



**UNIVERSIDAD DEL BÍO - BÍO
DEPARTAMENTO DE AUDITORIA E INFORMATICA
CAMPUS CHILLÁN**

**“CREACIÓN DE VALOR ECONÓMICO
EN EL CONGLOMERADO QUIÑENCO S.A.”**

**Memoria para Optar al Título de
Contador Auditor.**

Profesor Guía : Dr. Alex Medina Giacomozzi.

FABIOLA A. BELLO LARA

2007



“Índice”

Introducción	4
Capítulo I “ La Valoración de Empresas”.	5
1.1 Una perspectiva sobre el Valor y la Valoración.	6
1.2 La perspectiva financiera y económica.	8
1.3 El valor y la empresa.	10
1.4 Crecimiento rentable y creación de valor.	11
1.5 Cómo generar valor .	16
1.6 Métodos de estimación de la creación de valor.	18
1.7 Metodología del Flujo de Efectivo de Libre Disposición.	22
1.8 Conductores de valor.	30
Capítulo II “Metodología”	39
2.1 Modelo de Estudio.	40
2.2 Objeto en Análisis.	40
2.3 Ajustes Extracontables	41
2.4 Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL.	41
2.5 Determinación del Costo Promedio Ponderado de Capital, CPPC.	42
2.6 Identificación y Análisis de los Conductores de Valor.	43
Capítulo III “Quiñenco S.A.”	44
3.1 Grupo LUKSIC	45
3.2 Quiñenco S.A.	46
3.3 Perfil de Quiñenco S.A.	50
3.4 Estructura de Propiedad	52
3.5 Actividades y negocios.	52
Capítulo IV “Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.	65
4.1 Ajustes extracontables.	66
4.2 Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición	67



“Índice”

4.2.1	Flujo de Efectivo de Libre Disposición aplicado a la empresa “Compañía Cervecerías Unidas S.A.” _____	67
4.2.2	Flujo de Efectivo de Libre Disposición aplicado a la empresa “Compañía Nacional de Teléfonos, TelSur S.A.” _____	75
4.2.3	Flujo de Efectivo de Libre Disposición, aplicado a la empresa “Empresa Nacional de Telecomunicaciones, Entel S.A.” _____	82
4.2.4	Flujo de Efectivo de Libre Disposición aplicado a la empresa Madeco S.A.	90
4.3	Análisis de la Creación o Destrucción de Valor Económico del Grupo Quiñenco. _____	97
Capítulo V	“Identificación y Análisis de los Conductores de Valor”. _____	100
5.1	BONMIA, Beneficio Operativo Neto menos impuesto Ajustado. _____	101
5.2	CNIN, Volumen de Inversión. _____	106
5.3	CPPC, Costo Promedio Ponderado de Capital. _____	107
5.4	N, Período de Ventaja Competitivo. _____	108
5.5	RCI, Tasa de Retorno del Capital Invertido. _____	111
	“Conclusiones” _____	112
	“Bibliografía” _____	115
	“Anexos” _____	116
	Anexo 1 : Balances y Estados de Resultados según FECUs. _____	117
	Anexo 2: Resumen Corrección Monetaria según Nota Explicativa al Balance _____	130



Introducción

Entonces, toda creación de valor económico por parte de la empresa descansa en la capacidad que ésta tenga para proyectar al futuro una estrategia que le permita contar con una ventaja competitiva que se traduzca en mayores ingresos y, por ende, en un aumento de su beneficio operacional.

Esta memoria tiene por finalidad analizar a través de capítulos el valor creado o destruido dentro del Conglomerado Quiñenco, conglomerado perteneciente al Grupo Luksic. Dicho valor será visto a través de la selección de sus filiales CCU S.A., ENTEL S.A., TelSur S.A. y Madeco S.A. Las anteriores, han sido escogidas del conjunto de filiales pertenecientes a Quiñenco debido a que la información de estas se encuentra accesible para todo público en general por ser sociedades anónimas abiertas. El método a utilizar para determinar dicha creación o destrucción será el Descuento de los Flujos de Efectivo de Libre Disposición mejor conocido como FEL.

La creación de valor debe implicar un cambio en la orientación de las empresas, poniendo énfasis en aquellas estrategias tendientes a incrementar dicho valor. Por ello, es importante que se identifiquen aquellos factores que crean dicho valor, dichos factores son llamados conductores de valor como su nombre lo indica son los que conducen a la creación de valor. Dichos conductores serán analizados para cada una de las empresas tomadas para el análisis identificando por qué razón están creando o destruyendo valor.

