

**Evaluación de la Inversión Realizada por un Private
Equity en una Empresa de Salud Peruana**

TRABAJO DE INVESTIGACIÓN

Para optar el grado académico de Maestro en Finanzas Corporativas

AUTOR

Gomero Jaimes, Marco Antonio (0000-0003-1797-9684)

Palomino Velarde, Marlyn Fiorella (0000-0001-9774-5882)

Rivero Cornejo, Stephany Joann (0000-0002-2787-3835)

Sam Cruz, Julio Francisco (0000-0003-2849-0008)

ASESOR

Deutz Chavez, Daniel Enrique (0000-0002-1751-8880)

Lima, 9 de Diciembre del 2018

Resumen Ejecutivo

El presente trabajo tiene por objetivo determinar si la inversión realizada por un Private Equity (PE) en una empresa de salud fue rentable.

Los Private Equity, son fondos de inversiones que adquieren empresas con el objetivo de agregar y potenciar su valor para posteriormente venderlas. La rentabilidad obtenida, se basa en el diferencial entre el precio de compra y precio venta de la empresa.

La Compañía A, es una empresa aseguradora oncológica con larga trayectoria en el mercado peruano que recibió inversión de un PE en el año 2008. Como consecuencia de la inversión realizada, se repotenció la empresa y esta a su vez realizó inversiones en sus empresas subsidiarias, Compañía B y Compañía C; en ambas empresas la Compañía A es accionista mayoritaria.

La compañía B, se dedica principalmente a brindar los servicios de atención oncológica para los clientes de la Compañía A. Mientras que la Compañía C, tiene por objetivo brindar servicios de atención médica en general.

Para realizar el presente análisis, se parte de la revisión del concepto de private equity y la descripción del sector salud en el Perú. Luego se desarrollan dentro del marco teórico los conceptos de métodos de valorización y el costo promedio ponderado de capital. Seguido de ello, se realiza la descripción y el análisis de las empresas en evaluación. Finalmente se desarrolla la valorización de las tres empresas, utilizando el método de descuento de flujos y con este resultado determinar la TIR.

Los resultados luego del análisis muestran que fue rentable realizar la inversión en la Compañía A, el precio de venta determinado por el valor fundamental de la compañía genera una tasa interna de retorno de 30.54%. Asimismo se realizó la comparación con el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima, S&P Emerging Markets Core y S&P 500 para el mismo periodo de tiempo, concluyendo que el performance de la inversión analizada fue superior.

Palabras clave: Métodos de valorización, costo promedio ponderado de capital, método de descuento de flujos, TIR, valor fundamental.

Abstract

The objective of this work is to determine if the investment made by a Private Equity (PE) in a Company A, is profitable. Private Equity is an investment fund that acquires companies with the aim of making them more profitable; then it sells those companies. The profitability obtained is based on the spread between the purchase and sale price of the company. Company A is an oncological insurance company with a long history in the Peruvian market, where the PE has invested since 2008. With the investment made, Company B was strengthened and Company C was acquired; in both companies, Company A is a majority shareholder. Company B is mainly dedicated to provide oncological care services for the injured customers of Company B. Meanwhile, Company C SAC has the purpose to provide general health care services. To carry out the present analysis, it starts from the revision of the concept of private equity and Peruvian Health sector description. Then, within the theoretical framework, the concepts of valuation method and the weighted average cost of capital (WACC) are developed. Afterwards, the description and analysis of the enterprises under evaluation is done. Finally, the cash flow discount method is used to find the value of the 3 companies and with this result determine the IRR at the time of the acquisition. The flows were projected based on assumptions, such as compliance of regulatory ratios, increase in market share, cost analysis, etc. The results after the analysis show that it was profitable to make the investment in Company A, the sale price determined by the fundamental value of the company generates an internal rate of return of 30.54%. Likewise, an analysis is made comparing the rate of return obtained by the Private Equity, with IGBVL, S&P Emerging Markets Core y S&P 500 indexes in the same period of time, determining that if the company had invested in other markets, the internal rate of return would have been lower.

Keywords: Valuation, weighted average cost of capital, cash flow discount method, IRR, fundamental value.

Tabla de contenidos

Introducción.....	1
Hipótesis	2
Capítulo 1: Antecedentes.....	3
1.1 Fondos de Inversión – Private Equity (PE)	3
1.1.1 Tipos de Private Equity	5
1.1.2 Mecanismos de Generación de Valor	6
1.2 Sector Salud en el Perú.....	6
1.2.1 Instituciones Administradoras de Fondos de Aseguramiento en Salud – IAFAS.....	8
1.2.2 Instituciones Prestadoras de Servicios de Salud - IPRESS	9
Capítulo 2: Marco Teórico	12
2.1 Métodos de Valorización.....	12
2.1.1 Métodos basados en el balance.....	12
2.1.2 Métodos basados en el descuento de flujos	13
2.1.3 Método de Múltiplos	19
2.2 Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)	20
2.2.1 Costo de Capital (Ke)	21
2.2.2 Tasa Libre de Riesgo	22
2.2.3 Prima de Riesgo Mercado	22
2.2.4 Beta.....	22
2.2.5 Prima por Riesgo País y Moneda	22
Capítulo 3: Análisis de las Empresa.....	24
3.1 Compañía A.....	24
3.1.1 Descripción de la empresa.....	24
3.1.2 Porter / FODA	26
3.1.4 Análisis de los Estados Financieros.....	28
3.2 Compañía B	31
3.2.1 Descripción de la empresa.....	31
3.2.2 Porter / FODA	31
3.2.3 Análisis de los Estados Financieros.....	33
3.3 Compañía C	36
3.3.1 Descripción de la empresa.....	36

3.3.2 Porter / FODA	39
3.3.3 Análisis de los Estados Financieros.....	40
Capítulo 4: Metodología de Valorización	44
4.1 Selección del método de Valorización	44
4.2 Supuestos de Proyecciones.....	44
4.2.1 Supuestos Compañía A.....	45
4.2.2 Supuestos Compañía B.....	49
4.2.3 Supuestos Compañía C.....	53
4.2.4 Tasa de Descuento	57
4.3 Resultados.....	63
Conclusiones.....	67
Referencias Bibliográficas.....	68
Anexo 1. Esquema de accionariado del Grupo.....	71
Anexo 2. Estados Financieros	72
Anexo 3. Estados Financieros Proyectados.....	78
Anexo 4. Presencia de la Compañía A por Departamentos del Perú	82

Índice de Tablas

Tabla N°1. Cobertura según Instituciones Administradoras de Fondos para el Aseguramiento en Salud (Iafas)	8
Tabla N°2. Métodos de valorización de empresa por flujos descontados	14
Tabla N°3. Matriz FODA de Compañía A	27
Tabla N°4. Inversiones en Subsidiarias y otras	28
Tabla N°5. Ratios Financieros Compañía A	29
Tabla N°6. Provisiones	30
Tabla N°7. Matriz FODA de Compañía B	33
Tabla N°8. Ratios Financieros Compañía B.....	35
Tabla N°9. Matriz FODA de Compañía C	40
Tabla N°10. Ratios Financieros Compañía C.....	42
Tabla N°11. Costo de capital Compañía A	58
Tabla N°12. Costo de Capital Compañía B y Compañía C.....	58
Tabla N°13. Cálculo del Wacc	60
Tabla N°14. Estructura de Capital Compañía A	60
Tabla N°15. Estructura de Capital Compañía B.....	61
Tabla N°16. Estructura de Capital Compañía C.....	62
Tabla N° 17. Análisis de sensibilidad de la Compañía A.....	64
Tabla N° 18. Análisis de sensibilidad de la Compañía B.....	64
Tabla N° 19. Análisis de sensibilidad de la Compañía C.....	64
Tabla N°20. Cálculo del Valor Patrimonial del PE	65
Tabla N°21. Cálculo del TIR.....	65
Tabla N° 22. Análisis de sensibilidad de la TIR	65

Índice de Figuras

Figura N° 1 Flujograma de Private Equity	4
Figura N° 2 Mapa del Sistema de Salud en el Perú.....	7
Figura N° 3 Mortalidad proporcional en el Perú	11
Figura N° 4 Ventas – Mercado Potencial de Compañía A.....	45
Figura N° 5 Ventas y márgenes Compañía A.....	47
Figura N° 6 Evolución del patrimonio Compañía A.	49
Figura N° 7 Ventas - % de uso instalaciones médicas Compañía B	50
Figura N° 8 Ventas y márgenes Compañía B.....	52
Figura N° 9 Evolución del patrimonio Compañía B	53
Figura N° 10 Ventas - % de uso instalaciones médicas Compañía C	54
Figura N° 11 Ventas y márgenes Compañía C.....	56
Figura N° 12 Evolución del patrimonio Compañía C.	57
Figura N° 13 Estructura de Capital de la Compañía A..	61
Figura N° 14 Estructura de Capital de la Compañía B.....	62
Figura N° 15 Estructura de Capital de la Compañía C.....	63

Introducción

Los Private Equity (PE) son fondos de inversiones, que tienen como principal estrategia adquirir temporalmente empresas con alto potencial de crecimiento. En este trabajo analizaremos si la inversión realizada en 2008 por un PE peruano en una empresa de seguros oncológica, llamada Compañía A, fue más rentable que invertir en el mercado público.

La compañía A es accionista mayoritaria de dos empresas, la Compañía B y la Compañía C. La Compañía B, se encuentra especializada en prestaciones oncológicas, sus clientes son en su mayoría los asegurados de la Compañía A. Mientras que la Compañía C, brinda servicios de medicina general, incluidos los oncológicos, atendiendo también los asegurados siniestrados de la Compañía A.

Para la evaluación de la inversión realizada por el private equity, se partió de la valorización de las tres empresas para hallar su valor fundamental y con ello determinar el potencial precio de venta que tendría a finales del 2017. En la valorización de las empresas se consideraron supuestos que se encuentran alineados con el entorno y operatividad de las mismas. Se utiliza la tasa interna de retorno para la obtener la rentabilidad de las inversiones considerando el precio de venta mencionado.

Hipótesis

La inversión realizada por el Private Equity (PE) en la Compañía A, fue más rentable que invertir en los mercados públicos como la Bolsa de Valores de Lima, Mercados emergentes y Estados Unidos en el periodo bajo análisis. Esto debido a que un Private Equity tiene riesgos asociados como iliquidez y concentración.

Capítulo 1: Antecedentes

1.1 Fondos de Inversión – Private Equity (PE)

También llamado Fondo de Inversión Privado, son inversiones de capital de trabajo a largo plazo en empresas que no cotizan en la bolsa de valores. Las inversiones carecen de liquidez considerando que tienen por objetivo rentabilizar al máximo las inversiones realizadas (Credit Suisse, 2015).

El PE aporta capital, además de experiencia en el rubro de la empresa que recibió la inversión. Adicionalmente como propietarios, realiza mejoras con el objetivo de incrementar el valor de la empresa, mediante mejoras operativas, financieras, estrategias de negocio, fusiones, etc., para posteriormente vender su posición.

Normalmente las inversiones son realizadas en empresas en fase de expansión, con potencial de crecimiento. En el siguiente cuadro se resume del ciclo de inversión que se presenta en un PE, los inversionistas aportan dinero a los Fondos de Private Equity, estos participan en el capital de un portafolio de empresas, luego de un periodo de inversión, las empresas son vendidas, retornando los beneficios al PE y posteriormente a los inversionistas.

Los inversionistas pueden estar compuestos por fondos de pensiones, compañías de seguros, corporaciones, etc.

Figura N° 1 Flujograma de Private Equity. Adaptado de «Private Equity documentación sobre categorías de productos», por Credit Suisse AG, 2015.

Las ventajas del private equity son:

- Apoya al dinamismo de la economía y a empresas que no pueden acceder fácilmente a mecanismos de financiamiento.
- El inversionista indirectamente adquiere una participación de la empresa donde se realiza la inversión por parte del fondo (Credit Suisse, 2015).
- El rendimiento de las inversiones no van acorde con el del mercado necesariamente, con ello se puede mermer el riesgo de verse impactados por la volatilidad del mercado accionario.

Mientras que los riesgos a los que se expone son:

- Riesgo de iliquidez, al tratarse de inversiones de largo plazo, no son de fácil liquidación pero esto es compensado con una mayor rentabilidad.
- Riesgo legal, por no tener información completa de la empresa antes de realizar la inversión.

1.1.1 Tipos de Private Equity

Los tipos de PE se determinan por la estrategia utilizada (Credit Suisse, 2015):

Venture Capital

Se financian empresas con alto potencial de crecimiento, pero en una fase inicial en el ciclo de vida de la misma.

Normalmente las inversiones se realizan en empresas enfocadas al sector de tecnología. El ingreso de los capitales privados, es de gran atractivo para las empresas, considerando su poco historial crediticio y operatividad.

Growth Capital

Se financian empresas un poco más maduras que las de Venture Capital, que tienen el objetivo de crecer, reestructurarse o entrar a nuevos mercados. Estas empresas generan ingresos, pero no los suficientes para financiar sus proyectos.

Mezzanine

Se financian por medio de obligaciones subordinadas o acciones preferentes que cubran gaps de financiamiento a medida que crezca y evolucione la empresa.

Special Situations

Se realizan inversiones en empresas que se encuentran en banca rota o están en peligro de ello. Para ingresar en la empresa compran bonos corporativos, con el fin de luego ser un acreedor importante y controlar la compañía luego de la reorganización.

Buy Out

Se compran las compañías por medio de capital y deuda; de igual modo se colocan los bienes de la empresa en respaldo de la deuda asumida. Estas compañías generan rentabilidad, pero el actual dueño desea vender, es ahí donde el PE ingresa con el fin de mejorar el desempeño de la empresa para incrementar su rentabilidad al momento de venta.

1.1.2 Mecanismos de Generación de Valor

Algunas de las formas por las cuales puede crear valor un PE en la empresa son (Pantheon, 2014):

- Realizar mejoras operacionales, con el objetivo de ampliar los márgenes operativos; mediante cambios de estrategias y fusiones.
- Crecimiento orgánico e inorgánico.
- Tiempo de entrada o salida, en las épocas de crisis los precios se encuentran por debajo de los observados durante periodos de estabilidad económica.
- Ingeniería Financiera, determinando la correcta composición de deuda y patrimonio que debería mantener la empresa.
- Modelo de gobierno corporativo fuerte, contando con la información necesaria para los gestores del capital privado, brindando la habilidad de influir en la gestión de la empresa.
- Crear alineación de intereses entre el directorio de la empresa y la búsqueda de la generación de la empresa, realizando incentivos por medio de pagos según el performance de la empresa.
- Considera el horizonte de la inversión.

1.2 Sector Salud en el Perú

Según la Constitución Política del Perú (Const., 1993, art.7, art.9) :

Artículo 7°.- Todos tienen derecho a la protección de su salud, la del medio familiar y la de la comunidad así como el deber de contribuir a su promoción y defensa. La persona incapacitada para velar por sí misma a causa de una deficiencia física o mental tiene derecho al respeto de su dignidad y a un régimen legal de protección, atención, readaptación y seguridad.

Artículo 9°.- El Estado determina la política nacional de salud. El Poder Ejecutivo norma y supervisa su aplicación. Es responsable de diseñarla y conducirla en forma plural y descentralizadora para facilitar a todos el acceso equitativo a los servicios de salud.

Figura N° 2 Mapa del Sistema de Salud en el Perú. Adaptado de « El Sistema de Salud en el Perú, situación y desafíos » Lazo, O., Alcalde, J. & Espinosa, O. 2016.

La estructura del sector Salud está encabezada por el Ministerio de Salud (MINSA) quien dicta las políticas y normas, la supervisión está a cargo de la Superintendencia Nacional de Salud (Susalud) y se segmenta de acuerdo al régimen de financiamiento (Lazo, Alcalde & Espinoza, 2016):

Régimen contributivo indirecto o subsidiado: se financia básicamente con recursos del Gobierno, aportes de los hogares y eventuales donaciones de Cooperación Internacional Gubernamental.

Régimen contributivo directo: se financia de las contribuciones directas y obligatorias de los empleadores. Y comprenden dos modalidades: Seguro Social de Salud (Essalud) y seguro social privado (EPS, organizaciones de intermediación financiera, dependencias de Salud de los ministerios de Defensa y del Interior financiadas por el Estado y con el aporte complementario de sus miembros).

Régimen privado: financiado básicamente por las familias mediante el pago de honorarios profesionales o la adquisición de planes de seguros privados.

En la Tabla N° 1 se pueden observar los tipos de administradores de fondos para el aseguramiento en salud (Iafas) y la participación correspondiente. La compañía A se encuentra dentro del régimen privado.

Tabla N°1. Cobertura según Instituciones Administradoras de Fondos para el Aseguramiento en Salud (Iafas)

Cuadro 1.1. Cobertura según Instituciones administradoras de fondos para el aseguramiento en salud (Iafas)			
Tipo de Iafas		Iafas	Porcentaje poblacional
• Iafas pública	(59.85 %)	Seguro Integral de Salud (SIS)	59.8
• Iafas Seguro Social	(35.3 %)	Essalud	30.9
		Entidades Prestadoras de Salud (EPS)	2.8
		Iafas del Ejército (Fospeme)	0.1
		Iafas de la Fuerza Aérea (Fosfap)	0.1
		Iafas de la Marina (Fosmar)	0.1
		Iafas de la Policía Nacional (Saludpol)	1.3
• Iafas privadas	(4.7 %)	Empresas de Seguros	2.4
		Prepagas	2.1
		Autoseguros	0.2

Fuente: Registro de Afiliados al AJS para todas las Iafas.

Nota: Adaptado de «El Sistema de Salud en el Perú, situación y desafíos », por Lazo, O., Alcalde, J. & Espinosa, O., 2016.

1.2.1 Instituciones Administradoras de Fondos de Aseguramiento en Salud – IAFAS

“Son aquellas entidades o empresas públicas, privadas o mixtas, creadas o por crearse, que reciban, capten y/o gestionen fondos para la cobertura de las atenciones de salud o que oferten cobertura de riesgos de salud, bajo cualquier modalidad” (Decreto Legislativo N° 1158,2012, art. 6).