Es importante que la empresa analice sus inversiones para que puedan saber si ellas están generando valor o si, por el contrario, están destruyendo valor.

Además, del análisis de la creación o destrucción de valor se describirá que se entiende por valor y los métodos útiles para establecer el incremento o detrimento del valor económico. También, se entrega las bases que sustentan el valor en comento.



Capítulo I “ La Valoración de Empresas”.



1.1 Una perspectiva sobre el Valor y la Valoración.

Para crear y mantener el valor en una empresa, es indispensable aceptar que el valor del que se habla no es el valor contable, social ni político sino de un valor económico. El primer paso, entonces, es entender este concepto y abrazarlo.

Valor

Es necesario exponer la definición más pura de valor. De acuerdo con la Real Academia Española, valor es definido como: “Rédito, fruto o producto de una hacienda, estado o empleo”. En otra acepción es definido como la “cualidad que poseen algunas realidades llamadas bienes, por lo cual son estimables. Los valores tienen polaridad en cuanto a que son positivos o negativos, y jerarquía en cuanto son superiores o inferiores”.

Ahora bien, valor para un inversionista o para un ejecutivo de finanzas tiene una acepción completamente distinta. Crear valor para un inversionista, es la serie de actividades que conllevan a que éste obtenga un retorno sobre inversión – una renta – que sea positivo y que sea superior a aquello que obtendría ante cualquier otra alternativa comparable.

Entonces, valor puede tener distintos significados según quien lo aprecie y, por lo tanto, se vuelve una labor realmente difícil de conciliar y lograr que todos lo vean de la misma forma puesto que lo que es de gran valor para una persona no lo es para otra, por ejemplo un bien mueble, para una persona puede ser básico pero para otra va más allá de lo básico.

El valor también depende de las expectativas futuras que los agentes tengan sobre la cosa valorada. Estas expectativas están en función de la satisfacción que estas personas esperan obtener con sus conductas.



La generación de valor lleva implícita la distribución del mismo, puesto que lo que es generado es también distribuido, aquí se acoge el principio de dualidad

Partiendo de la base que la creación de valor en la empresa pasa por que cada uno de los agentes económicos involucrados- estos son usuarios, el recurso humano y los financiadores - sienta que también son partícipes en el reparto de este valor creado y que la distribución del valor es un proceso que debe estar conectado con la realidad de cada uno de ellos y, por ende, con la sociedad, por lo que su distribución debiera ser justa y equitativa.

Valoración

La valoración¹ es un proceso por el cual se asigna valor a las cosas, esto es, determinar el grado de utilidad que reportará a sus usuarios o propietarios. Por tanto, la valoración de una empresa es el proceso para determinar su valor para los usuarios o propietarios.

La valoración de empresas no es un proceso para determinar el precio de éstas, ni tampoco su coste. El precio lo fijará finalmente una transacción, si existe un vendedor y un comprador que se ponen de acuerdo en el importe de la misma. El coste se forma por el pasado, esto es, quedaría recogido en los valores contables, si bien es cierto que estos no captan el paso del tiempo y, por tanto, es un coste heterogéneo.

Subjetividad y Objetividad del valor.

*Subjetividad*². El valor subjetivo es la valoración atribuida por el sujeto al objeto, la cual, es equivalente a lo que le agrada, identificándose con lo deseado, es el objeto de su interés.

¹ Rojo, A.A. (2000): “La valoración de empresas”, [en línea] *5campus.org*, *Control de Gestión*.

² Adaptado de Risieri Frondizi: ¿Qué son los valores?, 1995.



De este modo al hablar de valoración necesariamente se debe hacer mención al hombre y su conducta, principalmente a las decisiones que éste toma, las cuales reflejan la intención e interés que el hombre tiene a la hora de decidir entre una posibilidad u otra.

Quizá nadie puede decir, de hecho, que un objeto tiene determinado valor con abstracción del resto de la realidad, es decir, al inclinarse por un bien siempre habrá que considerar la posibilidad de poder elegir otro y el efecto que puede producir dicha elección en las decisiones futuras. En definitiva el valor será subjetivo si debe su existencia, su sentido o su validez a reacciones, ya sean fisiológicas o psicológicas del sujeto que valora.

Objetividad. En contraposición a lo anterior, el valor será objetivo si existe independencia de un sujeto o de una conciencia valorativa, esto subyace en cualidades propias que son esenciales para la existencia del objeto, tales cualidades forman parte de la existencia del objeto, le confieren ser. Existe una independencia respecto del objeto valorado.

Resumiendo, como lo plantea Frondizi (1995), a veces las personas se inclinan por el subjetivismo y creen descubrir en la posición contraria un mero engaño. Otras veces, en cambio, les parece evidente que los valores son realidades objetivas, ante las cuales deben rendirse, pues tienen una fuerza impositiva que salta por encima de sus preferencias y doblega su voluntad.

1.2 La perspectiva financiera y económica.

Es grato saber que la creación de valor no es un juego de suma cero. Cuando se crea valor económico-financiero, no hay perdedores. Sin embargo, puede darse la ilusión de que se crea valor cuando medimos a las empresas o las inversiones bajo estándares puramente contables y realmente se pueda estar destruyendo valor.



En una empresa existen los denominados stakeholders³, que por falta de una traducción adecuada al español han sido identificados de diferentes formas. Los stakeholders en su forma más sencilla son aquellas personas que participan o son afectadas de manera directa o indirecta por las actividades de la empresa. Sin desear ser exhaustivo en la definición, los stakeholders pueden ser proveedores, clientes, empleados, inversionistas, el gobierno, los bancos o acreedores y, por supuesto, los accionistas. Son todos aquellos que tienen un interés en el porvenir de un negocio y que se ven beneficiados o afectados de acuerdo con el desempeño del mismo.

La razón de mencionar a los stakeholders en este momento es total. Cuando los resultados contables de una empresa son positivos, generalmente todos los stakeholders ganan: gana el empleado al recibir un sueldo por su trabajo, gana el gobierno al obrar impuestos, gana el cliente al consumir productos o servicios de la empresa, gana el acreedor al cobrar un interés sobre la posible existencia de una deuda utilizada para financiar la operación del negocio, gana el proveedor al ver sus productos siendo utilizados en la cadena de valor del negocio. Sin embargo, ¿gana el inversionista? No siempre.

El inversionista puede ser el único que desde una perspectiva económica pierde cuando se evalúa una inversión desde una perspectiva contable. Dado que por ejemplo un negocio que si generó efectivo por \$800. Los inversionistas, al requerir un retorno de \$900 sobre el capital invertido, perdieron la oportunidad de invertir su capital en otro negocio que hubiera podido pagarles dicho retorno esperado.

En el simple ejemplo anterior se puede apreciar que generar valor contable no es sinónimo de generar valor económico. El valor económico es aquel que importe a los inversionistas. El valor contable es importante para el fisco.

³ Medina Giacomozzi, Alex, Gestión del valor económico en la empresa: 2003.



1.3 El valor y la empresa.

Muchos expertos y estudiosos de la valoración de empresas han dicho en algún momento que esta actividad es en gran medida un arte para manejar los números según unos propósitos. Sin duda algo puede haber de verdad en esta forma de decir, pero a buen seguro que tiene mucho de conocimiento profundo de las dificultades y problemas asociados para asignar el valor a un negocio “vivo” cuya gestión puede variar sustancialmente según quienes sean los responsables y, por tanto, el valor se hace vulnerable a ésta circunstancia, así como a otras ligadas a la situación del entorno.

La empresa es el ente aglutinador fundamental de la actividad económica en la actualidad, desde un punto de vista macroeconómico. Además, empresa es toda explotación, legalmente constituida, que por medio de la unión de voluntades de las personas que la integran buscan realizar mancomunadamente una actividad económica mediante la integración de los factores productivos para la generación y/o distribución de bienes económicos y con la finalidad de generar valor⁴.

La información que se genera al valorar a una empresa se utiliza para la toma de decisiones empresariales más acertadas.

En el interés por la valoración esta subyacente la creencia básica de que los directivos que se concentran en generar valor para el accionista crearán empresas más saneadas que aquellas que no lo hagan.

Asimismo, unas empresas más saneadas generarán economías más sólidas, mejores niveles de vida y más oportunidades, tanto profesionales como empresariales, para las personas.

⁴ Medina Giacomozzi, Alex, Gestión del valor económico en la empresa; 2003.