En el mismo artículo mencionan como IAFAS a las siguientes instituciones públicas o privadas (Decreto Legislativo N° 1158,2012, art. 6):

1. Seguro Integral de Salud.
2. Seguro Social de Salud (EsSalud), excluyendo la cobertura de prestaciones económicas y sociales.
3. Fondo Intangible Solidario de Salud (FISSAL).
4. Fondos de Aseguramiento en Salud de las Fuerzas Armadas y de la Policía Nacional del Perú.

5. Entidades Prestadoras de Salud (EPS).
6. Empresas de Seguros contempladas en los numerales 1, 2 y 3 del inciso d) del artículo 16° de la Ley 26702, que oferten cobertura de riesgos de salud de modo exclusivo o en adición a otro tipo de coberturas.
7. Asociaciones de Fondos Regionales y Provinciales Contra Accidentes de Tránsito (AFOCAT).
8. Entidades de Salud que ofrecen servicios de salud prepagadas.
9. Autoseguros y fondos de salud, que gestionen fondos para la cobertura de salud de modo exclusivo o en adición a otro tipo de coberturas.
10. Otras modalidades de aseguramiento público, privado o mixto distintas a las señaladas anteriormente.

1.2.2 Instituciones Prestadoras de Servicios de Salud - IPRESS

Son aquellos establecimientos de salud y servicios médicos de apoyo, públicos, privados o mixtos, creados y por crearse, que realizan atención de salud con fines de prevención, promoción, diagnóstico, tratamiento y/o rehabilitación; así como aquellos servicios complementarios o auxiliares de la atención médica, que tienen por finalidad coadyuvar en la prevención, promoción, diagnóstico, tratamiento y/o rehabilitación de la salud (Decreto Legislativo N° 1158, 2012, art. 7).

Cabe mencionar que la normativa exige que las IPRESS deben encontrarse en relación contractual por lo menos con una IAFA.

El sector salud en el Perú tiene una alta demanda insatisfecha, a pesar de ello la inversión privada en este sector no ha sido sustancial a diferencia de otros sectores en la economía; esto se debe a que tiene muchas barreras de entrada, siendo la principal la falta de terrenos y locales con la extensión adecuada para el desarrollo de complejos hospitalarios modernos y en las principales zonas de influencia de Lima Metropolitana. Adicionalmente hay una serie de requerimientos y prohibiciones que establecen las distintas municipalidades distritales.

En este escenario es que los pocos inversionistas privados que se animan a desarrollar nuevas ofertas en el sector salud se ven obligados a hacerlo adquiriendo clínicas en

condiciones de descuido, reconstrucción o remodelación, pero con el beneficio de contar ya con los permisos, zonificación y las licencias respectivas para operar.

Cáncer en el Perú

Como se indica en el Decreto Supremo N°009-2012 (2012), el cáncer en sus distintas modalidades es una de las principales causas de muerte en el Perú y en el mundo. En el Perú existe el agravante que el 75% de los casos son diagnosticados de manera tardía, este hecho está correlacionado inversamente con las probabilidades de supervivencia, esto acompañado del costo social y económico que afecta por lo menos al entorno familiar más cercano.

Actualmente la oferta de salud preventiva contra el cáncer es escasa y la oferta de atención oncológica está básicamente acotada a Lima y es insuficiente considerando el incremento de casos detectados.

Según la Oficina Mundial de Salud, el 30% de los fallecimientos por cáncer se deben a cinco factores de riesgo conductuales y dietéticos (Decreto Supremo N° 009-2012, 2012):

- Índice de masa corporal elevado.
- Ingesta reducida de frutas y verduras.
- Falta de actividad física.
- Consumo de tabaco.
- Consumo de alcohol.

Según Organización Panamericana de la Salud (2017), el 20% de la mortalidad en el Perú es originada por enfermedades neoplasias, en la Figura N° 3 se puede apreciar mayor detalle.

Figura N° 3 Mortalidad proporcional en el Perú (% defunciones totales, todas las edades, ambos sexos), 2014. Adaptado de « Salud en las Américas, Resumen: Panorama Regional y perfiles de país » Organización Panamericana de la Salud, 2017.

Capítulo 2: Marco Teórico

2.1 Métodos de Valorización

Existen diversos métodos para calcular el valor de una empresa, a continuación se detallan los principales.

2.1.1 Métodos basados en el balance

Con estos métodos se calcula el valor de la empresa en base a los estados financieros, específicamente con el importe registrado en el Patrimonio. Se caracterizan por ser de fácil cálculo pero también de ser muy estático ya que no considera las proyecciones o cambios que se puedan dar en la empresa en el tiempo.

2.1.1.1 Valor Contable

Es el patrimonio registrado en libros, y se considera este dato como valor de la empresa debido a que este refleja la parte del activo propio, el activo que no es financiado por terceros.

2.1.1.2 Valor contable ajustado

Al concepto previo se le agrega una consideración adicional, se realiza un ajuste al valor contable de los activos y pasivos por la diferencia que tiene con el valor de mercado, de esta forma se halla el patrimonio ajustado o valor contable ajustado.

2.1.1.3 Valor de liquidación

El valor de la empresa se calcula considerando que se realiza la liquidación de la misma, se venden los activos y se pagan las deudas con terceros, además se consideran gastos relacionados a la liquidación. Considerando que el valor de una empresa en marcha es mayor al valor de liquidación, este método da como resultado el valor mínimo de la empresa.

2.1.2 Métodos basados en el descuento de flujos

Esta metodología considera el valor intrínseco de la empresa como el valor presente de las proyecciones de sus flujos futuros. Asimismo permite incorporar y visualizar el efecto de cambios en el entorno económico o de la misma empresa; como futuras inversiones, incremento de ventas, aplicación de mejoras operativas, entre otras.

Con los supuestos determinados, se predicen los flujos correspondientes a los ingresos y egresos de la empresa o proyecto y se descuentan a una tasa de descuento apropiada, para considerar el valor del dinero en el tiempo y el riesgo asociado.

Los diversos métodos que se basan en el descuento de flujos aplican la siguiente fórmula:

$$V = \frac{CF_1}{(1 + K)^1} + \frac{CF_2}{(1 + K)^2} + \frac{CF_3}{(1 + K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1 + K)^n}$$

CF: Flujo de la empresa en cada periodo

VR_n : Valor Residual en el año n

K: Tasa de descuento de los flujos futuros, acorde al riesgo.

La sumatoria de estos flujos nos brinda el valor de la empresa al día de hoy; sin embargo para poder considerar los flujos en el año n, asumimos que se trata de un crecimiento constante (g). Este supuesto se realiza porque conforme se incrementan los periodos traerlos al presente disminuyen su valor, asimismo a futuro las ventajas competitivas de las empresas tienden a desaparecer (Fernández, 2017).

$$VR_n = CF_n (1 + g) / (K - g)$$

Existen 4 métodos que aplican la valorización de las empresas por flujos descontados, donde en cada método utilizan diferentes tasas de descuento para valorizar, a continuación se detallan:

Tabla N°2. Métodos de valorización de empresa por flujos descontados

Método	Tipo de valorización	Tasa de descuento
Flujo de caja de dividendos	Valoriza el patrimonio de la empresa	Costo de Patrimonio
Ingreso Residual		
Flujo de caja libre de la firma (Free cash Flow to Firm)	Valoriza los flujos obtenidos por los activos de la empresa	Costo medio ponderado (WACC ¹)

Nota: Elaboración propia.

2.1.2.1 Flujo de caja de dividendos

En este método los flujos esperados son los dividendos futuros que los accionistas recibirán y la tasa de retorno es la rentabilidad mínima exigida por invertir en la empresa.

La utilización de la metodología aplica cuando:

- Existe una relación directa y estable entre dividendos y utilidades.
- La empresa cuenta con un historial de reparto de dividendos.
- No se cuenta con una perspectiva de controlador, considerando que se toman los flujos y sin contar con la capacidad de interferir en ellos.

Los accionistas consideran que los flujos de efectivos están compuestos por los dividendos que recibirán y el precio futuro de venta que se obtendrá al momento de vender las acciones. En el caso de múltiples periodos, la sumatoria de los flujos de dividendos se puede expresar de la siguiente manera (Pinto, Henry, Robinson & Stowe, 2010):

¹ WACC= Weighted Average Cost of Capital o Costo promedio de Capital, muestra el costo de las diferentes fuentes de financiamiento de la empresa.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{P_n}{(1 + K_e)^n}$$

Donde:

V_0 = Valor de la empresa en el periodo 0

D_t = Dividendo obtenido en el año t

K_e = tasa de rendimiento del patrimonio

t = año de pago de dividendos

P_n = Precio de venta en el último periodo

n = último periodo

Sin embargo para simplificar el modelo, se asume el pago de dividendos a perpetuidad, que se mantendrá la participación en la empresa sin venderla y la tasa de crecimiento de los dividendos constante. Asimismo la tasa de retorno del patrimonio debe ser mayor a la tasa de crecimiento esperado. Esta simplificación fue realizada por Gordon Shapiro y se expresa de la siguiente manera (Pinto, Henry, Robinson & Stowe, 2010):

$$V_0 = \frac{D_0 (1 + g)}{r - g} \quad o \quad V_0 = \frac{D_1}{K_e - g}$$

Donde

V_0 = Valor de la empresa en el periodo 0

D_0 = Dividendo pagado en el año 0

D_1 = Dividendo esperado en el año 1

K_e = tasa de rendimiento del patrimonio

g = tasa de crecimiento constante de los dividendos

Para determinar una tasa de crecimiento constante (g), existen dos criterios (Deutz, 2014):

- a) Factores macroeconómicos: Debe tener relación con el crecimiento de la economía.
- b) Factores microeconómicos: Considera que la tasa de crecimiento se encuentra en función al ratio de pago de dividendos establecido.

$$g = \text{ROE} \times b$$

$$b = \text{ratio de retención} = 1 - \text{pay out}^2$$

La ventaja de este modelo radica en la simplicidad del cálculo, considerando que no necesita tener en cuenta las condiciones del mercado.

Las desventajas del modelo son:

- El modelo es ideal solo en empresas donde existe historial de flujos de dividendos.
- Se basa en el histórico de pagos de dividendos, cuando este puede cambiar en el tiempo.

2.1.2.2 Flujo de caja libre

Los flujos esperados son los obtenidos por empresa luego de su actividad operativa.

Este método permite incorporar aspectos específicos acerca de lo que se espera en la empresa y de su entorno.

Se usan estas metodologías cuando:

- La empresa no paga dividendos.
- Los dividendos pagados difieren de la capacidad que posee la compañía para ello.
- Los flujos se alinean con las rentabilidades esperadas en un periodo deseado.
- Se tiene una perspectiva controladora, es decir define los usos que se le podría dar a los flujos disponibles. Se puede influenciar en las decisiones operativas y financieras de la empresa (Pinto, Henry, Robinson & Stowe, 2010).

Como ventaja se debe recalcar que se puede agregar supuestos propios de la empresa, ocasionando que la valorización sea más acorde a la realidad de la misma. La desventaja, del modelo es que el valor de la empresa calculado, es muy sensible a las variables usadas para estimar los flujos.

² Pay out: Ratio de Pago de dividendos.

Flujo de Caja de la Firma (FCFF)

Es el valor de los activos sin considerar el método utilizado para su financiamiento. Es el flujo disponible para los proveedores de capital de la empresa, obtenido después del pago los gastos operativos considerando impuestos, las inversiones realizadas de capital de trabajo e inversiones de activos fijos.

$FCFF = EBIT * (1 - \text{impuestos}) + \text{Depreciación} - \text{Inversión de Activos} - \text{Inversión de Capital de trabajo}$.

El valor fundamental de la empresa se estima, descontando los flujos esperados usando el WACC.

$$Firm\ Value = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Al igual que en el modelo de Flujo de caja de dividendos, este modelo asume que los flujos crecen a una tasa constante (g), agregando esta variable el valor de la firma sería (Pinto, Henry, Robinson & Stowe, 2010):

$$Firm\ Value = \frac{FCFF_1}{WACC - g} = \frac{FCFF_0 (1 + g)}{WACC - g}$$

El FCFF omite el financiamiento de la empresa, concentrándose en el rendimiento propio del negocio después de impuestos, considerando que se trata de una empresa en marcha, donde existen inversiones destinadas a mantener la continuidad del negocio. (Fernández, 2017).

2.1.2.3 Método de ingreso residual o Residual Income

Es la utilidad neta, deduciéndole el costo de oportunidad de los accionistas (costo de patrimonio). El cálculo del Residual Income en el periodo t, se obtiene de la siguiente manera:

$$RI_t = E_t - (K_e \times B_{t-1}) = (ROE - K_e) \times B_{t-1}$$

Donde

RI_t = Ingreso residual en el año t

E_t = Utilidad esperada para el año t

K_e = Tasa de retorno sobre patrimonio (costos de oportunidad)

B_{t-1} = Valor en libros en el año t-1

ROE = Retorno esperado en nuevas inversiones (retorno esperado en patrimonio)

Este método analiza el valor del patrimonio como la sumatoria de dos componentes: el valor en libros del patrimonio actual más el valor presente del futuro ingreso residual.

$$V_0 = B_0 + \left[\frac{RI_1}{(1+K_e)^1} + \frac{RI_2}{(1+K_e)^2} + \frac{RI_3}{(1+K_e)^3} + \dots \right]$$

Donde

B_0 = Valor actual en libros del patrimonio

$RI_t = E_t - (r \times B_{t-1}) = (ROE - r) \times B_{t-1}$

K_e = tasa de retorno del patrimonio

ROE = Retorno esperado en nuevas inversiones (retorno esperado en patrimonio)

Este modelo se puede simplificar si se asume un crecimiento constante, obteniendo la siguiente formula:

$$V_0 = B_0 + \left[\frac{(ROE - K_e) \times B_0}{K_e - g} \right]$$

De esta fórmula, se puede inferir que el valor de una acción está por encima de su valor patrimonial, siempre y cuando los retornos generados sean mayores al costo de oportunidad del accionista.

Uno de los supuestos de este modelo es que el ROE se mantiene constante, sin embargo este retorno no es necesariamente compatible con la realidad considerando que siempre existe competencia en el mercado y se reduce el margen del negocio (Deutz, 2014).

Las ventajas de este modelo son:

- Se aplica a empresas donde no tienen pago de dividendos o poseen flujos de caja negativos.
- Se basa en la rentabilidad económica.
- No es relevante el valor terminal para la valorización de la empresa.

La desventaja del modelo es que el cálculo se basa en el uso de datos contables, los cuales muestran información de determinados momentos de la empresa, y pueden estar afectados por decisiones que busquen presentar una visión mejorada de la compañía.

2.1.3 Método de Múltiplos

Mediante este método se buscan empresas similares en actividad económica, escala de negocio, rentabilidad y se parte de la premisa que estas empresas deberían tener un valor similar en el mercado.

Según Chu (2011):

Este tipo de metodología busca valorar empresas a través de establecer un determinante de valor (value driver) común a todas ellas y asumir que la relación (“múltiplo”) del valor de cada una con su determinante de valor es el mismo para todas (p. 492).

Dos de los múltiplos más empleados son:

PER

Según Fernández (2008)

El PER (price earnings ratio) de una acción indica el múltiplo del beneficio por acción que se paga en bolsa (Precio de la acción/ Utilidad por acción). Así, si el beneficio por acción del último año ha sido de 2 euros y la acción cotiza en 30 euros, su PER será de 15 ($30/2$). Otras veces el PER toma como referencia el beneficio por acción previsto para el próximo año o la medida del beneficio por acción de los últimos años. El PER es la referencia dominante en los mercados bursátiles. Nótese que el PER es un parámetro que relaciona una magnitud de mercado como es la cotización, con otra puramente contable como es el beneficio (p.7).

El valor de la acción es el PER multiplicado por el beneficio neto anual. Este método es principalmente usado en empresas que cotizan en bolsa, se puede utilizar la utilidad de los últimos 12 meses o la utilidad de los próximos 12 meses.

EBITDA

Es uno de los múltiplos más usados; para hallar el múltiplo se divide EV/ EBITDA. El Enterprise Value o valor de la empresa (EV) equivale al patrimonio más deuda financiera menos caja (Deutz, 2013). El Ebitda se obtiene de agregar la depreciación y amortización a la utilidad operativa y es considerado una aproximación al flujo de caja operativo que genera la empresa.

Este método nos sirve para comparar empresas con diferente nivel de apalancamiento financiero y en empresas de infraestructura con alto grado depreciación y amortización.

2.2 Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)

Es la tasa de descuento utilizado para descontar flujos de caja futuros y convertirlos a valor presente. Esta tasa de descuento combina las diferentes fuentes de financiamientos que han servido para obtener el activo de la empresa, ponderando los pesos de cada una y aplicando el escudo tributario en el caso de la deuda que genera intereses.

Como su nombre lo indica (WACC: Weighted Average Costo of Capital – Costo Promedio Ponderado del Capital) este método está compuesto por los costos financieros de cada una de las fuentes de capital, ya sea propio (aportes de capital y resultados acumulados) o la deuda financiera con terceros que tiene el beneficio del escudo tributario que también se ve reflejado en el cálculo respectivo $(1-t)$.

Para Fernández (2013):

El WACC no es ni un coste ni una rentabilidad exigida, sino un promedio ponderado entre un coste y una rentabilidad exigida. Denominar al WACC “cost of capital” o “coste de los recursos” produce errores porque no es un coste (p2).

Para Chu (2011) existen 3 principales formas de uso:

1. Como un criterio para decisiones de financiamiento, en donde la mezcla óptima de recursos de financiamiento es definida como aquella combinación que minimice el costo de capital de una empresa.

2. Como un estándar para decisiones de inversión en donde la tasa mínima aceptable de retorno o tasa de descuento en una nueva inversión propuesta es definida como coste de capital.
3. Como una conexión entre las decisiones de inversión y financiamiento, en donde la tasa de retorno mínima aceptable de nuevas inversiones es medida como una función de la tasa de retorno requerida por los inversionistas de esos valores (p 336-337).