Según la ley holandesa⁵, el consejo de administración de una empresa tiene la obligación de asegurar la continuidad del negocio, no de representar a los accionistas en el logro de maximizar el valor.

Hay dos razones por las que los directivos tendrían que concentrarse prioritariamente en la creación de valor. La primera es que, de hecho, en la mayoría de los países desarrollados, la influencia de los accionistas es un factor dominante en la agenda de la alta dirección. La segunda, es que los modelos económicos orientados a la creación de valor para el accionista parecen dar mejores resultados que otros modelos y que, además, el resto de los stakeholders no resultan perjudicados por ese control por parte de los accionistas.

Centrarse en el valor para el accionista no sólo es bueno para ellos, sino que también es óptimo para la economía y para el resto de stakeholders.

1.4 Crecimiento rentable y creación de valor.

¿Qué es aquello que le da valor a una empresa?, ¿Cómo puedo identificar los elementos que lo incrementan y los que lo reducen?, ¿A quién le importa el valor de una empresa?, etc.

Un objetivo de la empresa es maximizar el valor de la inversión de los accionistas. Ésta es una cuestión técnica, no filosófica. No es el objetivo único de la empresa y puede que no sea ni siquiera el más importante. Hay muchos otros objetivos relacionados con las otras personas o entidades relacionadas a las actividades de la empresa.

Desde el punto de vista estratégico, operativo, de inversión, rentabilidad y crecimiento deberían formularse objetivos y medios para tratar de optimizar la creación de valor para los accionistas y, además que consideren también al resto de los stakeholders.

⁵ Tom Copeland, 2004; Copeland, Koller, Murrin, 2004.



El valor no es un concepto abstracto. Representa el precio que nuevos inversores estarían dispuestos a pagar por las acciones de la empresa, de forma que la rentabilidad que se espera obtener sobre el precio pagado, de acuerdo con las perspectivas de flujos de fondos futuros, esté en consonancia con la rentabilidad a obtener a través del precio que están dispuestos a pagar. Esto es el valor, pero no es el único.

En ocasiones se habla de maximizar el valor a largo plazo para el accionista. Este es un concepto demasiado difuso. De hecho, si la empresa genera expectativas favorables a largo plazo y sabe comunicarlos, el valor de mercado debería reflejar de inmediato estas expectativas.

La creación de valor depende de la rentabilidad que los negocios de la empresa puedan ofrecer a los recursos propios. Si esta rentabilidad es superior a la exigida por los accionistas, el valor de mercado será superior al valor contable y habrá creación de valor. Si la rentabilidad sobre fondos propios es inferior, sucederá lo contrario y habrá destrucción de valor.

Para que exista destrucción de valor no hace falta que la empresa entre en pérdidas. Basta que no obtenga el nivel de rentabilidad exigible en función de su riesgo.

Desde el punto de vista financiero, las empresas económicamente no rentables deberían tender a desaparecer. Si esta estrategia se pone en práctica a través de una liquidación o reducción progresiva, dependerá fundamentalmente de cuestiones relativas a los stakeholders. Financieramente hablando, es un mero problema de medida: valor neto de liquidación frente a valor con reducción progresiva.

Para crear valor para los accionistas, los clientes y los colaboradores, resulta conveniente identificar y tratar de actuar sobre todos los propulsores de valor (value drives). Los ingredientes de la fórmula de creación de valor permiten identificar todos los campos de posible mejora en los que la empresa puede actuar. Pero también es



fundamental identificar a los detractores de valor (value miners), aquellos que minan o diluyen el valor que intentamos construir.

“El empresario debe decidir dónde quiere consolidar su patrimonio. Éste comienza en la rentabilidad, se consolida en el valor y se aprecia en la transmisión de ese valor. Debemos aprender no sólo a sembrar, también a cosechar...” **Carlos Cosío**

La creación de valor.

La empresa no puede actuar directamente sobre el valor, pero si puede hacerlo sobre aquellos conductores de valor (value drivers) que serán los que en definitiva le permitirán la creación o incremento de éste valor.

Toda creación de valor lleva implícita su distribución, por lo tanto, son dos caras de una misma moneda, inseparables, que siempre están en equilibrio, pero en donde cada uno de ellas tiene sus propias características y particularidades. Cabe señalar, que en el fin de esta memoria no está incluido el análisis de la distribución por lo que solo se tratará para efectos de conocimientos teóricos.

La gestión del valor consiste en los dos aspectos citados en el párrafo anterior, por un lado buscar la creación de valor y por otro tratar de lograr un reparto equitativo de dicho valor generado entre los agentes económicos involucrados o dicho de otra manera entre los stakeholders.

La creación de valor está asociada a la capacidad de la dirección para tomar decisiones que garanticen que la rentabilidad económica en el largo plazo supera el costo de los recursos utilizados.

La creación de valor económico es el objetivo de toda buena gerencia, este resume el resto de los objetivos económico-financieros relacionados con la rentabilidad, el



crecimiento, la liquidez, la estructura de financiación y el riesgo, pues todos ellos contribuyen a ese fin. Por tanto, crear valor es el objetivo de la función financiera.

Ahora bien, este objetivo puede ser explicado por parámetros principales los que resumiendo se podría decir que son la toma de decisiones: de inversión, de financiación y la política de distribución de dividendos que se practique, así como las exigencias de rentabilidad de los accionistas y el nivel de riesgo, por lo que cualquier decisión es justificada en la medida que cree valor económico.

La consigna principal de creación de valor en la empresa es que éste se logra “cuando el capital invertido genera una rentabilidad real superior al costo de los recursos invertidos”, es decir, el crear valor exige la toma de decisiones apropiadas y su propia ejecución táctica que en la práctica genere riqueza mayor al costo de los fondos propios.

Es habitual que las empresas persigan aumentar el beneficio neto, pues con ello considera que crean valor, la forma de incrementarlo puede venir por la vía del crecimiento, la diversificación, la mejora de eficiencia productiva, la adquisición de otras compañías, etc. Sin embargo, el aumento del beneficio no garantiza crear valor. Puesto que existen otros factores que influyen en la creación de valor económico.

La literatura consultada⁶ propone que esta generación de beneficios se sustenta en tres componentes esenciales:

- a. Los flujos de fondos generados por el negocio,
- b. Las expectativas sobre el futuro del negocio y,
- c. Los riesgos del negocio.

⁶ Dirección de negocios y creación de valor, López, Lubián 2000



Principios fundamentales para la creación de valor.

Para medir en forma efectiva y gestionar el valor de una empresa, se necesita comprender los principios fundamentales de la creación de valor⁷.

1. En el mercado real, usted crea valor obteniendo una rentabilidad de su capital invertido superior al coste de oportunidad del capital.

El mercado real⁸, es el mundo físico en el cual se mueve la empresa por el solo motivo de su existencia, aquí es donde se toman diariamente las decisiones de minimizar los costos de explotación, se cifran las estrategias de desarrollo al corto, mediano y largo plazo, se realizan los procesos de optimización en la investigación de operaciones y se asignan recursos al departamento de Investigación y Desarrollo, es decir, se toman todas aquellas decisiones que propendan a la maximización del valor actual de la corriente de flujo de efectivo futuro de la empresa.

2. Cuanto más pueda invertir para obtener rentabilidades superiores al coste de capital, más valor creará (es decir, el crecimiento crea más valor siempre que el rendimiento del capital sea superior al coste del capital).
3. Le conviene seleccionar estrategias que maximicen el valor actual de la corriente de cash flow o de beneficios económicos esperados (Se obtendrá la misma respuesta independientemente de cuál de los dos parámetros escoja).
4. El valor de las acciones de la empresa en el mercado de valores (la bolsa) es igual que el valor intrínseco basado en las expectativas del mercado sobre el futuro rendimiento.

⁷ Copeland, Koller y Murrin, (2004): “Valoración, medición y gestión del valor”, Editorial Deusto, Bilbao.

⁸ Alex Medina: “Gestión del valor económico en la empresa”, 2006.



5. La rentabilidad que los accionistas obtienen depende, ante todo, de los cambios en las expectativas futuras más que del rendimiento de la empresa en el presente.

1.5 Cómo generar valor .

Lo fundamental no es si las empresas han establecido un programa especial denominado “gestión del valor”. Por el contrario, el valor se genera a partir de un conjunto de actividades interrelacionadas que la mayoría de las empresas ya suelen tener previamente establecidas. La cuestión clave en este caso estriba en saber hasta qué punto estas actividades se realizan de forma que generan una creación de valor, y en qué grado los valores y los comportamientos y actitudes que promueven dicha creación son arte “de la manera en que hacemos las cosas aquí”⁹.