La fórmula del WACC es la siguiente:

$$WACC = k_e * \frac{E}{E + D} + k_d * (1 - t) * \frac{D}{E + D}$$

Donde:

Ke: Costo de Capital / Costo del accionista

Kd: Costo de la deuda financiera

E: Equity / Patrimonio / Fondos Propios

D: Deuda financiera

t: Tasa impositiva

2.2.1 Costo de Capital (Ke)

El costo de Capital es la tasa de retorno mínima exigida por los accionistas o inversionistas. El método más usado para hallar esta tasa de retorno es el CAPM; es un modelo desarrollado en la década de los sesenta principalmente por cuatro autores: Sharpe 1965, Treynor 1964, Mossin 1966 y Lintner 1965.

La fórmula del CAPM es la siguiente:

$$CAPM = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Donde:

Rf: Tasa libre de riesgo

Rm: Riesgo de mercado

Rm – Rf: Prima de riesgo de mercado

β: Beta

2.2.2 Tasa Libre de Riesgo

Es el retorno de un bono emitido por el Gobierno (Banco Central), debido a que los gobiernos pueden controlar la emisión de la moneda y eventualmente pueden controlar la recaudación tributaria con la generación de más impuestos para cumplir con el pago de sus bonos. Se toma principalmente el Bono del Tesoro Americano ya que se considera que este tiene “riesgo cero”, debido a que históricamente nunca ha entrado en default y son bastante líquidos.

2.2.3 Prima de Riesgo Mercado

La prima de riesgo de mercado es la diferencia entre la tasa libre de riesgo (R_f) y la tasa de riesgo de mercado (R_m), por lo general se toma una muestra de las acciones más líquidas en las bolsas del mercado americano: Índice Standar & Poors S&P. En este ejercicio se reconoce el rendimiento que debe esperar un inversionista por invertir en un negocio determinado con su riesgo implícito, en lugar de un activo libre de riesgo.

2.2.4 Beta

El beta (β) representa el riesgo de mercado de la acción, esto en función de las coyunturas y fluctuaciones del mismo. El beta es igual a la covarianza de la acción “x” y el mercado entre la varianza del mercado, la fórmula es la siguiente: $\beta_x = \text{Cov}(x, M) / \text{Var}(M)$

Donde:

β : Beta de la acción “x”

$\text{Cov}(x, M)$: Covarianza entre la acción y el Mercado

$\text{Var}(M)$: Varianza del Mercado

2.2.5 Prima por Riesgo País y Moneda

Es importante considerar el riesgo país al momento de calcular el WACC, ya que las inversiones en países, por lo general emergentes, tienen un riesgo adicional por tratarse de economías no del todo desarrolladas o inestables.

Dado que los rendimientos mencionados son de empresas americanas (en dólares), debemos convertir la tasa de descuento de dólares a soles. Los rendimientos de empresas peruanas no son usados porque son empresas poco líquidas, no hay suficiente data y están concentrados básicamente en minería.

Capítulo 3: Análisis de las Empresa

3.1 Compañía A

3.1.1 Descripción de la empresa

Compañía A se constituyó en Lima Perú hace 29 años, se dedica a la venta de planes de seguros oncológicos, actualmente dentro de la cartera de productos que ofrece al público se encuentran 3 planes oncológicos que se diferencian por las coberturas en las prestaciones ambulatorias y hospitalarias. Las coberturas son anuales y la forma de pago varía desde una cuota anual hasta 12 cuotas mensuales. Es una institución administradora de fondos de aseguramiento en salud – IAFA y está regulada por Susalud.

Compañía A ofrece la atención médica a sus asegurados principalmente a través de los servicios de sus subsidiarias. El 78% del costo de tratamiento se encuentra relacionado a la Compañía B, el 16% a la Compañía C, y la diferencia a otras clínicas. En el punto 3.2 y 3.3 se describen la Compañía B y Compañía C.

Actualmente más del 99.99% de las acciones de la Compañía A pertenecen a una empresa que se denominará la Matriz S.A.C. y menos del 0.01% de las acciones corresponden a dos personas naturales.

La Matriz S.A.C se constituyó hace 10 años con el principal aporte de un grupo de inversión peruano, ellos tienen el 64.65% de las acciones de la Matriz y el 35.35% de las acciones pertenecen a una empresa que la conforman en su mayoría los doctores fundadores de Compañía A.

3.1.1.2 Regulación

La Compañía A se encuentra supervisada por la Superintendencia de Salud- Susalud, institución que se encarga de proteger los derechos en salud de todos los peruanos.

Susalud supervisa y regula a todas las Instituciones prestadoras de salud (IPRESS) y a las Instituciones administradoras de fondos de aseguramiento en salud (IAFAS).

A continuación se detalla las principales resoluciones que involucran a la Compañía A con el marco regulatorio del sector:

- Decreto Supremo N° 009-97-SA del 8 de setiembre de 1997, mediante este decreto se aprobó el Reglamento de la Ley, el cual precisa entre otras cosas, que las empresas que prestan servicios de salud prepagados sin registro en la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP ni en ninguna otra entidad supervisora, se encuentran sujetas a todas las normas sobre seguridad patrimonial y financiera establecidos en el mencionado Reglamento, así como a la supervisión y control de la SUSALUD.
- Resolución N° 021-2006-SEPS del 26 de mayo de 2006, mediante esta resolución se aprobó incluir en el Registro de Entidades que prestan servicios de salud prepagados a la Compañía A
- Resolución N° 001-2006-SEPS del 26 de julio de 2006, se aprobó el “Reglamento sobre Requerimientos Patrimoniales, Reservas Técnicas y de Información”, para entidades que prestan servicios de salud prepagados.
- Resolución N° 020-2014-SUSALUD del 2 de agosto de 2014, mediante esta resolución se aprobó el “Reglamento de Solvencia Patrimonial, Obligaciones Técnicas y Coberturas de respaldo para Instituciones Administradoras de Fondos de Aseguramiento en Salud - IAFAS privadas y mixtas”. La Compañía A, tendrán un plazo de adecuación de 4 años (hasta el 2018) para cubrir como mínimo el 25%, 50%, 75% y 100% en cada uno de esos años, las diferencias entre los niveles hasta ahora exigidos y los nuevos restantes requerimientos de solvencia, así como para dar cobertura como mínimo en 25%, 50%, 75% y 100% en cada uno de esos años a similares diferencias, a sus obligaciones técnicas con sus inversiones exigibles.

El único indicador regulatorio que no cumple la empresa es el de solvencia, al cierre 2017 es 2.23. Este ratio debe cumplirse a finales del 2018.

$$\text{Ratio regulatorio} = \frac{(\text{Pasivo}-\text{Provisiones})}{\text{Patrimonio}} \leq 1,$$

3.1.2 Porter / FODA

Análisis de las fuerzas de Porter

A continuación se realiza el análisis de competencias que tiene en el sector la empresa a través de las fuerzas de Porter:

Poder de negociación de los clientes

El poder de negociación de los clientes es bajo debido a que Compañía A es la única empresa especializada en la venta de planes de seguros oncológicos en el Perú; si bien otras empresas de seguros ofrecen planes oncológicos estas no trabajan con una clínica especializada en el tratamiento del cáncer como lo hace la Compañía A. Esta diferenciación hace que la empresa pueda cobrar mayores tarifas que la competencia.

Poder de negociación de los proveedores

Su principal proveedor es la Compañía B, una clínica especializada en el tratamiento contra el cáncer, empresa que a su vez es su subsidiaria. La atención bajo este canal le origina menores costos y asegura una alta calidad de servicio a la Compañía A.

Amenaza de nuevos competidores

El ingreso de nuevos competidores se ve limitado por la complejidad del producto y por los requisitos que deben cumplir las nuevas empresas ante los organismos reguladores, SBS o Susalud según sea el caso. Esto representa una fuerte barrera de entrada al sector.

Amenaza de productos sustitutos

Los seguros oncológicos son productos bastante específicos; se puede considerar como producto sustituto la póliza de las entidades prestadoras de salud-EPS que tienen coberturas oncológicas, sin embargo estas son bastante limitadas en atención, medicamentos y tratamientos. Por lo indicado a la fecha no representan mayor riesgo.

Rivalidad entre los competidores

Al ser la Compañía A la única especializada en Cáncer, actualmente no existe rivalidad muy marcada con sus competidores más cercanos; dicho posicionamiento le permite tener tarifas superiores al mercado y así mantener los márgenes y calidad del servicio.

Análisis FODA de la empresa

Tabla N°3. Matriz FODA de Compañía A

Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none">*Empresa consolidada con 29 años de trayectoria. Cuenta con alto grado de posicionamiento en la población, reconocida como la mejor en su rubro.*Cuenta con un patrimonio importante, proveniente principalmente de un fondo de inversión, el cual le ha permitido realizar diversas inversiones con la finalidad de agregar valor a la empresa.	<ul style="list-style-type: none">*Ofrece al mercado básicamente un solo producto, ante una variación de la demanda la empresa se vería afectada ya que no tiene otra línea de negocio.*El precio de la prima que cobra a sus clientes se incrementa año a año ya que el precio de los medicamentos principalmente se eleva de la misma forma. La rentabilidad de la empresa se puede ver afectada en el futuro si no se puede seguir trasladando el precio a los clientes.
Oportunidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none">*Las enfermedades oncológicas son severas y costosas, el producto que ofrece la empresa cubre los servicios médicos y medicamentos necesarios para tratarlas.*La atención en el sistema de salud pública es deficiente y como consecuencia la población toma seguros oncológicos para tener una buena cobertura salud.	<ul style="list-style-type: none">*Los competidores ofrecen planes de seguro oncológicos similares pero no cuentan con los servicios de una clínica especializada. Si la competencia invirtiese en una clínica especializada, el nivel de ventas de la Compañía A se vería afectado.*La empresa está regulada por Susalud y tiene que cumplir con los parámetros de atención y parámetros financieros que esta requiere, el incumplimiento puede llevar sanciones para la empresa.

Nota: Elaboración propia.

3.1.4 Análisis de los Estados Financieros

La empresa muestra un crecimiento sostenido en el nivel de ventas, del 2014 al 2017 la tasa de crecimiento anual promedio (CAGR : Compound Annual Groth Rate) fue de 19.7% llegando a ventas de S/406,996 miles el 2017. Esto basado principalmente en sus nuevas colocaciones de primas.

Los costos de ventas de la empresa son básicamente los siniestros o atenciones medicas de sus asegurados; estos en promedio representan el 51% de las ventas. Los principales proveedores de estos servicios son la Compañía B y la Compañía C, la primera una clínica especializada en tratamientos contra el cáncer y la segunda una clínica premium que dentro de sus especialidades tiene una de oncología.

Los gastos de venta como proporción de las ventas han ido aumentando, en el 2017 representó 26.1%, estos gastos están compuestos principalmente por servicios prestados por terceros (call center, comisiones de brokers y otros) y gastos de personal.

El 2015 se registró una pérdida del ejercicio debido principalmente a la diferencia de cambio neta y los gastos financieros.

Inversiones

El mayor porcentaje del activo está concentrado en la partida de inversiones. Al 31 de diciembre de 2017, la Compañía A posee el 99.99% de las acciones de Compañía B con una inversión de S/ 40.6 millones y el 72.94% de las acciones de Compañía C con una inversión de S/ 223 millones.

Tabla N°4. Inversiones en Subsidiarias y otras

Descripción	% de participación en el patrimonio		Valor en libros	
	2017	2016	2017	2016
En miles de Soles				
Subsidiarias				
Compañía B	99.99%	99.99%	40,593	40,593
Compañía C	72.94%	72.94%	223,255	223,255
Otras			13,059	13,059
			276,907	276,907

Nota: Elaboración propia.

Obligaciones Financieras

Las obligaciones financieras de corto y largo plazo están compuestas principalmente por préstamos bancarios y arrendamientos financieros. La empresa tomó un préstamo de

S/185 millones en el 2014 usado para cubrir parte de la construcción de la clínica la Compañía C, que vence en 07/2021 dejando en garantía acciones de sus dos subsidiarias.

Los arrendamientos financieros se constituyeron para la adquisición de equipos médicos, con el objetivo de sub arrendar los mismos a las subsidiarias, la garantía por estas operaciones son los derechos de propiedad de las mismas.

Al cierre del 2017 el nivel de deuda financiera representa 66.8% del total de pasivo y es 3.68 veces el EBITDA. Con un vencimiento menor a un año mantiene S/57,749 miles y a la de largo plazo en S/152,017 miles.

Patrimonio

La Compañía A mantiene un patrimonio sólido, con un valor de S/117,803 miles (Capital social : S/75,544 miles) y muestra una tasa de crecimiento anual compuesta de 8.3% del 2014 al 2017. No existe una política de dividendos y no se han efectuado pagos de dividendos en los últimos 4 años.

Tabla N°5. Ratios Financieros Compañía A

RATIOS FINANCIEROS	2014	2015	2016	2017
<u>Rentabilidad</u>				
Margen Bruto	51.1%	50.0%	45.2%	45.9%
Margen Operativo	6.4%	20.6%	9.6%	12.6%
Margen EBITDA	6.8%	18.0%	11.0%	14.0%
Margen Neto	0.8%	-3.8%	3.6%	5.8%
ROA	0.5%	-2.8%	3.0%	5.5%
ROE	2.0%	-13.3%	13.2%	20.0%
ROIC	1.4%	-4.0%	4.4%	8.7%
ANALISIS DUPONT	2.0%	-13.3%	13.2%	20.0%
Utilidad neta / Ventas	0.01	-0.04	0.04	0.06
Ventas / Activo total	0.57	0.72	0.82	0.94
Multiplicador del capital (Activo/Patrimonio)	4.47	4.81	4.45	3.67
<u>Solvencia</u>				
Pasivo / Patrimonio	3.47	3.81	3.45	2.67
Deuda Financiera / Pasivo	51.4%	73.4%	68.2%	66.8%
Razón de endeudamiento (Pasivo / Activo)	0.78	0.79	0.78	0.73
Deuda Financiera / EBITDA	9.60	3.65	5.83	3.68
<u>Liquidez</u>				
Liquidez Corriente	0.47	0.83	0.65	0.63
Prueba ácida	0.21	0.10	0.14	0.18
<u>Cobertura</u>				
EBITDA / G Financieros	2.0	1.4	1.2	2.6
EBITDA / Servicio de Deuda	0.1	0.8	0.6	0.7
<u>Regulatorio</u>				
(Pasivo - Provisiones) / Patrimonio	3.02	3.28	2.90	2.23
Caja / Ventas	24%	4%	6%	7%

Nota: Elaboración propia.

Rentabilidad

La Compañía A tiene márgenes de rentabilidad EBITDA/Ventas del 14% al cierre del 2017, impulsada principalmente por un ligero incremento del margen operativo del 2017 respecto al 2016. El ROIC³ en el 2017 fue de 8.7%, teniendo un incremento del 4.3% respecto al año previo, esto se debe en gran medida al incremento en el margen operativo y el mejor uso del capital de la empresa.

Análisis Dupont⁴: indica que la Compañía A tiene una rentabilidad de 20% al cierre del 2017, podemos ver que este indicador se debe en gran medida a la disminución del apalancamiento financiero y un incremento en el margen neto sobre ventas y en la rotación de activos.

Liquidez

La empresa presenta ratios de liquidez corriente de 0.63 veces al cierre del 2017 (0.63 al 2016 y 0.85 al 2015) en gran medida este indicador se debe a la partida de provisiones que representa el 33% del pasivo corriente y está compuesta por provisiones técnicas, otras provisiones e ingresos diferidos como podemos apreciar en el siguiente cuadro:

Tabla N°6. Provisiones

<i>En miles de soles</i>	Provisiones técnicas (a)	Otras provisiones (b)	Ingresos diferidos (c)	Total
Al 1 de enero de 2017	1,286	1,130	49,453	51,869
Provisión del año	1,276	783	49,099	51,158
Pagada durante el año	-	(378)	-	(378)
Aplicación en el año	(1,286)	(176)	(49,453)	(50,915)
Al 31 de diciembre de 2017	1,276	1,359	49,099	51,734
Al 1 de enero de 2016	1,330	723	41,773	43,826
Provisión del año	1,286	407	49,453	51,146
Aplicación en el año	(1,330)	-	(41,773)	(43,103)
Al 31 de diciembre de 2016	1,286	1,130	49,453	51,869

Nota: Adaptado de «Estado Financiero auditado de la Compañía A», por KPMG, 2017.

Los ingresos diferidos están relacionados a los ingresos que surgen de los planes de salud oncológico. Los ingresos se reconocen proporcionalmente durante el período en el que las personas se afilian a los servicios de salud.

³ Return On Invested Capital o rentabilidad sobre capital invertido.

⁴ Sistema de Análisis Dupont: es la sumatoria del margen neto de utilidad, rotación de activos y el apalancamiento financiero, esto nos permite determinar cuál de estos tres componentes es más relevante en los resultados de la empresa.

3.2 Compañía B

3.2.1 Descripción de la empresa

Clínica oncológica especializada con más 20 años en actividad, creada con la finalidad de atender a los afiliados de los planes oncológicos de la Compañía A. Cuenta con personal y tecnología necesaria para la atención ambulatoria y hospitalización. Cuenta con 75 camas incluyendo 6 camas de la unidad de cuidados intensivos, 4 quirófanos y 22 módulos de quimioterapia. Además de la clínica especializada, la Compañía B cuenta con 4 centros ambulatorios con 55 consultorios en total (16 consultorios preventivos y 39 consultorios de tratamiento).

El grueso de la venta de la Compañía B (80%) es realizada a la Compañía A, el 20% de la venta se realiza a particulares.

La compañía B es subsidiaria de la Compañía A, quien posee de forma directa el 99.99% de las acciones de su capital y menos del 0.01% de las acciones corresponden a dos personas naturales.

3.2.2 Porter / FODA

Análisis de las fuerzas de Porter

A continuación se realiza el análisis de competencias que tiene en el sector la empresa a través de las fuerzas de Porter:

Poder de negociación de los clientes

Su principal cliente es la Compañía A, quien tiene alto poder de negociación y esto se observa en los altos niveles de calidad que exige esta empresa. Como son empresas vinculadas el margen o ganancia de una empresa se netea en el resultado grupal.

Poder de negociación de los proveedores

Los proveedores de medicamentos y los médicos son los dos principales proveedores de la empresa. Compañía B negocia los precios de los medicamentos desde una posición grupal comprando mayores volúmenes y mejorando el precio. Sin embargo hay algunos medicamentos de marcas específicas que la empresa no los puede sustituir.