El requisito previo para lograr generar valor es que las actuaciones de la empresa estén basadas en los fundamentos de la filosofía del valor. A su vez, la filosofía del valor tiene dos dimensiones: los parámetros de medida del valor y la mentalización respecto del valor.

Los parámetros de medida sirven de ayuda a los directivos para que éstos tomen decisiones relativas a la creación de valor y para orientar a los empleados de la empresa hacia la generación de valor. Respecto de estos, lo fundamental es si la dirección comprende realmente cómo crean valor las empresas y cómo el mercado de valores (la bolsa) valora a las empresas. ¿Establece la dirección un equilibrio entre los rendimientos a largo y a corto plazo, o se concentra únicamente en estos últimos? ¿Está incorporado el coste de oportunidad del capital en los cálculos y mediciones? ¿Están basados los parámetros de medida en rendimientos económicos o en rendimientos contables?

⁹ Adaptado de: Copeland, Koller y Murrin, (2004): “Valoración, medición y gestión del valor”, Editorial Deusto, Bilbao.



La mentalización en el valor se refiere a la intensidad con la que la dirección de la empresa se preocupa de generar valor para el accionista. Esta mentalización se expresa espontáneamente en varias de las áreas cruciales de la conducta y el pensamiento del director ejecutivo. Un aspecto es si el director ejecutivo trata realmente de crear el máximo valor posible para el accionista; o si, por el contrario, se limita a intentar generar el valor suficiente para calmar a los accionistas inquietos. Otro aspecto que se debe considerar, en este sentido, es si el director ejecutivo contempla la gestión del valor para los accionistas como una filosofía de gestión continuada o simplemente como un proyecto a corto plazo. Finalmente, el director ejecutivo orientado a la generación de valor está dispuesto a tomar decisiones que no sean populares, si son necesarias para maximizar el valor para el accionista a largo plazo.

Cómo orientar la organización hacia el valor.

Una vez que la organización esté correctamente preparada, es fundamental lograr la creación de valor, porque así se asegura que las aspiraciones y la estrategia de creación de valor de la empresa se llevan a la práctica a través de una ejecución disciplinada. No hay ningún enfoque concreto para el modelo de organización que interesa adoptar, ni tampoco conviene que una empresa, que busca la creación de valor, se embarque en una reestructuración organizativa importante. La experiencia indica que tanto los elementos rígidos como los flexibles del diseño organizativo pueden ejercer una gran influencia en la efectividad de la gestión basada en el valor.

En este contexto, las áreas rígidas importantes son la estructura (quién depende de quién), la autoridad para tomar decisiones (quién tiene autoridad para decidir), las personas (quién es titular de los puestos claves) y los mecanismos de coordinación (contenidos, formatos, calidades, procesos y cauces de la comunicación). Entre las áreas flexibles están las ideas (cuánto potencial cree la gente que existe en un determinado momento) y los valores (qué es lo que cree la gente que es importante), así como el estilo de liderazgo.



Una pregunta organizativa fundamental es: “¿Tiene nuestra organización definidas con claridad las responsabilidades de las unidades de ejecución y de las personas?”. Si no es así, la empresa tendrá dificultades para establecer objetivos, medir el rendimiento y recompensar el éxito.

En general, se recomienda que las unidades responsables de obtener rendimientos se definan según el ámbito de su actividad y de competencia (coherencia de productos y de clientes), control (responsabilidad en las pérdidas y ganancias), y entidad (unidades lo bastante importantes como para que la alta dirección quiera dedicar tiempo a discutir sus resultados con sus directivos).

Dentro de una unidad, el conjunto de responsabilidades de cada individuo o de cada equipo de trabajo tendría que quedar también definido. En general, se recomienda una estructura aplanada, es decir, con pocos niveles jerárquicos, y descentralizada para favorecer la creación de valor, pues esta clase de estructura favorece la transparencia y la comunicación clara. Pero respetando la opinión de que “No hay ninguna organización perfecta”, si, para una empresa determinada, resulta que los criterios de responsabilidad y de decisión son idóneos con una estructura organizativa centralizada, no hay necesidad de cambiarla por cambiar.