Una de las estrategias de la Compañía B es tener al mejor staff de médicos oncológicos del país, en ese sentido los médicos tienen un alto poder de negociación ya que la empresa se adecua en la mayoría de los casos a los sueldos que exigen los médicos reconocidos.

Amenaza de nuevos competidores

Compañía B es la única clínica 100% especializada en tratamientos oncológicos en el país; la principal barrera de entrada de nuevos competidores es la inversión en construcción e implementación una clínica de este tipo. Además considerando el modelo de negocio donde la empresa relacionada realiza la venta de seguros oncológicos y Compañía B atiende a la mayoría de sus pacientes, la amenaza de nuevos competidores se reduce aún más.

Amenaza de productos sustitutos

En la actualidad se considera que la atención médica es primordial e irremplazable, sin embargo se puede considerar como producto sustituto a la medicina alternativa o natural pero no significan una amenaza como tal.

Rivalidad entre los competidores

El modelo de negocio se basa en que la Compañía B le brinde los servicios médicos a la compañía A; considerando que el 80% de las ventas de Compañía B se realiza de esta forma, no es relevante la rivalidad entre competidores, ya que para este tipo de venta no existe. El Instituto nacional de enfermedades neoplásicas - INEN no se considera competidor ya que tiene a otro público objetivo.

Análisis FODA de la empresa

Tabla N°7. Matriz FODA de Compañía B

Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none">*Única clínica privada en el país especializada en tratamiento contra el cáncer.*Cuenta con los mejores médicos oncólogos y equipos médicos modernos que permiten la mejor atención de los pacientes.	<ul style="list-style-type: none">*Dependencia de la Compañía A, el 80% de sus ventas se realizan a esta empresa.*Tiene altos costos operativos, principalmente los medicamentos, los cuales se vienen incrementando año a año.
Oportunidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none">*La ausencia de clínicas oncológicas en provincia generan una oportunidad de expandir sus locales a nivel nacional.	<ul style="list-style-type: none">*Una clínica convencional podría repotenciar su área de oncología, captando a los médicos de la Compañía B y convirtiéndose en competencia para esta.

Nota: Elaboración propia.

3.2.3 Análisis de los Estados Financieros

La empresa muestra un crecimiento sostenido en el nivel de ventas, del 2014 al 2017 la tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR : Compound Annual Groth Rate) fue de 24.4% llegando a ventas de S/4212,313 miles el 2017. Es importante mencionar que las ventas a vinculadas (específicamente a la Compañía A) concentran el mayor porcentaje: el 2014 representaban el 74% y el 2017 el 80%. La estructura de costos de la Compañía B están bien demarcados; en promedio los costos de farmacia representan el 65% del costo de ventas total.

Los gastos operativos están compuestos principalmente por los gastos de personal y servicios prestados por terceros (servicios de gerenciamiento y arrendamiento, principalmente) y representan el 51% y 40% del gasto operativo, respectivamente. Es importante precisar que la inflación médica presenta niveles superiores a la inflación de

la canasta básica; ello se debe a la presencia de nuevas tecnologías para el tratamiento de pacientes y las frecuencias de uso de los servicios.

Inmueble, Maquinaria y Equipo

El activo de la empresa está principalmente compuesto por el activo fijo, específicamente por la partida de inmuebles, maquinarias y equipos que al cierre del 2017 representa el 72% del activo total. La variación anual respecto al año inmediato anterior no ha sido significativa 1% el 2016 y -0.5% el 2017. Los saldos de esta partida al cierre del 2017 están compuestos principalmente por 3 conceptos (en miles de Soles):

- Terrenos: 39,517
- Edificios y construcciones: 29,189
- Equipos médicos y otros: 32,841

Prácticamente no hubo variaciones porque la Compañía B está manejando un CAPEX de reposición por depreciación en el caso de los equipos médicos.

Cuentas por Pagar Comerciales y Obligaciones Financieras

El pasivo de la Compañía B está compuesto principalmente por la deuda a proveedores comerciales y la deuda financiera. Al cierre del 2017 estas representan el 22% y 19% respectivamente, del pasivo y patrimonio de la empresa.

La deuda financiera está compuesta principalmente por contratos de arrendamiento financiero en moneda local con 3 entidades bancarias por la adquisición del terreno en el que opera la sede principal de la clínica y para la renovación de equipos médicos.

Al cierre del 2017 el nivel de deuda financiera con vencimiento en el corto plazo estaba en S/9,015 miles y la de largo plazo en S/18,495 miles, con un ratio de 27% respecto al pasivo y 1.06 de deuda financiera/EBITDA.

Patrimonio

La Compañía B mantiene un patrimonio de S/40,636 miles (Capital social : S/34,607 miles) y muestra una tasa de crecimiento anual compuesta de 45.8% del 2014 al 2017. Se debe principalmente a la acumulación de resultados y a la no repartición de dividendos; la empresa no presenta una política relacioanda y hasta el 2017 no se ha realizado ninguno reparto.

Tabla N°8. Ratios Financieros Compañía B

RATIOS FINANCIEROS	2014	2015	2016	2017
<u>Rentabilidad</u>				
Margen Contribución	41.6%	41.8%	47.8%	46.0%
Margen Operativo	-1.2%	2.1%	11.5%	9.5%
Margen EBITDA	1.4%	5.6%	14.5%	12.2%
Margen Neto	-8.7%	-4.4%	8.7%	5.4%
ROA	-6.3%	-4.2%	11.1%	8.0%
ROE	-73.2%	-46.7%	55.2%	28.1%
ROIC	-12.8%	-9.5%	24.6%	17.1%
ANALISIS DUPONT	-73.2%	-46.7%	55.2%	28.1%
Utilidad neta / Ventas	-0.09	-0.04	0.09	0.05
Ventas / Activo total	0.73	0.97	1.27	1.49
Multiplicador del capital (Activo/Patrimonio)	11.53	11.00	4.98	3.50
<u>Solvencia</u>				
Pasivo / Patrimonio	10.53	10.00	3.98	2.50
Deuda Financiera / Pasivo	22.2%	29.6%	26.0%	27.0%
Razón de endeudamiento (Pasivo / Activo)	0.09	0.09	0.20	0.29
Deuda Financiera / EBITDA	19.92	4.99	1.13	1.06
<u>Liquidez</u>				
Liquidez Corriente	0.69	0.41	0.42	0.40
Prueba ácida	0.05	0.10	0.02	0.03
<u>Cobertura</u>				
EBITDA / G Financieros	0.29	1.26	5.03	5.50
EBITDA / Servicio de Deuda	0.14	0.51	1.86	1.89

Nota: Elaboración propia.

Rentabilidad

La Compañía B tiene márgenes de rentabilidad EBITDA/Ventas del 12% al cierre del 2017, si bien se mantenía un crecimiento constante del 2014 al 2016, el 2017% el ratio bajó en 3% respecto al 2016 principalmente por el incremento de los gastos fijos en S/10 millones. El ROIC al 2017 fue de 17%, teniendo una disminución de 7% el 2017 respecto al 2016, debido en general al incremento de las cuentas por pagar comerciales y del pasivo diferido no corriente que pasa de S/770 miles el 2016 a S/4,081 miles el 2017.

Análisis Dupont: indica que la Compañía B tiene una rentabilidad de 28.1% al cierre del 2017, podemos ver que este indicador se debe en gran medida a la disminución del margen neto sobre ventas y del apalancamiento financiero y el incremento en la rotación de activos.

Liquidez

La empresa presenta ratios de liquidez corriente de 0.4 veces al cierre del 2017 (0.42 el 2016 y 0.41 el 2015) en gran medida este indicador se debe a las partidas de cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar a relacionadas. Ambas partidas están compuestas principalmente por tres conceptos: atención en centros de salud privados, honorarios médicos y medicinas.

3.3 Compañía C

3.3.1 Descripción de la empresa

Compañía C fue constituida hace 17 años y pertenece al grupo desde el 2010, sin embargo en Noviembre 2014 abre sus puertas luego de 4 años de elaboración del proyecto y construcción. Compañía C es una clínica general ubicada en Lima, cuenta 40 especialidades y 53 sub especialidades.

Tiene la mejor infraestructura a nivel nacional con ambientes diseñados pensados en la comodidad de los pacientes y cuentan con equipos de alta tecnología.

Ofrece a sus clientes 144 camas incluidas las de cuidados intensivos, unidad de emergencia con 23 boxes, centro de maternidad con 6 suites de parto integrales, unidad de cuidados intensivos neonatales con capacidad para 15 neonatos, 9 salas de operaciones, 1 sala de cirugía híbrida (cirugía robótica).

La inversión realizada en la construcción e implementación de la clínica asciende a \$120 millones, esta cuenta con dos torres, una de 4 pisos y otra de 10 pisos, en total la clínica cuenta con 64,000 metros cuadrados. Además, cuenta con 5 sótanos, 4 de ellos para estacionamientos.

Al cierre 2017 la empresa no ha llegado al punto de equilibrio pero proyecta cerrar con resultados positivos para el 2018.

El 83% de la venta se realiza a particulares brindando servicios varios y el 17% es venta realizada a la Compañía A con atenciones oncológicas.

La compañía C es subsidiaria de la Compañía A, quien posee de forma directa el 72.94% de las acciones de su capital. El 27.05% de las acciones las posee la Matriz SAC y menos del 0.01% de las acciones corresponden a dos personas naturales.

Contrato de derecho de superficie

Compañía C tiene firmado un contrato de derecho de superficie con la Sociedad Peruana de la Cruz Roja, sobre el terreno donde se ubica la clínica, el contrato se firmó el 18 de agosto de 2009 y concluirá una vez cumplidos 40 años a partir del vigésimo cuarto mes siguiente a la fecha de suscripción del derecho de superficie en la partida registral del inmueble por parte de la Sociedad Peruana de la Cruz Roja. La inscripción del derecho de superficie se realizó el 2 de setiembre de 2011.

Este contrato le da la facultad a la Compañía C para construir una clínica, usar, disfrutar y gravar el inmueble; donde la edificación sobre y bajo el inmueble será de propiedad de Compañía C.

El contrato podrá ser renovado por las partes de manera sucesiva hasta que la suma de los 40 años iniciales y de las renovaciones alcancen el plazo máximo establecido por ley.

Compañía C tendrá un derecho de preferencia para la explotación de la Clínica, el cual se mantendrá vigente hasta por los 2 años siguientes a la fecha de resolución del contrato, siempre que tal resolución no hubiese operado por causa imputable a la Compañía C.

Compañía C pagará a la Sociedad Peruana de la Cruz Roja una mensualidad la cual tendrá un incremento del 1.5% anual a partir del vigésimo mes. Además Compañía C está obligada cumplir con las siguientes etapas del proyecto:

Etapas de pre-explotación

Duración mínima de 18 meses y máxima de 36 meses, a contarse desde la fecha de inscripción del derecho de superficie en la partida registral del inmueble. En caso, no se culminaran los trabajos por causas no imputables a Compañía C, se tendrá un período de gracia de 24 meses adicionales.

En esta etapa se deberán realizar las siguientes actividades:

- Contratar a los profesionales que elaborarán los estudios, anteproyectos y proyectos que sean necesarios para la elaboración del diseño y los planos de la Clínica.
- Realizar los estudios de factibilidad técnica, económica y financiera, diseños arquitectónicos, estructurales, etc.

- Tramitar todas las licencias, autorizaciones y permisos que sean necesarios para que la Clínica pueda comenzar a prestar servicios.

Etapas de explotación

Se inicia seguidamente del término de la etapa de pre-explotación. Compañía C deberá operar en los servicios que se indican en el contrato y tendrá el derecho, más no la obligación, de modificar la prestación de servicios a efectos de adecuarlos a los avances tecnológicos que ocurran durante la vigencia del contrato.

Etapas de operación

Compañía C operará la Clínica de manera independiente, sin necesidad de ningún tipo de autorización o aprobación de parte de la Sociedad Peruana de la Cruz Roja, sin embargo esta última tendrá acceso a determinada información.

El contrato establece como causas de resolución del mismo las siguientes:

- En caso que Matriz S.A.C. no realice el aumento de capital en Compañía C S.A.C. en los plazos establecidos (S/1.5 millones a más tardar dentro de los 60 días hábiles siguientes de verificada la inscripción del derecho de superficie en la partida registral del Inmueble).
- En caso que Compañía C incumpla con el pago de 6 mensualidades.
- En caso la Sociedad Peruana de la Cruz Roja no cumpla con la inscripción del derecho de superficie.
- En caso la Cruz Roja venda, dé en hipoteca o de alguna *manera* transfiera o pierda su derecho de propiedad sobre la Clínica a un tercero.

Durante los años 2012 y 2011 Matriz S.A.C. realizó aportes de capital en la Compañía C en cumplimiento de sus obligaciones contractuales.

A la fecha Compañía C viene cumpliendo con las etapas del proyecto descritas en el contrato y actualmente se encuentra en la etapa de operación.

3.3.2 Porter / FODA

Análisis de las fuerzas de Porter

Poder de negociación de los clientes

Es una clínica enfocada al nivel socioeconómico A, cuenta con tecnología de punta y alto grado de resolución. El sector al que está enfocada la clínica busca calidad sobre precio de los servicios.

La clínica cuenta con los mejores doctores en las diferentes especialidades lo cual hace que los pacientes en busca de doctores recomendados se atiendan en esta clínica.

El déficit de clínicas de este nivel hace que el poder de negociación de los clientes sea moderado.

Poder de negociación de los proveedores

Los principales proveedores son los de medicamentos y los médicos. Esta empresa negocia los precios de los medicamentos desde una posición grupal comprando mayores volúmenes y mejorando el precio.

Una de las estrategias de la Compañía C es tener al mejor staff de médicos del país en las distintas especialidades, en ese sentido los médicos tienen un alto poder de negociación sobre todo los médicos reconocidos.

Amenaza de nuevos competidores

En la actualidad hay dos clínicas en Lima enfocada al mismo público objetivo, el ingreso de nuevos competidores es complicado por la inversión que se debe realizar y los problemas del sector salud que dilata los tiempos para obtener licencias. Además, ubicar un terreno con las dimensiones necesarias para la construcción de una clínica en Lima es bastante difícil.

Amenaza de productos sustitutos

Es baja la posibilidad de considerar un sustituto de la atención médica, se puede considerar como sustituto la medicina alternativa o natural pero no es significativo.

Rivalidad entre los competidores

Al ser la mejor clínica de Lima y estar enfocada en el sector socioeconómico A sus competidores son limitados, siendo a la fecha solo dos clínicas. Estas dos clínicas tienen como estrategia modernizar sus equipos y mejorar su infraestructura con la finalidad de ser más competitivas.

Análisis FODA de la empresa

Tabla N°9. Matriz FODA de Compañía C

Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none">*Clínica más moderna del país con el mejor staff de médicos y con equipos de última tecnología.*Su ubicación es estratégica, ya que se encuentra ubicada en Lima moderna en una zona bastante céntrica.	<ul style="list-style-type: none">*Negocia con las aseguradoras (EPS) el plan donde se encontrarán los servicios de la clínica, depende de las condiciones y tarifas que se ofrezcan a los asegurados la mayor afluencia de pacientes.*Es una clínica donde se realizó una alta inversión y proyecta llegar a tener resultado neto positivo en el año 2018.
Oportunidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none">*Déficit de servicios de salud en el Perú para el sector socioeconómico A, además el número de afiliados a los seguros privados en este segmento se viene incrementando.*Difícil ingreso de nuevos competidores debido a la fuerte inversión que se debe realizar.	<ul style="list-style-type: none">*Los competidores actuales están invirtiendo en tecnología y en mejoras en la infraestructura, si se realiza de forma agresiva esto puede repercutir en la reducción de ventas de la empresa.

Nota: Elaboración propia.

3.3.3 Análisis de los Estados Financieros

La empresa muestra un crecimiento sostenido en el nivel de ventas, del 2014 al 2017 la tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR: Compound Annual Groth Rate) fue de 350.3% llegando a ventas de S/210,282 miles el 2017. Debemos recordar que la

Compañía C terminó a fines del 2014 la construcción de su clínica, por ello el sustancial crecimiento en ventas del 2014 al 2017. La estructura de costo de ventas de la empresa se mantiene constante (el 48% de las ventas el 2015 y el 50% el 2017) y están compuestos básicamente por tres conceptos: los honorarios médicos, costos de farmacia y en menor medida de laboratorio. Cabe mencionar que el porcentaje de ventas a vinculadas es del 17% al cierre del 2017 (básicamente a la Compañía A).

Los gastos operativos están compuestos principalmente por los gastos de personal y servicios prestados por terceros (servicios de gerenciamiento y arrendamiento, principalmente) y representan el 51% y 33% del gasto operativo, respectivamente.

Si bien es cierto durante los años 2014 al 2016 la empresa ha presentado resultados negativos, estos se deben principalmente a los intereses por los préstamos recibidos para construcción del complejo médico de la compañía, y por otra parte la depreciación del mencionado activo que afecta a la empresa fuertemente a partir del 2015.

Inmueble, Maquinaria y Equipo

El activo de la empresa está principalmente compuesto por el activo fijo, específicamente por la partida de inmuebles, maquinarias y equipos que al cierre del 2017 representa el 74% del activo total. La variación anual respecto al 2016 no ha sido significativa -3%. Los saldos de esta partida al cierre del 2017 están compuestos principalmente por 3 conceptos (en miles de Soles):

- Terrenos: 11,432
- Edificios y construcciones: 203,148
- Equipos médicos y otros: 17,884

La Compañía C está manejando un CAPEX de reposición por depreciación en el caso de los equipos médicos y muebles y enseres. Cabe destacar que el complejo médico construido hasta finales del 2014 se realizó con aportes de capital, inicialmente fueron préstamos de vinculadas (notar Cuentas por Pagar Relacionadas LP 2014 y 2015), pero el 2016 se capitalizaron estos préstamos.

Cuentas por pagar a vinculadas

El pasivo de la Compañía C está compuesto principalmente por la deuda a vinculadas. Al cierre del 2017 ésta representa el 14% del pasivo y patrimonio de la empresa.

Patrimonio

La Compañía C mantiene un patrimonio de S/232,804 miles (Capital social: S/306,081 miles) y muestra una tasa de crecimiento anual compuesta de 777% del 2014 al 2017. En buena medida esto se debe a los incrementos de capital realizados, principalmente mediante capitalizaciones de préstamos con vinculadas (Compañía A) usado para la construcción de la clínica de la empresa.

Tabla N°10. Ratios Financieros Compañía C

RATIOS FINANCIEROS	2014	2015	2016	2017
<u>Rentabilidad</u>				
Margen Contribución	33.4%	48.1%	48.0%	50.3%
Margen Operativo	-394.0%	-48.4%	-13.4%	-3.1%
Margen EBITDA	0.0%	-37.0%	-7.2%	1.6%
Margen Neto	-394.2%	-23.3%	-14.7%	-3.1%
ROA	-3.8%	-5.9%	-6.9%	-2.1%
ROE	-2633.8%	-40.0%	-9.4%	-2.8%
ROIC	-4.1%	-7.0%	-8.9%	-2.7%
ANALISIS DUPONT	-2633.8%	-40.0%	-9.4%	-2.8%
Utilidad neta / Ventas	-3.94	-0.23	-0.15	-0.03
Ventas / Activo total	0.01	0.25	0.47	0.66
Multiplicador del capital (Activo/Patrimonio)	697.94	6.75	1.35	1.37
<u>Solvencia</u>				
Pasivo / Patrimonio	696.94	5.75	0.35	0.37
Deuda Financiera / Pasivo	0.0%	0.7%	4.6%	2.3%
Razón de endeudamiento (Pasivo / Activo)	0.00	0.15	0.74	0.73
Deuda Financiera / EBITDA	Sin deuda	-0.06	-0.35	0.58
<u>Liquidez</u>				
Liquidez Corriente	0.38	0.68	0.84	0.80
Prueba ácida	0.02	0.08	0.01	0.06
<u>Cobertura</u>				
EBITDA / G Financieros	Sin deuda	-424.86	-1.14	1.29
EBITDA / Servicio de Deuda	Sin deuda	-17.66	-0.91	1.29

Nota: Elaboración propia.

Rentabilidad

La Compañía C tiene márgenes de rentabilidad EBITDA/Ventas del 1.6% al cierre del 2017, hasta el 2016 el margen era negativo debido a que el margen de contribución no era suficiente para cubrir los gastos operativos. El ROIC en el 2017 fue de 2.7%, teniendo una mejora de 6.2% respecto al año previo, este se debe en gran medida al incremento en el margen operativo y el mejor uso del capital de empresa.

Análisis Dupont: indica que la Compañía A tiene una rentabilidad de -2.8% al cierre del 2017, podemos ver que este indicador se debe en gran medida a la mejora del

margen neto sobre ventas y la rotación de activos, así como un ligero incremento en el apalancamiento financiero.

Solvencia

La relación Deuda Financiera/EBITDA de la Compañía C disminuyó el 2017. Al igual que la relación Pasivo/Patrimonio que se situó en 0.37 veces el 2017. Dado que el accionista mayoritario de la compañía capitalizó los préstamos entregados para la construcción del complejo médico de la compañía, no requirió apalancarse con la banca.

Liquidez

La empresa presenta ratios de liquidez corriente de 0.8 veces al cierre del 2017 (0.84 el 2016 y 0.68 el 2015) en gran medida este indicador se debe a la partidas de cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar a relacionadas. El servicio principal que compone esta partida con los servicios de gerenciamiento realizados por una empresa vinculada.

Capítulo 4: Metodología de Valorización

4.1 Selección del método de Valorización

Tomando en cuenta lo indicado en el Marco teórico, la selección del método se sustenta por lo siguiente:

- Los métodos basados en balance no son considerados porque no calculan las inversiones futuras de la empresa, asimismo no estiman el valor del dinero en el tiempo o el entorno en el cual se desarrollan las actividades económicas de la empresa.
- El método de valorización por múltiplos no es utilizado ya que no existen empresas completamente comparables en el mercado público.
- Dentro de los métodos de descuento de flujos, descartamos el método de valorización de dividendos por tratarse de una empresa donde no existe pago histórico del descuento de dividendos. Mientras que el método basado en el residual income, tampoco es utilizado porque para realizar el análisis se requiere un ajuste en el patrimonio.
- El método considerado para la valorización de las empresas es el de flujo de caja descontado de la firma, el cual incorporará los supuestos propios del tipo de negocio evaluado; así como la estructura de financiamiento de la empresa. El FCFF representa el dinero disponible para los proveedores de capital.

4.2 Supuestos de Proyecciones

Con la finalidad de determinar si la inversión realizada por Private Equity (PE) en el sector Salud es rentable se considera al valor de la empresa como el potencial precio de venta. La inversión fue realizada en la Compañía A, la cual al cierre 2017 tiene inversiones en la Compañía B y la Compañía C, por ello se ha construido un modelo financiero mediante el cual se ha proyectado los estados financieros de las 3 empresas.

El modelo toma como base la información financiera del 2014 al 2017 y permite estimar a partir de los estados financieros proyectados, futuras variaciones en el capital de

trabajo, inversiones y necesidades de financiamiento. Asimismo, se utiliza el método seleccionado, descuento de flujos de caja, para obtener el valor de cada empresa. La tasa interna de retorno es la herramienta aplicada para obtener la rentabilidad de la inversión realizada.

En el presente se expondrán los principales supuestos usados; asimismo dentro del Anexo N°3 se detallan los supuestos complementarios y las proyecciones. El periodo de proyección utilizado es del 2018 al 2022, y se considera el supuesto de empresa en marcha.

4.2.1 Supuestos Compañía A

Supuestos de Estado de Resultados

Venta

Se ha definido el mercado objetivo de la Compañía A como aquel conformado por las personas de nivel socioeconómico A y B de los departamentos del Perú⁵ en los que el Grupo tiene presencia. Para la proyección de dicho mercado se ha utilizado la tasa equivalente al crecimiento promedio del 2014 al 2017 (3.9%). La Compañía A al cierre del 2017 mantiene el 36.1% de dicho mercado; se ha considerado que dicha participación aumenta 0.5% cada año, es un criterio conservador si se observa que en el 2017 fue de 1.3%. Se optó por la visión conservadora debido a la presencia de productos sustitutos. Con lo expuesto se espera que al cierre del 2022 se tenga 1,143,044 personas afiliadas.

Figura N° 4 Ventas – Mercado Potencial de Compañía A. Elaboración propia

⁵ El detalle de la presencia de la Compañía A por departamentos se puede ver en el Anexo N°4

El riesgo de desarrollar cáncer se hace más alto a mayor edad tiene la persona, por tanto las tarifas son más altas para los afiliados de mayor edad. Además la tarifa de los productos ofrecidos por la Compañía A se encuentran escalonados por rangos etarios. Cada año la edad del stock de la población aumenta, por tanto el precio promedio percibido por la Compañía A se incrementa.

La presencia de nuevas tecnologías en el tratamiento de cáncer es constante cada año, estas se encuentran patentadas y generan que el costo de tratamiento se incremente; principalmente los medicamentos. La Compañía A traslada dicho incremento a las tarifas cobradas a los afiliados; por tanto cada año los precios se ven afectados.

Considerando lo expuesto las ventas aumentan 15.9% cada año, 3.9% menos que el crecimiento promedio entre el 2014 y el 2017. La cantidad de afiliados aumenta en promedio 5.3% cada año, mientras los precios 10%. De esta manera al cierre del 2022 los ingresos percibidos por la Compañía A son de S/850,222 miles.

Utilidad Operativa

La siniestralidad se puede dividir en dos grupos de acuerdo a la institución que brinde el servicio, en ipress relacionadas al grupo (vinculadas) y las no relacionadas (terceras). La Compañía A prioriza las atenciones dentro de la Red de Clínicas relacionadas por lo que la proyección de siniestralidad tercera se mantiene en el tiempo.

Las personas afiliadas que reciben tratamiento de Cáncer dentro de la Red del grupo representan 1.4% (2016-2017) del total de afiliados de la Compañía A; para la proyección se mantiene dicha proporción constante. La siniestralidad Vinculada se desagrega en tres, Compañía B, Compañía C y otras Clínicas de Provincia:

- Entre la Compañía A y la Compañía B se estableció un mecanismo de pago diferente a las otras empresas; mediante el cual el riesgo de utilizar con mayor frecuencia los servicios de la prestación se mantiene en la compañía B. Por ello, el impacto final sobre la siniestralidad aumente por el ticket (nuevas tecnologías 8%) e incremento de pacientes (5%).
- La Siniestralidad relacionada a la Compañía C aumenta 21.1%, que es el resultado de aumentar los Pacientes en 5%, y el ticket promedio en 15%; (8% por nuevas tecnologías, 5% incremento de tarifas regulares y 2% por mayores usos de los servicios).

- Para la Red de Provincia, la tasa de crecimiento es de 12.7% considerando 8% de incremento de ticket por paciente y la diferencia como incremento de pacientes.

Los Gastos de Venta en el 2017 respecto a los ingresos fue de 26.4%, 0.4% más que el año 2016. Para la proyección se mantiene dicho crecimiento anual, en el 2022 dicho ratio es de 28.2% de las Ventas; el incremento se justifica por mantener el posicionamiento de la marca y mantener las tasas de crecimiento de la compañía A.

La depreciación se mantiene dado el CAPEX de mantenimiento que se ha considerado, en el 2022 aumenta en S/7,881 miles dada la construcción de una nueva clínica. Además se considera ingresos por el alquiler a partir del 2022 considerando una rentabilidad esperada de 15% dado los lineamientos de la empresa.

Figura N° 5 Ventas y márgenes Compañía A. Elaboración propia

Supuestos de Estados de Situación Financiera

Supuestos particulares - 2018

En el año 2018 se vence el plazo de adecuación a la norma por el cual la Compañía debe cumplir con el ratio $\frac{(\text{Pasivo}-\text{Provisiones})}{\text{Patrimonio}} \leq 1$, para lo cual se han considerado las siguientes acciones. Notar que la reducción de las Cuentas por Cobrar impactarán sobre el “efectivo y equivalente” permitiendo la reducción de los pasivos.

- Cambio de registro de los Terrenos a Valor Razonable, lo que representará un impacto de un mayor Patrimonio (S/20,000 miles).
- Reducción de los días por Cobrar de 11.41 (2017) a 10.

- Se establece la política de días por Cobrar a empresas relacionadas en 90.
- Reducción de las Cuentas por Cobrar no relacionadas al giro del negocio a 20% del 2017.
- Reducción de días de Cuentas por Pagar Comerciales y Relacionado de 23.29 y 29.05 a 15 días.
- Reducción de Obligaciones Financieras S/62,469 miles.

Principales Supuestos Generales

Parte de la Regulación por parte de Susalud requiere una caja mínima, como regla práctica basado en el comportamiento histórico es mantener el 7% de las Ventas como “efectivo y equivalentes”.

Las inversiones en Inmuebles, Maquinarias y Equipo se ha considerado dos efectos, capex de mantenimiento y la construcción de una nueva Clínica. En el primer caso se considera como regla una inversión equivalente a la depreciación; ello con la finalidad de normalizar estas cuentas y mantener los activos. Las inversiones en la nueva clínica inician en el 2019 y finalizan a inicios 2022 demorando poco más de 3 años; el 75% de la inversión total (S/ 254,500 miles) se debe a infraestructura y el resto al equipamiento de la misma.

Considerando el proyecto de construir una Clínica en el 2019 se toman préstamos para el financiamiento de los mismos la tasa de interés considerada es de 7.5% y se considera un plazo de 8 años en promedio.

La Compañía A recibe dividendos de sus subsidiarias (Compañía B y C) a partir del 2019, para el 2022 asciende a S/ 22,419 miles. La Compañía A considera repartir dividendos a partir del 2019 tomando como limite el saldo de caja y la relación deuda – patrimonio. En el 2022 se proyectó repartir S/ 110,000 miles.

Figura N° 6 Evolución del patrimonio Compañía A. Elaboración propia.

4.2.2 Supuestos Compañía B

Supuestos de Estado de Resultados

Ventas

Las ventas de la compañía están orientadas a atender principalmente a compañías vinculadas, podemos apreciar que el 80% de las ventas suponen atenciones de prevención y tratamiento a pacientes asegurados por la Compañía A y el 4% de las ventas corresponden a preparados para quimioterapias solicitados por la compañía C. Las ventas de la compañía ascendieron a S/ 212,313 miles al cierre del 2017 y se proyectan ventas de S/ 360,453 miles al cierre del 2022. La principal limitante de crecimiento de la compañía B es el uso de la capacidad instalada dado que el flujo de pacientes proviene de la empresa relacionada. Como se puede apreciar el servicio más crítico es el relacionado a hospitalizaciones por lo que se consideró una expansión de 12 camas para el 2019.

Figura N° 7 Ventas - % de uso instalaciones médicas Compañía B. Elaboración propia.

En general se estima mantener la misma distribución de servicios generadores de ventas hasta el 2022, como se puede apreciar en el cuadro anterior. Asimismo, se considera un incremento de 8% anual desde el 2018 al 2022 en el costo del ticket cobrado por cada servicio prestado.

El mecanismo de pago entre la Compañía B y su cliente vinculado la Compañía A consta de 5 “Bolsas de Contacto” (87% del total) y pago de servicios (13% del total), para la proyección se mantuvo la proporción de pacientes por cada ítem respecto al número total de pacientes y la frecuencia de uso por paciente del 2017 para c/u:

- Chequeos Preventivos: Por cada uno Chequeo que se inicia, la Compañía A realiza un pago fijo independiente de la los servicios que se le den.
- Ambulatorio: El pago se realiza por consulta e incluye todo lo que se derive de las mismas.
- Quimioterapia: Por cada Sesión la Compañía B factura a la Compañía A un mismo monto y es independiente de los medicamentos utilizados.
- Hospitalización de Tratamiento: La unidad de Pago son los días de uso de los cuartos no relacionados a Cirugías; el monto es fijo e incluye todos los servicios brindados durante la estancia.
- No Bolsa: El pago depende de un tarifario por cada servicio y medicamento brindado; los principales servicios en este punto son las cirugías y la hospitalización relacionada.

Costo Variable

Los costos variables se componen principalmente por los costos de los medicamentos, los honorarios de los médicos (sin considerar los pagos por planilla) y las pruebas de laboratorio.

El principal costo variable de la compañía son medicamentos que al cierre del 2017 son S/ 78,729 miles y representan en promedio el 67% del total de costos variables y el 38% de las ventas. Se considera un crecimiento constante de 14% en promedio desde el 2018 al 2022 y se proyectó que el ratio medicamentos/ventas aumente 1% anual, debido a que el aumento por nuevas tecnologías tiene por lo general un retraso de un año.

En segundo lugar están los honorarios médicos que al cierre del 2017 son S/ 23,450 miles y en promedio representan el 22% del total del costo variable y un 13% de las ventas. Los doctores que están en planilla son los que atienden por lo general las consultas preventivas y los que se dedican a la dirección de la empresa, si actúan en procedimientos quirúrgicos o consultas ambulatorias eventuales emiten sus recibos por honorarios (perciben rentas de cuarta y quinta categoría), el grueso de los doctores que atienden consultas ambulatorias y atienden operaciones quirúrgicas no está en planilla y emiten sus recibos por honorarios. Considerando que un elemento diferencial es la calidad de los médicos, se considera que los honorarios respecto a las ventas aumenten 1% anual.

En tercer lugar están los costos de laboratorios que al cierre del 2017 son S/ 9,065 miles y representan en promedio el 7% del total de costos variables y el 4% de las ventas, en este caso estamos considerando que mantienen la proporción respecto a las ventas desde el 2018 hasta el 2022.

Costos Fijos y Gastos Operativos

Estos conceptos no se encuentran directamente relacionados con las ventas y se considera una tasa de crecimiento de 5%, excepto en en 2019 que se considera una expansión de 12 camas. Los principales componentes son las cargas de personal y los servicios prestados a terceros, que representan el 51% y 40% del total de los costos fijos y operativos.

Las cargas de personal al cierre del 2017 fueron de S/ 39,174 miles y representan el 18% de las ventas, se proyecta que disminuir los porcentajes hasta 14.7% en el 2022.

Los servicios prestados por terceros al cierre del 2017 fueron de S/ 30,910 miles y representan el 15% de las ventas, se proyecta que disminuir los porcentajes hasta 11.6% en el 2022.

Al cierre del 2017 el margen de contribución fue de S/97,632 miles y representa el 46% de las ventas y el margen EBITDA fue de 12% respecto de las ventas, según los supuestos de las proyecciones indicadas se considera un margen de 38% de las ventas en el 2022 y un margen EBITDA que representa el 12% de las ventas.

Figura N° 8 Ventas y márgenes Compañía B. Elaboración propia.

Supuestos de Estado de Situación Financiera

Activo

La compañía C no cuenta con un ratio regulatorio por el cual deba presentar un nivel mínimo dentro de “efectivo y equivalentes”, se ha considerado mantener la relación respecto a la Venta del 2017 de 2%.

Las instituciones prestadoras de servicios de salud por lo general son intensivas en capital, por lo que hay una mayor proporción en activos no corrientes; en el caso de la Compañía C representan 80% en el 2017 con S/ 102,209 miles. Las inversiones están compuestas básicamente por la partida de inmuebles maquinarias y equipos; compuestas por los terrenos, las edificaciones de los mismos y equipos médicos. Adicionalmente, se considera CAPEX de mantenimiento.

Las cuentas por pagar comerciales a terceros es la principal partida del pasivo, al cierre del 2017 eran de S/ 30,727 miles y representan el 22% del pasivo y patrimonio, se proyectan S/ 53,899 miles al cierre del 2022, lo que representa el 33% del pasivo y patrimonio. Esto no tiene un impacto negativo en la medida que la deuda financiera al cierre del 2017 era de S/ 27,510 miles y representaba el 19% del pasivo y patrimonio y al cierre del 2022 se proyectan S/ 19,118 miles y representa el 12% del pasivo y patrimonio.

La empresa al cierre del 2017 mantiene pérdidas acumuladas por S/ 7,600 miles; en la proyección del 2018 y en adelante se observa que la Utilidad Neta de los periodos es positiva, por lo que se proyecta revertir las pérdidas acumuladas el 2018 y realizar el primer reparto de dividendos se realizará en el 2022 por el total de utilidades acumuladas, por un valor de S/ 22,420 miles.