1.6 Métodos de estimación de la creación de valor.

En primer lugar, se entiende por valorización de empresa a “aquella parte de la economía cuyo objeto es la estimación de un determinado valor de una Empresa, con arreglo a una determinada hipótesis, con vistas a unos fines determinados y mediante procesos de cálculo basados en información de carácter técnico y económico”. (Caballer: 1994).

Según (Caballer: 1994), la razón de ser de la estimación de valor no es otra que la ***inexistencia*** de un mercado de empresas que reúna las condiciones de mercado de



competencia perfecta, sin mayores diferencias entre empresas, donde la valoración recaería en un parámetro taxativo inherente a dicho mercado conducido por la negociación entre oferentes y demandantes (precio de mercado). Sin embargo estas características son impropias de un mercado de empresas donde no existe homogeneidad ni tampoco gran cantidad de oferentes y demandantes, lo que en definitiva impide hablar con un mínimo de propiedad de un precio de mercado.

Si bien existe una amplia variedad de métodos susceptibles de utilizar para la valoración de empresas, la utilidad y connotación de cada uno de estos es distinta, lo que obliga a ser muy cuidadosos en la elección del método, ya que de esto dependerá la validez y aplicabilidad de los resultados obtenidos con la valoración. Cabe señalar que la elección del método va directamente relacionada con los objetivos que se persiguen en dicha valoración.

Una serie de métodos y clasificaciones aparecen en diversos textos y publicaciones, entre las que se pueden citar, a modo de ejemplo: Principios de Valorización de empresa de AECA (1996), Fernández (2000, 1999), Adsera y Viñolas (1997), Pisón (2001), Rojo (1992), Caballer (1994).

Algunos de los Métodos¹⁰ son:

- ⊙ Métodos Basados en el Valor Patrimonial.
- ⊙ Métodos Basados en la Cuenta de Resultados.
- ⊙ Métodos Basados en el Fondo de Comercio.
- ⊙ Métodos Basados en la Actualización de Flujos.

Dado que el objetivo de esta memoria no es el análisis de los métodos de valorización¹¹, es que sólo se describirá el método basado en la actualización de flujos, ya

¹⁰ Adaptado de: “Gestión del valor económico en la empresa”, Dr. Alex Medina, 2006.

¹¹ Para mayor información sobre estos métodos de valorización de empresas consultar, “Gestión del valor económico en la empresa”, Dr. Alex Medina G., 2006.



que es en base para desarrollar la Memoria. Sin embargo, se realizará una pequeña sobre el método VEA puesto que este es utilizado comúnmente en comparación con el Fel.

1.6.1 Métodos basados en la Actualización de Flujos.

Aquí se destacan dos métodos, por un lado el método del descuento del flujo de efectivo de libre disposición y, por otro, el método del valor económico añadido.

- ⊙ **Método del Descuento del Flujo Efectivo de Libre Disposición.** Este método parte de la determinación del flujo de efectivo de libre disposición, FEL (FCF, free cash flow), que es un término acuñado por Copeland, Koller y Murrin (2004: 1990) en su propuesta metodológica para la valorización de empresas. Éste consiste en la determinación del FEL de cada uno de los años incluidos en la estratégica de la empresa y su posterior actualización, considerando la tasa de coste promedio ponderado de capital.

- ⊙ **Método del Valor Económico Añadido.** Este método, conocido como VEA, (Economic Value Added, EVA) fue creado por la consultora Stern Stewart & Co. Como metodología para la valoración de empresas. Este método parte de la consideración de rentabilidad versus el costo de capital sobre un capital inicial, que al ser proyectado y descontado al valor actual, permite determinar el valor de mercado que la dirección superior ha generado o destruido del capital utilizado (Stewart, 2000).

1.6.2 Decisión de optar por el FEL.

La búsqueda del incremento del valor económico en la empresa es el norte que mueve a la organización, lo cual lleva a seleccionar y utilizar aquellos métodos que están basados en la creación de valor para la valorización de la empresa.



López Lubián (2000) sostienen que el beneficio económico no es sólo beneficio contable, es por esto que los métodos que se basan en información contable para valorar la empresa presentan varios inconvenientes, los que son descritos por Martín y Petty (2001)¹², a saber:

- ⊗ Los beneficios contables no son iguales al flujo de efectivo,
- ⊗ Los datos contables hacen referencia al pasado,
- ⊗ Los datos contables no reflejan el riesgo,
- ⊗ Los datos contables no incluyen el costo de oportunidad del capital,
- ⊗ Las prácticas contables difieren de una empresa a otra, y
- ⊗ Los datos contables no consideran el factor tiempo del dinero.