Figura N° 9 Evolución del patrimonio Compañía B. Elaboración propia.

4.2.3 Supuestos Compañía C

Supuestos de Estado de Resultados

Ventas

Una de las dificultades de la Compañía C ha sido la relación con aseguradoras, en un inicio las atenciones no estaban cubiertas por las principales aseguradoras de salud general lo que limitaba el flujo de Paciente. Sin embargo, en los últimos años dicha visión ha ido variando dado que los asegurados buscaban atenciones en la Compañía C; hoy se encuentra en una escala competitiva frente a sus rivales directos. Como es

conocido los médicos pueden ofrecer sus servicios en más de una clínica, considerando la modernidad de la infraestructura, equipos y la orientación al paciente y médico de la Compañía C luego de mejorar la relación con las aseguradoras no supondría ninguno de estos factores como un limitante de crecimiento.

La Compañía C inició sus operaciones en el segundo semestre 2014, presenta una tasa de crecimiento promedio en Ventas de 66.5% entre el 2015 y 2017. No obstante, un factor clave es el uso de la capacidad instalada pues es el limitante principal en instituciones prestadoras de servicios de salud maduras. Por tanto se considera dicho factor para la estimación de Ventas, en la Figura 10 se puede apreciar dicha relación. Se espera llegar en el 2022 a niveles de 75% para el uso de consultorios y las salas de Operaciones y 80% para la utilización de Camas y Boxes de emergencia.

Figura N° 10 Ventas - % de uso instalaciones médicas Compañía C. Elaboración propia.

La venta del 2017 de la Compañía C ascendió a S/ 210,282 miles; se han identificado 4 principales servicios (85% del total de ingresos). La principal fuente se encuentra relacionada Hospitalizaciones S/ 57,484 miles (27%). Los siguientes servicios son Cirugías y Consultas; representando S/ 51,347 miles y 51,241 miles respectivamente; y finalmente Emergencias que en dicho año fue el 8% del total de ventas. Asimismo, el uso de la capacidad instalada para dichos servicios fue de 47%, 38%, 38% y 65%, respectivamente.

Los clientes de la Compañía C se agrupan en dos de acuerdo al pagador; los vinculados y los terceros. Los primeros hacen referencia principalmente a pacientes de cáncer de la

Compañía A; mientras la venta a terceros agrupa a los pacientes asegurados y pacientes particulares.

La venta vinculada al cierre del 2017 representa 17% del total, asimismo representa el 26% del total de pacientes de cáncer relacionados a la Compañía A. Este último porcentaje se mantiene durante la proyección; basado en el comportamiento histórico. Se proyecta un crecimiento del Ticket de 15% debido a dos factores

- Nuevas tecnologías, por lo general se encuentra relacionado a nuevos medicamentos que aumentan la efectividad de los tratamientos o incrementan la sobrevivencia de los pacientes.
- Incremento de precios de la clínica, al estar haciendo el cálculo por paciente se encuentra afecto por la cantidad de servicios brindados a cada uno (frecuencia de uso) y los incrementos que pueda tener los servicios médicos.

Con ello, se proyecta que en el año 2022 los ingresos sean de S/ 485,677 miles lo que significa una tasa de crecimiento promedio de 15.2%. La participación de la Venta Vinculada alcanzaría el 19% del total.

Utilidad Operativa

Los costos variables se encuentran conformados principalmente por los honorarios médicos (no considerados en planilla), los medicamentos y las pruebas de laboratorio. Desde el 2015 estas dos últimas como porcentaje de la venta se han mantenido en 21% y 5% respectivamente; en la proyección se conserva dicha relación. En el caso de la estimación de los honorarios se ha utilizado el ratio 2017 (21%), dado que una de las ventajas de la clínica son los profesionales y busca mantener la relación ya existente.

Los Costos Fijos y Gastos Operativos no se encuentran en relación directa con la Venta, por lo que en el caso de la Compañía C se incrementan a razón de 10% cada año para el periodo 2018-2020; mientras que en los siguientes años la tasa sería de 5%. Ello bajo el supuesto que en el primero tramo de proyección se empiezan a requerir mayor uso de habitaciones, consultorios, salas de cirugía, entre otros que en el 2017 aún no tienen personal asignado.

Asimismo, a partir del 2022 se ha considerado la apertura de una nueva clínica, la cual le pertenece a la Compañía C y la alquila a otra entidad generando un retorno del 15%

según lo requerido por los lineamientos empresariales del grupo. Ello afecta en las partidas de Otros Ingresos.

La depreciación es el resultado de las inversiones, y se ha considerado que las inversiones en tecnología se deprecian en 5 años, mientras los equipos médicos lo hacen en 10 años y la infraestructura en 33 años.

Figura N° 11 Ventas y márgenes Compañía C. Elaboración propia.

Supuestos de Estados de Situación Financiera

La Compañía C no cuenta con un ratio regulatorio por el cual deba presentar un nivel mínimo dentro de “efectivo y equivalentes”, se ha considerado mantener la relación respecto a la Venta del 2017 de 2%.

Las instituciones prestadoras de servicios de salud por lo general son intensivas en capital, por lo que hay una mayor proporción en activos no corrientes; en el caso de la Compañía C representan 83% en el 2017. Las inversiones dentro de las proyecciones se dividen en tres puntos, un construcción de una nueva Clínica, inversión en tecnología y capex de mantenimiento.

- El periodo de construcción de una clínica es de mínimo tres años, dependerá de las licencias y la ubicación; para este caso se consideró dicho plazo y se inicia en el 2019. El 75% de la inversión total (S/ 250,000 miles) se debe a infraestructura y el resto al equipamiento de la misma.
- Una de las fortalezas de la clínica es la modernidad por lo que se plantea inversiones en tecnología para mantenerse a la vanguardia en la experiencia de

los clientes. En el 2019 se plantea una inversión de S/ 3,000 miles y en los siguientes años S/ 4,000 miles.

- Referente al capex de mantenimiento se toma como regla una inversión equivalente a la depreciación con la finalidad de normalizar las inversiones para mantener la modernidad y la reposición de equipos.

En el 2018, las “otras cuentas por pagar relacionadas” se ven reducidas al 20% debido a la necesidad de la Compañía A de cumplir el ratio $\frac{(\text{Pasivo}-\text{Provisiones})}{\text{Patrimonio}} \leq 1$. Dicha situación genera una necesidad fondos en la Compañía C por lo que se recurre a las entidades financieras por un préstamo de S/ 24,000 miles. Los siguientes años (2019-2021) se solicitan nuevos préstamos relacionados a la construcción de la nueva clínica. Las Deudas proyectadas se encuentran con 7.5% de tasa de interés y con un plazo promedio de 5 años.

La empresa al cierre del 2017 mantiene pérdidas acumuladas por S/ 66,666 miles; en la proyección del 2018 y en adelante se observa que la Utilidad Neta de los periodos es positiva. El primer reparto de dividendos se realizará en el 2022 de forma que el saldo total de los resultados acumulados sea 0.

Figura N° 12 Evolución del patrimonio Compañía C. Elaboración propia.

4.2.4 Tasa de Descuento

La tasa de descuento que se usará es el WACC en la medida que usaremos el descuentos de flujos de caja de la firma, para ello también necesitamos obtener el costo de capital mediante el método del CAPM.

Tabla N°11. Costo de capital Compañía A

COMPAÑÍA A	
Tasa libre de riesgo (Rf)	4.29%
Riesgo de mercado (Rm)	10.27%
Prima de riesgo de mercado (Rm - Rf)	5.98%
Beta reapalancada	0.43
Ke	6.87%
Riesgo país	1.95%
Ke agregando riesgo país (USD)	8.82%
Inflación largo plazo Perú	2.76%
Inflación largo plazo EEUU	2.03%
Ke agregando riesgo país (Soles)	9.60%

Nota: Elaboración propia.

Tabla N°12. Costo de Capital Compañía B y Compañía C

COMPAÑÍA B	
Tasa libre de riesgo (Rf)	4.29%
Riesgo de mercado (Rm)	10.27%
Prima de riesgo de mercado (Rm - Rf)	5.98%
Beta reapalancada	0.42
Ke	6.79%
Riesgo país	1.95%
Ke agregando riesgo país (USD)	8.74%
Inflación largo plazo Perú	2.76%
Inflación largo plazo EEUU	2.03%
Ke agregando riesgo país (Soles)	9.52%

COMPAÑÍA C	
Tasa libre de riesgo (Rf)	4.29%
Riesgo de mercado (Rm)	10.27%
Prima de riesgo de mercado (Rm - Rf)	5.98%
Beta reapalancada	0.37
Ke	6.50%
Riesgo país	1.95%
Ke agregando riesgo país (USD)	8.46%
Inflación largo plazo Perú	2.76%
Inflación largo plazo EEUU	2.03%
Ke agregando riesgo país (Soles)	9.23%

Nota: Elaboración propia.

Tasa libre de riesgo

En nuestro caso usaremos los T-Bonds a 10 años cupón cero del tesoro americano, porque como ya vimos son los activos financieros con “default cero”. Así mismo, el período de tiempo nos ayuda a mitigar el riesgo de reinversión.

Prima de riesgo de mercado

Para la prima de riesgo de mercado consideramos la diferencia entre el promedio de los últimos diez años (2008 al 2017) del retorno del Índice Standard & Poor’s 500 (Rm) ya que son las 500 empresas más representativas que cotizan en los principales mercados

bursátiles de EEUU: NYSE, AMEX y NASDAQ y el promedio del mismo rango de años de los T-Bonds (R_f)

Beta

En nuestro caso y para efectos prácticos consideramos el beta de la página de Damodaran para empresas americanas, dado que es una base de datos confiables y usados generalmente por los analistas financieros para realizar valorizaciones de empresas.

Usaremos los siguientes índices, de empresas que se asemejan a las empresas que estamos evaluando:

Beta Compañía A: Insurance (Life)

No se encontraron empresas que se dediquen propiamente al negocio de seguros oncológicos. Se revisaron las opciones de aseguradoras disponibles en la data de Damodaran y se hallaron las siguientes: Insurance General (Beta: 0.61), Insurance Prop./Cas. (Beta: 0.7) e Insurance Life (Beta: 0.70). Evaluando las opciones halladas se consideró que el beta más aproximado a un seguro oncológico es el beta de seguros de vida: 0.70

Beta Compañías B y C: Hospitals/Healthcare Facilities

En el caso de las compañías B y C, la determinación del beta de referencia fue más fácil dado que existe un beta específico que mide el retorno de los hospitales y centros de salud. El beta utilizado es de 0.50

Prima por riesgo país y Moneda

Usamos en EMBIG, Emerging Market Bond Index por sus siglas en inglés de los últimos 10 años (del 2008 al 2017) tomando como fuente la página del Banco Central de Reserva del Perú. Dado que esta tasa es en Dólares Americanos para convertirla a Soles usamos como ajuste la inflación a largo plazo de Perú entre la inflación a largo plazo de EEUU (promedio 2008 – 2017), la fuente para la obtención de la data fue la página web del Fondo Monetario Internacional.

Tabla N°13. Cálculo del Wacc

WACC - Compañía A	Tasa de Costo	(1-T)	%	Costo
Deuda	7.68%	0.7	47.28%	2.54%
Patrimonio	9.60%		52.72%	5.06%
WACC				7.60%

WACC - Compañía B	Tasa de Costo	(1-T)	%	Costo
Deuda	7.44%	0.7	22.54%	1.17%
Patrimonio	9.52%		77.46%	7.37%
WACC				8.54%

WACC - Compañía C	Tasa de Costo	(1-T)	%	Costo
Deuda	8.00%	0.7	42.73%	2.39%
Patrimonio	9.23%		57.27%	5.29%
WACC				7.68%

Nota: Elaboración propia

Tabla N°14. Estructura de Capital Compañía A

ESTRUCTURA DE CAPITAL	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Deuda financiera	228,946	221,444	209,766	147,297	176,298	219,034	261,356	283,772
Patrimonio	81,846	94,257	117,803	175,366	215,335	254,756	293,738	316,423
Debt Fin / Patrimonio	279.7%	234.9%	178.1%	84.0%	81.9%	86.0%	89.0%	89.7%
ROE	-13.3%	13.2%	20.0%	21.4%	29.2%	32.0%	34.4%	41.9%
WACC	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%

(En miles de Soles)

Nota: Elaboración propia.

Al cierre del 2017 la Compañía A muestra una estructura de capital donde el patrimonio representa el 36% de la deuda financiera. El ROE está por encima del WACC en 12.4% al cierre del 2017, la tendencia de mejora es constante desde el año 2016 y en base a las proyecciones de los próximos cinco años se espera llegar a un ROE de 41.9% en el 2022. En base a este análisis, con la tendencia histórica proyectada, podemos afirmar que la empresa tiene una estructura de capital óptima.

Figura N° 13 Estructura de Capital de la Compañía A. Elaboración propia.

Tabla N°15. Estructura de Capital Compañía B

ESTRUCTURA DE CAPITAL	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Deuda financiera	38,706	30,137	27,510	33,491	31,391	26,226	22,700	19,118
Patrimonio	13,073	29,155	40,636	55,490	59,613	62,346	63,948	65,711
Debt Fin / Patrimonio	296.1%	103.4%	67.7%	60.4%	52.7%	42.1%	35.5%	29.1%
ROE	-46.7%	55.2%	28.1%	26.8%	23.7%	27.7%	32.6%	36.8%
WACC	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%

Nota: Elaboración propia.

Al cierre del 2017 la Compañía B muestra una estructura de capital donde el patrimonio representa el 60% de la deuda financiera. El ROE está por encima del WACC al cierre del 2017 en 19.6%, la tendencia de mejora es constante en las proyecciones de los próximos cinco años y se espera llegar a un ROE de 36.8% en el 2022. En base a este análisis y con la tendencia histórica y proyectada podemos afirmar que la empresa tiene una estructura de capital óptima.

Figura N° 14 Estructura de Capital de la Compañía B. Elaboración propia.

Tabla N°16. Estructura de Capital Compañía C

ESTRUCTURA DE CAPITAL	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Deuda financiera	1,683	3,913	1,959	30,091	40,335	122,228	224,546	188,346
Patrimonio	44,228	239,414	232,804	241,284	263,197	288,239	324,976	369,300
Debt Fin / Patrimonio	3.8%	1.6%	0.8%	12.5%	15.3%	42.4%	69.1%	51.0%
ROE	-40.0%	-9.4%	-2.8%	3.2%	8.3%	8.7%	11.3%	14.6%
WACC	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%

(En miles de Soles)

Nota: Elaboración propia.

Al cierre del 2017 la Compañía C muestra una estructura de capital donde el patrimonio representa prácticamente el 100% de la estructura de capital. Aun cuando el ROE está en negativo y por debajo del WACC en 10.5% al cierre del 2017, la tendencia de mejora es constante desde el año 2016, y en base a las proyecciones de los próximos cinco años esta tendencia continúa hasta llegar a un ROE de 14.6% en el 2022. En base a este análisis y con la tendencia histórica y proyectada podemos afirmar que la empresa está encaminada a contar con una estructura de capital óptima.

Debemos considerar que las instalaciones hospitalarias se culminaron el 2014, por lo que el nivel de ventas y el uso de la capacidad instalada de la clínica van creciendo a la par del ROE. El ROE sufre una caída el 2019 debido a la construcción de una nueva clínica hasta el 2022, en que comienzan los retornos por el alquiler de la misma. Luego del análisis realizado consideramos que la estructura de capital de la empresa es óptima, debido al tipo de inversión de la misma.

Figura N° 15 Estructura de Capital de la Compañía C. Elaboración propia.

4.3 Resultados

Una vez utilizado el método de Flujo de Caja Libre, una perpetuidad de 2% y una tasa de descuento equivalente al WACC con la estructura de capital del 2022 ; año en que se alcanza la estructura de largo plazo, se obtiene el valor de los activos de las 3 compañías donde la Compañía A tiene un valor de S/1113 millones, la compañía B S/373 millones y la compañía C S/ 756 millones.

Además se realiza un análisis de sensibilidad a las 3 empresas, considerando variaciones del factor de crecimiento de 0.25% y variaciones en el WACC de la empresa de 0.5%, obteniendo los valores fundamentales mostrados en las Tablas N° 17, 18 y 19.

Tabla N° 17. Análisis de sensibilidad de la Compañía A

Asset Value (millones S/)		Factor de Crecimiento				
		1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
WACC	8.60%	854	884	916	951	988
	8.10%	933	968	1006	1048	1093
	7.60%	1025	1067	1113	1163	1218
	7.10%	1133	1185	1241	1303	1371
	6.60%	1264	1327	1397	1475	1562

Nota: Elaboración Propia.

Tabla N° 18. Análisis de sensibilidad de la Compañía B

Asset Value (millones S/)		Factor de Crecimiento				
		1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
WACC	9.54%	304	312	320	329	339
	9.04%	326	335	345	355	366
	8.54%	351	361	373	385	398
	8.04%	379	392	405	420	436
	7.54%	413	428	444	462	482

Nota: Elaboración Propia.

Tabla N° 19. Análisis de sensibilidad de la Compañía C

Asset Value (millones S/)		Factor de Crecimiento				
		1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
WACC	8.68%	551	576	602	630	660
	8.18%	613	642	672	706	742
	7.68%	685	719	756	797	841
	7.18%	771	812	857	907	962
	6.68%	874	924	980	1043	1113

Nota: Elaboración Propia.

Para obtener el valor de venta se consideró la participación en el accionariado, un tipo de cambio de S/ 3.25 y los valores fundamentales de las tres empresas descontando el valor de las deudas financieras. Como se aprecia en la tabla N° 20 a considerar para el calculo de la TIR sería \$ 398.98 millones.

Tabla N°20. Cálculo del Valor Patrimonial del PE

(millones)	Compañía A	Compañía B	Compañía C	Total
Asset Value (V) \$	1,113	373	756	2,242
Deuda (D)	210	28	2	239
Valor de Patrimonio (V-D)	903.03	345.24	754.29	2,002.57
Valor de Patrimonio PE S/TC	583.83	223.20	487.66	1,295
	3	3	3	
Valor de Patrimonio PE \$	180	69	150	398.98

Nota: Elaboración Propia.

Como se muestra en la Tabla N° 21, la rentabilidad que hubiera obtenido el PE de vender su posición en las 3 empresas, el valor fundamental en el 2017 sería de \$398.98 millones.

Tabla N°21. Cálculo del TIR

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
-\$13.00				-\$32.00	-\$41.00	-\$7.00			\$398.98
TIR		30.54%

Valor de Patrimonio PE \$

Nota: Elaboración Propia

Para visualizar el impacto que tendría la TIR de la inversión ante variaciones de $\pm 0.5\%$ el WACC, así como variaciones en el factor de crecimiento de $\pm 0.25\%$, se realiza un análisis de sensibilidad, mostrado en la Tabla N° 22, donde se concluye que la TIR de la inversión puede llegar a un máximo de 23.9% en el mejor de los escenarios y en el peor escenario puede llegar a 38.7%.

Tabla N° 22. Análisis de sensibilidad de la TIR

TIR		Factor de Crecimiento				
		1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
WACC	wacc+1%	23.9%	24.8%	25.7%	26.6%	27.6%
	wacc+0.5%	26.1%	27.1%	28.1%	29.1%	30.1%
	wacc	28.5%	29.5%	30.54%	31.6%	32.7%
	wacc-0.5%	31.0%	32.1%	33.2%	34.4%	35.6%
	wacc-1%	33.6%	34.8%	36.0%	37.3%	38.7%

Nota: Elaboración Propia.

Sin embargo para comprobar la hipótesis, se realizó un comparativo entre la rentabilidad generada por PE y la rentabilidad que pudo obtener de realizar inversiones en diferentes índices accionarios dentro del mismo periodo de tiempo.

Para el mercado local, se tomó como referente al Índice General de la Bolsa de Valores de Lima, con el cual se observa el comportamiento de las principales empresas del Perú. El índice se encuentra expresado en soles y las inversiones fueron realizadas en dólares, se utilizó el tipo de cambio correspondiente a la fecha de la inversión, obteniendo un resultado de un TIR de 0.1% para el mismo periodo.

Para los mercados emergentes, se considera como referente al índice S&P Emerging Markets Core, con el cual se obtiene una TIR de 3.4% para el mismo periodo de tiempo.

Finalmente para validar el performance que se hubiera obtendio en el mercado estadounidense, dentro del mismo periodo de análisis, se utilizó el índice S&P 500, que contiene a las 500 principales empresas del mercado estadounidense, obteniendo en este una TIR de 15.2%.

Conclusiones

Con el ingreso del Fondo de inversión Peruano, la Compañía A” se fortaleció y reestructuró su posición en la Compañía B y la Compañía C; por lo antes indicado se considera que la estrategia usada por el Private Equity fue la de *Growth Capital*.

Una inversión en Private Equity obtiene mayores rentabilidades a la esperada en los mercados accionarios, dado que se encuentra expuesta a mayores riesgos como los de iliquidez, riesgo de concentración de cartera entre otros. En este sentido, si el PE hubiera tomado la decisión de vender la Compañía A en el 2017, la rentabilidad obtenida hubiera sido superior a la presentada en los índices accionarios de la Bolsa de Valores de Lima, Mercados Emergentes y también el Mercado Norteamericano. Por lo tanto para este caso se comprueba la hipótesis que la rentabilidad de PE es mayor a la del mercado accionario en el periodo considerado en el presente análisis.

Referencias Bibliográficas

- Presidencia de la República del Perú (03 de noviembre de 2012). Decreto Supremo que aprueba las modificaciones presupuestarias al Ministerio de Salud con la ley 29912. [Decreto Supremo N° 009-2012-SA]. Recuperado de <https://busquedas.elperuano.pe/normaslegales/declaran-de-interes-nacional-la-atencion-integral-del-cancer-decreto-supremo-n-009-2012-sa-861680-1> [Consulta: 20 de setiembre del 2018].
- Pan American Life Insurance Group. (2016). *Salud Personalizada: Una oportunidad en vías de expansión*. Recuperado de <https://static.americaeconomia.com//pan-american/reporte-de-tendencias-de-salud-regional-2016.pdf> [Consulta 26 de setiembre 2018].
- AE Brand Lab. (2017). *El efecto del incremento de precios en la salud en Latinoamérica. Mexico. Cluster Salud*. Recuperado de <https://clustersalud.americaeconomia.com/efecto-del-incremento-precios-la-salud-latinoamerica/> [Consulta: 28 de setiembre de 2018].
- Pan American Health Organization. (2017). *Salud en las Américas: Resumen Panorama Regional y Perfiles de País*. Washington DC Recuperado de https://www.paho.org/salud-en-las-americas-2017/?post_t_es=peru&lang=eS/ [Consulta 01 de octubre 2018].
- Infobae. (1 de noviembre de 2014). Los países con el mejor sistema de salud de América Latina. *Infobae*. Recuperado de <https://www.infobae.com/2014/11/01/1605756-los-paises-el-mejor-sistema-salud-america-latina/> [Consulta 01 de octubre de 2018].
- Lazo, O. , Alcalde, J.& Espinosa, O. (2016). *El Sistema de Salud en el Perú situaciones y desafíos*. Recuperado de <http://cmp.org.pe/wp-content/uploadS/2018/05/libroSistemaSaludPeru-.pdf> [Consulta 01 de octubre de 2018].
- Fernández, P. (2017). *Métodos de valoración de empresas*. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987 [Consulta 20 de setiembre de 2018].

- Parra, A. (2013). *Valorización de Empresas: Métodos de valoración*. Recuperado de <http://revistas.ugca.edu.co/index.php/contexto/article/view/44/341> [Consulta 20 de setiembre de 2018].
- Pinto, J., Henry, E., Robinson, T. & Stowe, J. (2010). *Equity Asset Valuation*. Recuperado de <https://theequityanalyst.files.wordpress.com/2015/08/equity-asset-valuation.pdf> [Consulta: 01 de octubre de 2018].
- Chu, M. (2011). *Finanzas aplicadas: teoría y práctica*. Lima : Financial Advisory Partners SAC.
- Deutz, D. (2014). *Valoración de empresas [Presentación para el curso Valorización de Empresas de la Maestría en Finanzas Corporativas]*. Lima: Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.
- Fernández, P. & Carabias, J. (2017). Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=918469 [Consulta: 10 de Octubre de 2018].
- Superintendencia Nacional de Salud (SUSALUD). (2017). *Anuario Estadístico 2017*. Lima: SUSALUD. Recuperado de <http://portal.susalud.gob.pe/cdi/reporte-mensual-de-eps-boletin-anuario/> [Consulta: 8 de Octubre de 2018].
- KPMG (2017). *Estado Financiero auditado de la Compañía A por los años terminados al 31 de diciembre de 2015,2016 y 2017*. Lima: KPMG.
- KPMG (2017). *Estado Financiero auditado de la Compañía B por los años terminados al 31 de diciembre de 2015,2016 y 2017*. Lima: KPMG.
- KPMG (2017). *Estado Financiero auditado de la Compañía C por los años terminados al 31 de diciembre de 2015,2016 y 2017*. Lima: KPMG.
- Pantheon. (2014). *Introduction to Private Equity*. [Presentación de Pantheon]. Pantheon. Recuperado de <http://pantheonprivatewealth.com/wp-content/uploads/Introduction-to-Private-Equity-Presentation.pdf> [Consulta: 8 de octubre de 2018].
- Credit Suisse AG. (2015). *Private Equity Documentación sobre categorías de producto*. [Presentación de Credit Suisse AG.] USA: Credi Suisse AG. Recuperado de <https://www.credit-suisse.com/media/assetS/private-banking/docS/mx/private-equity-sp.pdf> [Consulta: 8 de octubre de 2018].
- Rodriguez, G., Elorza, J., Mejía, D. (2015). *Private Equity y Venture Capital en America Latina*. [Presentación de Corporación Andina de Fomento]. Corporación

- Andina de Fomento. Recuperado de <http://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/823/FOLLETO%20N21%20FINAL.pdf?sequence=1&isAllowed=y> [Consulta: 8 de octubre de 2018].
- Constitución política del Perú 1993. Recuperado de <http://www.leyes.congreso.gob.pe/constituciones.aspx> [Consulta: 01 de setiembre del 2018].
- Presidencia de la Republica del Peru. (5 de dic del 2013). Decreto Legislativo que dispone medidas al fortalecimiento y cambio de denominación de la Superintendencia Nacional de Aseguramiento en Salud. [D.L.Nº1158]. Recuperado de <https://busquedas.elperuano.pe/normaslegales/decreto-legislativo-que-dispone-medidas-destinadas-al-fortalecimiento-de-la-superintendencia-nacional-de-aseguramiento-en-salud> [Consulta: 15 de setiembre del 2018].
- Fernandez, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/28234670_Metodos_de_valoracion_de_empresas [Consulta : 15 de setiembre de 2018].
- Fernandez, P. (2017). *WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores*. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1633408 [Consulta : 15 de octubre de 2018].
- S&P Dow Jones Indices. (2018). Indices de mercados accionarios.USA: S&P Dow Jones Indices. Recuperado de <https://espanol.spindices.com/our-company/> [Consulta: 01 de setiembre de 2018].

Anexo 1. Esquema de accionariado del Grupo

Anexo 2. Estados Financieros

Estado de Resultados de Compañía A (en miles de soles)

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS	2014	2015	2016	2017
Venta Terceros	236,129	282,357	342,390	405,450
Venta Vinculada	928	1,333	1,560	1,546
TOTAL VENTA	237,057	283,691	343,949	406,996
CV Terceros	-25,621	-14,193	-7,939	-8,813
CV Vinculada	-87,383	-126,665	-176,990	-206,985
TOTAL SINIESTRALIDAD	-113,004	-140,858	-184,929	-215,799
OTROS COSTOS	-3,031	-993	-3,587	-4,482
UTILIDAD BRUTA	121,022	141,840	155,433	186,715
GASTOS DE VENTA	-57,294	-71,454	-89,750	-107,648
Depreciación Adicional				
GASTOS ADM Corrientes	-52,489	-26,881	-39,966	-35,138
GASTOS ADM	-52,489	-26,881	-39,966	-35,138
Adicionales	-	-	-	-
OTROS INGRESOS	2,759	3,423	7,177	7,452
OTROS INGRESOS	2,759	3,423	7,177	7,452
DEPRECIACIÓN	-	-4,147	-5,069	-5,616
COLABORACIÓN EMPRESARIAL	1,203	11,643	-	-
UTILIDAD OPERATIVA	15,201	58,571	32,894	51,381
Ingresos Financieros	810	517	10,872	5,359
Gastos Financieros	-8,430	-43,430	-32,610	-21,768
Diferencia de cambio Neta	-5,734	-25,510	6,838	213
UAI	1,847	-9,852	17,995	35,186
IR	36	-1,051	-5,584	-11,640
UTILIDAD NETA	1,882	-10,903	12,411	23,546

Estado de Situación Financiera de Compañía A (en miles de soles)

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2014	2015	2016	2017
Efectivo y Equivalente de Efectivo	56,381	11,863	19,899	29,099
Cuentas por cobrar Comerciales	9,225	15,688	11,244	12,848
Cuentas por cobrar Empresas Relacionadas	17,572	8,234	1,759	11,949
Otras Cuentas por cobrar Empresas Relacionadas	24,510	40,226	44,838	33,942
Otras Cuentas por Cobrar Diversas	21,287	17,849	11,164	10,972
Otros Activos Corrientes	1,273	2,346	290	19
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	130,248	96,206	89,193	98,829
Cuentas por Cobrar a Empresas Relacionadas	221,417	209,645	12,190	17,962
Inversiones	37,288	43,361	277,177	276,907
Inmueble Maquinaria Y Equipo	25,213	44,277	39,728	37,167
Impuesto a la Renta Diferido				
Intangible	498	434	859	1,028
TOTAL ACTIVO	414,663	393,923	419,145	431,892
Obligaciones Financieras CP	121,272	36,693	33,800	57,749
Cuentas por Pagar Comerciales	7,393	10,930	6,058	7,536
Cuentas por Pagar Relacionadas CP	32,637	9,950	12,806	16,705
Cuentas por pagar a accionistas, directores (socios)	-	-	-	-
Cuentas por Pagar Diversas	21,976	13,728	11,051	18,359
Otras Cuentas por Pagar Relacionadas CP	49,475	1,087	21,661	5,351
Provisiones	42,005	43,826	51,869	51,734
PASIVO CORRIENTE	274,757	116,214	137,245	157,433
Otros Pasivos de LP	3,066	3,609	-	4,641
Cuentas por pagar a accionistas, directores (socios)	-	-	-	-
Cuentas por Pagar Relacionadas LP	-	-	-	-
Otras cuentas por pagar LP	-	-	-	-
Obligaciones Financieras LP	44,091	192,254	187,644	152,017
TOTAL PASIVO	321,914	312,076	324,889	314,091
Capital Social	75,544	75,544	75,544	75,544
Capital Adicional y Primas	-	-	-	-
Otras Reservas	-	-	-	-
Reserva Legal	1,271	1,271	2,667	3,908
Resultados Acumulados	14,052	15,935	3,636	14,804
Resultado del Ejercicio	1,882	-10,903	12,411	23,546
PATRIMONIO	92,749	81,846	94,257	117,803
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	414,663	393,923	419,146	431,893

Estado de Resultados de Compañía B (en miles de soles)

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS	2014	2015	2016	2017
Venta Vinculada	82,001	105,357	149,208	169,326
Venta Terceros	28,172	34,334	35,054	42,987
TOTAL VENTA	110,173	139,691	184,261	212,313
FARMACIA	-40,822	-51,193	-63,486	-78,729
LABORATORIO	-4,548	-5,802	-7,785	-9,065
HHMM	-15,963	-20,401	-21,905	-23,450
OTROS	-3,041	-3,839	-2,982	-3,437
COSTO DE VENTA	-64,373	-81,235	-96,158	-114,681
UTILIDAD CONTRIBUCIÓN	45,800	58,456	88,103	97,632
Cargas de Personal	-21,023	-29,578	-33,519	-39,174
Servicios Prestados de Terceros	-21,979	-21,572	-27,330	-30,910
Tributos	-2,305	-1,395	-1,496	-747
Cargas Diversas De Gestion	-1,912	-1,065	-1,144	-2,145
Depreciacion y Amortizacion	-2,852	-4,875	-5,498	-5,849
Otros Ingresos y Egresos	2,957	2,914	2,111	1,317
UTILIDAD OPERATIVA	-1,314	2,885	21,227	20,124
Margen Operativo	-1%	2%	12%	9%
Ingresos Financieros	23	149	117	554
Gastos Financieros	-5,361	-6,141	-5,312	-4,718
Diferencia de cambio Neta	-1,197	-1,978	245	239
UAI	-7,849	-5,085	16,277	16,198
Impuesto a la Renta	-1,740	-1,021	-195	-4,760
Utilidad Neta	-9,588	-6,106	16,082	11,438

Estado de Situación Financiera de Compañía B (en miles de soles)

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2014	2015	2016	2017
Efectivo y Equivalente de Efectivo	3,505	7,794	1,546	1,853
Cuentas por cobrar Comerciales	3,431	4,471	4,933	4,910
Cuentas por cobrar Empresas Relacionadas	28,575	5,413	13,863	5,347
Otras cuentas por cobrar relacionadas	-	-	3,465	845
Otras Cuentas por Cobrar Diversas	9,219	8,817	2,997	7,570
Existencias	6,417	6,296	6,202	7,721
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	51,147	32,790	33,006	28,245
Cuentas por Cobrar a Empresas Relacionadas	-	-	-	-
Inversiones	-	-	-	-
Inmueble Maquinaria Y Equipo	89,652	101,641	102,707	102,209
Intangible	10,363	10,354	10,340	10,532
Impuesto a la Renta Diferido	-	-945	-829	1,427
Otros activos	-	-	-	-
TOTAL ACTIVO	151,162	143,841	145,224	142,414
Obligaciones Financieras CP	5,316	8,995	9,092	9,015
Cuentas por Pagar Comerciales	14,575	21,741	26,655	30,727
Cuentas por Pagar Relacionadas	19,335	708	5,847	3,753
Cuentas por pagar a accionistas, directores (socios)	-	7,329	7,193	376
Cuentas por Pagar Diversas	12,450	3,916	2,503	3,719
Otras Cuentas por Pagar Relacionadas	22,810	34,237	19,412	19,653
Provisiones	-	2,234	8,318	4,043
PASIVO CORRIENTE	74,486	79,158	79,020	71,286
Pasivo Diferido	409	486	770	4,081
Cuentas por Pagar Diversas LP	1,455	0	59	-
Cuentas por Pagar Relacionadas LP	36,394	21,412	15,174	7,916
Obligaciones Financieras LP	25,312	29,711	21,045	18,495
TOTAL PASIVO	138,055	130,767	116,068	101,778
Capital Social	28,534	34,607	34,607	34,607
Reserva Legal	274	274	274	2,190
Resultados Acumulados	-6,113	-15,701	-21,807	-7,600
Resultado del Ejercicio	-9,588	-6,106	16,082	11,438
PATRIMONIO	13,107	13,073	29,155	40,636
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	151,162	143,841	145,224	142,414

Estado de Resultados de Compañía C (en miles de soles)

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS	2014	2015	2016	2017
Venta Vinculada	745	17,121	24,707	34,914
Venta Terceros	1,559	58,702	127,996	175,368
TOTAL VENTA	2,303	75,823	152,703	210,282
FARMACIA	-402	-16,221	-31,806	-43,346
LABORATORIO	-74	-3,429	-7,546	-10,403
HHMM	-651	-16,555	-34,487	-43,822
OTROS	-0	3	6	7
COSTO DE VENTA	-1,534	-39,321	-79,479	-104,540
UTILIDAD CONTRIBUCIÓN	769	36,501	73,224	105,743
Cargas de Personal	-3,471	-32,350	-48,279	-58,789
Servicios Prestados de Terceros	-4,178	-29,064	-32,983	-37,407
Tributos	-56	-1,076	-1,379	-1,382
Cargas Diversas De Gestion	-1,175	-3,015	-3,406	-7,283
Depreciacion y Amortizacion	-1,106	-8,594	-9,420	-9,842
Otros Ingresos y Egresos	141	929	1,766	2,515
UTILIDAD OPERATIVA	-9,076	-36,669	-20,478	-6,445
Ingresos Financieros	1	19	25	47
Gastos Financieros	-35	-66	-9,738	-2,624
Diferencia de cambio Neta	-107	639	-1,166	-68
UAI	-9,217	-36,076	-31,357	-9,090
Impuesto a la Renta	137	18,388	8,912	2,480
Utilidad Neta	-9,079	-17,688	-22,445	-6,610

Estado de Situación Financiera de Compañía C (en miles de soles)

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2014	2015	2016	2017
Efectivo y Equivalente de Efectivo	339	3,300	364	4,393
Cuentas por cobrar Comerciales	669	15,698	35,745	36,305
Cuentas por cobrar Empresas Relacionadas	1,329	-335	1,857	1,166
Otras cuentas por cobrar relacionadas	-	83	4,962	62
Otras Cuentas por Cobrar Diversas	2,951	4,222	7,410	6,143
Existencias	2,424	4,189	5,928	5,841
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	7,713	27,156	56,266	53,910
Cuentas por Cobrar a Empresas Relacionadas	-	-	-	-
Inversiones	-	-	-	-
Inmueble Maquinaria Y Equipo	231,925	250,078	242,305	236,217
Intangible	152	370	525	1,152
Impuesto a la Renta Diferido	806	20,936	24,466	26,946
Otros activos	-	-	-	-
TOTAL ACTIVO	240,596	298,540	323,562	318,225
Obligaciones Financieras CP	-	1,524	2,460	-
Cuentas por Pagar Comerciales	6,138	13,097	19,295	21,085
Cuentas por Pagar Relacionadas	206	19,593	27,775	8,335
Cuentas por pagar a accionistas, directores (socios)	-	-	-	-
Cuentas por Pagar Diversas	3,532	2,845	3,840	4,675
Otras Cuentas por Pagar Relacionadas	10,369	845	8,253	26,072
Provisiones	-	1,943	5,625	7,621
PASIVO CORRIENTE	20,246	39,848	67,247	67,788
Pasivo Diferido	-	1,325	1,566	1,566
Cuentas por Pagar Comerciales LP	-	2,359	3,279	3,675
Cuentas por Pagar Diversas LP	-	2,325	221	-
Cuentas por Pagar Relacionadas LP	220,005	208,297	10,383	10,433
Obligaciones Financieras LP	-	159	1,453	1,959
TOTAL PASIVO	240,251	254,312	84,148	85,421
Capital Social	21,672	82,826	306,081	306,081
Reserva Legal	-	-	-	-
Resultados Acumulados	-12,248	-20,910	-44,222	-66,666
Resultado del Ejercicio	-9,079	-17,688	-22,445	-6,610
PATRIMONIO	345	44,228	239,414	232,804
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	240,596	298,540	323,562	318,225

Anexo 3. Estados Financieros Proyectados

En el caso del Estado de Ganancias y Pérdidas para las tres compañías se ha considerado una tasa de impuesto a la renta de 29.5%, en el caso de los ingresos financieros se tomó como tasa de rendimiento 1.5%; mientras en el caso de la proyección de gastos financieros fueron asociados a sus respectivos cronogramas de pago. No se consideró proyección de diferencia en cambio tomando como supuesto que todas las operaciones se realizan en la misma moneda (Soles).

Dentro de la proyección del Estado de Situación Financiera las cuentas con baja volatilidad y no relacionadas directamente a la operación, mantienen el mismo nivel observado en años anteriores. Se observará un comportamiento diferenciado en el 2018 dado el requerimiento regulatorio en la Compañía A.

• Proyección Estados Financieros Compañía A (en miles de soles)

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
TOTAL VENTA	343,949	406,996	471,546	546,372	633,107	733,654	850,222
TOTAL SINIESTRALIDAD	-184,929	-215,799	-242,558	-276,324	-315,368	-360,441	-410,505
OTROS COSTOS	-3,587	-4,482	-4,714	-4,958	-5,214	-5,484	-5,768
<i>Crecimiento</i>	261.4%	25.0%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
UTILIDAD BRUTA	155,433	186,715	224,274	265,090	312,525	367,729	433,949
GASTOS DE VENTA	-89,750	-107,648	-126,397	-148,396	-174,203	-204,477	-239,987
<i>GVTAS / VTAS</i>	-26.1%	-26.4%	-26.8%	-27.2%	-27.5%	-27.9%	-28.2%
GASTOS ADM	-39,966	-35,138	-36,895	-38,740	-40,677	-42,710	-44,846
<i>Crecimiento</i>	48.7%	-12.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
OTROS INGRESOS	7,177	7,452	7,825	8,216	8,627	9,058	24,414
<i>Crecimiento</i>	109.7%	3.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	169.5%
DEPRECIACIÓN	-5,069	-5,616	-5,616	-5,616	-5,616	-5,616	-12,922
UTILIDAD OPERATIVA	32,894	51,381	68,807	86,170	106,272	129,600	173,531
Ingresos Financieros	10,872	5,359	1,215	10,676	15,234	20,100	23,400
Gastos Financieros	-32,610	-21,768	-16,741	-11,713	-12,088	-14,526	-18,762
Diferencia de cambio Neta	6,838	213	-	-	-	-	-
UAI	17,995	35,186	53,281	85,134	109,418	135,174	178,169
IR	-5,584	-11,640	-15,718	-22,165	-27,998	-34,191	-45,946
UTILIDAD NETA	12,411	23,546	37,563	62,970	81,420	100,983	132,223

En el caso de Otros Costos se ha considerado que la mitad del crecimiento depende de la variación del mercado potencial dado que se encuentra relacionado a pruebas de nicotina, mientras el diferencial aumenta 5% ya que la dotación de personal al cierre 2017 es la objetivo de largo plazo.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Efectivo y Equivalente de Efectivo	19,899	29,099	34,712	37,917	44,856	54,995	58,450
Cuentas por cobrar Comerciales	11,244	12,848	13,054	15,131	17,539	20,331	23,567
Cuentas por cobrar Empresas Relacionadas	1,759	11,949	398	410	422	435	448
Otras Cuentas por cobrar Empresas Relacionadas	44,838	33,942	6,788	6,788	6,788	6,788	6,788
Otras Cuentas por Cobrar Diversas	11,164	10,972	5,486	5,486	5,486	5,486	5,486
Otros Activos Corrientes	290	19	19	19	19	19	19
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	89,193	98,829	60,458	65,752	75,111	88,054	94,759
Cuentas por Cobrar a Empresas Relacionadas	12,190	17,962	3,592	3,592	3,592	3,592	3,592
Inversiones	277,177	276,907	276,907	342,907	418,407	489,907	531,407
Inmueble Maquinaria Y Equipo	39,728	37,167	57,167	57,167	57,167	57,167	57,167
Intangible	859	1,028	1,028	1,028	1,028	1,028	1,028
TOTAL ACTIVO	419,145	431,892	399,152	470,446	555,305	639,749	687,953
Obligaciones Financieras CP	33,800	57,749	53,999	80,263	74,679	47,584	53,655
Cuentas por Pagar Comerciales	6,058	7,536	5,634	6,550	7,626	8,887	10,367
Cuentas por Pagar Relacionadas CP	12,806	16,705	9,739	11,146	12,773	14,651	16,737
Cuentas por Pagar Diversas	11,051	18,359	3,672	3,672	3,672	3,672	3,672
Otras Cuentas por Pagar Relacionadas CP	21,661	5,351	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
Provisiones	51,869	51,734	51,734	51,734	51,734	51,734	51,734
PASIVO CORRIENTE	137,245	157,433	125,848	154,436	151,553	127,598	137,234
Otros Pasivos de LP	-	4,641	4,641	4,641	4,641	4,641	4,641
Obligaciones Financieras LP	187,644	152,017	93,298	96,034	144,356	213,772	230,117
TOTAL PASIVO	324,889	314,091	223,787	255,111	300,550	346,010	371,992
Capital Social	75,544	75,544	75,544	75,544	75,544	75,544	75,544
Reserva Legal	2,667	3,908	6,263	10,019	15,109	15,109	15,109
Resultados Acumulados	3,636	14,804	55,996	66,803	82,683	102,104	93,086
Resultado del Ejercicio	12,411	23,546	37,563	62,970	81,420	100,983	132,223
PATRIMONIO	94,257	117,803	175,366	215,335	254,756	293,738	315,961
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	419,146	431,893	399,152	470,446	555,305	639,749	687,953

- **Proyección Estados Financieros Compañía B (en miles de soles)**

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
TOTAL VENTA	184,261	212,313	233,498	260,191	290,322	324,248	360,453
COSTO DE VENTA	-96,158	-114,681	-129,627	-148,349	-169,883	-194,598	-221,734
Farmacia / Venta	-34%	-37%	-38%	-39%	-40%	-41%	-42%
Laboratorio / Venta	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
HHMM / Venta	-12%	-11%	-12%	-12%	-13%	-13%	-14%
Otros / Venta	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
UTILIDAD CONTRIBUCIÓN	88,103	97,632	103,871	111,842	120,440	129,650	138,720
Cargas de Personal	-33,519	-39,174	-41,133	-45,822	-48,113	-50,519	-53,045
Servicios Prestados de Terceros	-27,330	-30,910	-32,456	-36,156	-37,964	-39,862	-41,855
Tributos	-1,496	-747	-784	-823	-864	-907	-953
Cargas Diversas De Gestion	-1,144	-2,145	-2,252	-2,364	-2,483	-2,607	-2,737
Depreciacion y Amortizacion	-5,498	-5,849	-5,849	-5,988	-5,988	-5,988	-5,988
Otros Ingresos y Egresos	2,111	1,317	1,382	1,452	1,524	1,600	1,680
UTILIDAD OPERATIVA	21,227	20,124	22,780	22,140	26,552	31,367	35,822
Margen Operativo	12%	9%	10%	9%	9%	10%	10%
Ingresos Financieros	117	554	28	36	41	42	55
Gastos Financieros	-5,312	-4,718	-1,738	-2,144	-2,133	-1,801	-1,576
Diferencia de cambio Neta	245	239	-	-	-	-	-
UAI	16,277	16,198	21,069	20,033	24,459	29,607	34,301
Impuesto a la Renta	-195	-4,760	-6,215	-5,910	-7,215	-8,734	-10,119
Utilidad Neta	16,082	11,438	14,854	14,123	17,244	20,873	24,182

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Efectivo y Equivalente de Efectivo	1,546	1,853	2,411	2,701	2,773	3,696	4,997
Cuentas por cobrar Comerciales	4,933	4,910	5,155	5,413	5,684	5,968	6,266
Cuentas por cobrar Empresas Relacionadas	13,863	5,347	5,948	6,719	7,596	8,589	9,649
Otras cuentas por cobrar relacionadas	3,465	845	845	845	845	845	845
Otras Cuentas por Cobrar Diversas	2,997	7,570	7,570	7,570	7,570	7,570	7,570
Existencias	6,202	7,721	8,720	9,972	11,412	13,063	14,876
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	33,006	28,245	30,649	33,221	35,880	39,732	44,203
Inmueble Maquinaria Y Equipo	102,707	102,209	102,209	106,669	106,669	106,669	106,669
Intangible	10,340	10,532	10,532	10,532	10,532	10,532	10,532
Impuesto a la Renta Diferido	-829	1,427	1,427	1,427	1,427	1,427	1,427
TOTAL ACTIVO	145,224	142,414	144,818	151,849	154,508	158,360	162,832
Obligaciones Financieras CP	9,092	9,015	13,991	11,058	9,918	9,474	9,912
Cuentas por Pagar Comerciales	26,655	30,727	33,977	38,513	43,072	48,248	53,899
Cuentas por Pagar Relacionadas	5,847	3,753	4,127	4,599	5,132	5,731	6,371
Cuentas por pagar a accionistas, directores (socios)	7,193	376	376	376	376	376	376
Cuentas por Pagar Diversas	2,503	3,719	3,719	3,719	3,719	3,719	3,719
Otras Cuentas por Pagar Relacionadas	19,412	19,653	3,931	3,931	3,931	3,931	3,931
Provisiones	8,318	4,043	4,043	4,043	4,043	4,043	4,043
PASIVO CORRIENTE	79,020	71,286	64,164	66,239	70,190	75,522	82,250
Pasivo Diferido	770	4,081	4,081	4,081	4,081	4,081	4,081
Cuentas por Pagar Relacionadas LP	15,174	7,916	1,583	1,583	1,583	1,583	1,583
Obligaciones Financieras LP	21,045	18,495	19,499	20,334	16,308	13,226	9,206
TOTAL PASIVO	116,068	101,778	89,328	92,237	92,162	94,413	97,121
Capital Social	34,607	34,607	34,607	34,607	34,607	34,607	34,607
Reserva Legal	274	2,190	3,334	4,820	6,232	6,921	6,921
Resultados Acumulados	-21,807	-7,600	2,695	6,063	4,264	1,546	0
Resultado del Ejercicio	16,082	11,438	14,854	14,123	17,244	20,873	24,182
PATRIMONIO	29,155	40,636	55,490	59,613	62,346	63,948	65,711
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	145,224	142,414	144,818	151,849	154,508	158,360	162,832

• **Proyección Estados Financieros Compañía C (en miles de soles)**

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
TOTAL VENTA	152,703	210,282	275,347	348,885	396,223	438,501	485,677
COSTO DE VENTA	-79,479	-104,540	-136,886	-173,445	-196,979	-217,996	-241,450
Farmacia / Venta	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%
Laboratorio / Venta	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
HHMM / Venta	-23%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%
Otros / Venta	-4%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
UTILIDAD CONTRIBUCIÓN	73,224	105,743	138,461	175,440	199,245	220,504	244,227
Cargas de Personal	-48,279	-58,789	-64,668	-71,135	-78,248	-82,160	-86,268
Servicios Prestados de Terceros	-32,983	-37,407	-41,147	-45,262	-49,788	-52,278	-54,891
Tributos	-1,379	-1,382	-1,520	-1,672	-1,839	-1,931	-2,028
Cargas Diversas De Gestion	-3,406	-7,283	-8,011	-8,812	-9,694	-10,178	-10,687
Depreciacion y Amortizacion	-9,420	-9,842	-9,842	-10,442	-11,242	-12,042	-24,774
Otros Ingresos y Egresos	1,766	2,515	2,766	3,043	3,347	3,515	20,589.08
UTILIDAD OPERATIVA	-20,478	-6,445	16,039	41,160	51,781	65,429	86,168
Ingresos Financieros	25	47	66	72	123	127	112
Gastos Financieros	-9,738	-2,624	-5,014	-10,151	-16,383	-13,448	-10,292
Diferencia de cambio Neta	-1,166	-68	-	-	-	-	-
UAI	-31,357	-9,090	11,091	31,081	35,521	52,109	75,987
Impuesto a la Renta	8,912	2,480	-3,272	-9,169	-10,479	-15,372	-22,416
Utilidad Neta	-22,445	-6,610	7,819	21,912	25,042	36,737	53,571

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Efectivo y Equivalente de Efectivo	363	4,393	4,831	8,184	8,476	7,465	21,381
Cuentas por cobrar Comerciales	35,745	36,305	48,247	61,621	69,177	75,210	82,530
Cuentas por cobrar Empresas Relacionadas	1,857	1,166	1,412	1,711	2,073	2,511	3,113
Otras cuentas por cobrar relacionadas	4,962	62	62	62	62	62	62
Otras Cuentas por Cobrar Diversas	7,410	6,143	6,143	6,143	6,143	6,143	6,143
Existencias	5,928	5,841	7,648	9,691	11,006	12,180	13,738
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	56,266	53,910	68,344	87,411	96,936	103,572	126,967
Inmueble Maquinaria Y Equipo	242,305	236,217	236,217	254,217	353,217	486,217	474,286
Intangible	525	1,152	1,152	4,152	8,152	12,152	16,152
Impuesto a la Renta Diferido	24,466	26,946	26,946	26,946	26,946	26,946	26,946
TOTAL ACTIVO	323,562	318,225	332,660	372,727	485,252	628,887	644,351
Obligaciones Financieras CP	2,460	-	4,132	6,508	19,908	39,134	42,069
Cuentas por Pagar Comerciales	19,295	21,085	25,532	30,528	34,242	37,147	43,175
Cuentas por Pagar Relacionadas	27,775	8,335	10,914	13,829	15,705	17,381	19,189
Cuentas por Pagar Diversas	3,840	4,675	4,675	4,675	4,675	4,675	4,675
Otras Cuentas por Pagar Relacionadas	8,253	26,072	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214
Provisiones	5,625	7,621	7,621	7,621	7,621	7,621	7,621
PASIVO CORRIENTE	67,247	67,788	58,088	68,375	87,366	111,173	121,943
Pasivo Diferido	1,566	1,566	1,566	1,566	1,566	1,566	1,566
Cuentas por Pagar Comerciales LP	3,279	3,675	3,675	3,675	3,675	3,675	3,675
Cuentas por Pagar Relacionadas LP	10,383	10,433	2,087	2,087	2,087	2,087	2,087
Obligaciones Financieras LP	1,453	1,959	25,959	33,827	102,320	185,411	146,277
TOTAL PASIVO	84,148	85,421	91,375	109,530	197,013	303,912	275,548
Capital Social	306,081	306,081	306,081	306,081	306,081	306,081	306,081
Reserva Legal	-	-	-	782	2,973	5,477	9,151
Resultados Acumulados	-44,222	-66,666	-72,615	-65,578	-45,857	-23,319	0
Resultado del Ejercicio	-22,445	-6,610	7,819	21,912	25,042	36,737	53,571
PATRIMONIO	239,414	232,804	241,284	263,197	288,239	324,976	368,803
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	323,562	318,225	332,660	372,727	485,252	628,887	644,351

Anexo 4. Presencia de la Compañía A por Departamentos del Perú

# de Personas A/B	NSE	2014	2015	2016	2017
Lima		1,180,614	1,191,275	1,311,629	1,355,393
La Libertad		233,312	189,689	216,442	243,878
Piura		150,011	169,666	165,415	155,459
Arequipa		240,710	269,025	283,683	251,261
Lambayeque		146,297	155,054	162,662	169,052
Áncash		132,553	171,156	143,183	147,384
Ica		97,413	116,506	119,235	119,587
Total		3,379,037	3,491,920	3,632,814	3,743,067

Nota: Elaboración propia