Por todo lo anterior, y dado que los métodos basados en la actualización del flujo de efectivo y el método del valor económico añadido son los únicos que cumplen las tres condiciones determinantes del valor: rentabilidad económica esperada, tiempo en que ésta se puede mantener y el riesgo inherente a esta rentabilidad económica esperada¹³. Es por lo anterior que se a optado en esta Memoria por el Fel.

Ahora bien, tanto el método basado en la actualización de flujos de efectivo como el método del valor económico añadido presentan diferencias que inducen a inclinarse por uno de los dos:

- ⊗ El EVA determina sólo el flujo de efectivo generado.
- ⊗ El FEL determina el flujo generado y el flujo distribuido, lo que obliga a que la información este debidamente distribuida.

¹² Citado por Alex Medina, 2003.

¹³ Esto de acuerdo a Medina, 2006; y Martín y Petty, 2001.



Sin embargo, la valoración de una empresa debiera efectuarse de acuerdo con la corriente de efectivo que generará a lo largo de su existencia, es por ello que se opta por el método basado en la actualización de flujos de efectivo, sin desmerecer en ningún sentido la vialidad del método del valor económico añadido.

1.7 Metodología del Flujo de Efectivo de Libre Disposición.

Adsera y Viñolas (1997) proponen al FEL¹⁴ como el conjunto de fondos generados por la empresa, susceptibles de ser extraídos de la misma sin alterar su estructura óptima de capitales, o sea, el conjunto de recursos generados una vez deducidas las necesidades netas de inversión.

Determinación del valor creado de la empresa.

Una de las bases que sustentan la aplicación del FEL es que la valoración de toda empresa debe efectuarse con relación a la corriente de efectivo que esta genere a lo largo de su existencia, como se comentó anteriormente, este hecho se encuentra ligado a la formulación de expectativas e implica considerar flujos pasados y futuros.

Es importante señalar que la determinación del valor económico creado (o destruido) por una empresa puede ser determinado de forma prospectiva o retrospectiva, dependiendo del ángulo de análisis que se esté adoptando, a saber¹⁵:

- ⊙ **De forma prospectiva.** Al asociar la determinación del valor económico creado con el proceso de planificación estratégica, se está estimando el valor presente de los flujos futuros incorporados dentro del período coyuntural más su respectivo valor de continuidad.

¹⁴ Adaptado de Alex Medina, 2006.

¹⁵ Citando a Alex Medina, 2003: “Gestión del valor económico en la empresa”.



La proyección de los flujos se sustenta en información tanto externa como interna, que tendrá incidencia en el futuro del negocio, como la situación macroeconómica del país y del sector industrial o la estrategia que se haya planteado la empresa en relación a las expectativas de generación de recursos.

- ⊗ **De forma retrospectiva.** Al asociar la determinación del valor económico creado con el proceso de control de la gestión de la empresa, se estará determinando el valor presente de los flujos pasados y futuros, más su correspondiente valor de continuidad.

Los flujos son elaborados basándose en información contable extraída de los estados financieros. Sin embargo, antes de elaborar los flujos, dichos estados deben ser ajustados para eliminar las distorsiones producidas por aquellas partidas que no representan un flujo real, como la corrección monetaria o ajustes a las inversiones.

De lo anterior se desprende que, la importancia de un análisis prospectivo de la corriente de efectivo es relativamente más significativa que un análisis retrospectivo.

Método del Flujo de Efectivo de Libre Disposición (FEL).

La valoración de un activo en particular o de toda una organización, puede ser realizada financieramente de acuerdo con a corriente de efectivo que generará a lo largo de su vida, por lo que podría resultar importante a la hora de valorar una empresa, proyectar la capacidad que ésta tendrá para generar flujos de efectivo que puedan utilizarse libremente, denominado flujo de efectivo de libre disposición, FEL, por lo que el proceso de valoración pasa por tres etapas ineludibles, a saber:

1. La determinación del flujo de caja que la empresa generará.
2. La estimación de la capacidad de crecimiento de los resultados de la empresa, de acuerdo a su estrategia.
3. El cálculo de la tasa de costo de financiamiento que permite estimar la tasa de descuento a aplicar a los flujos futuros.



Por tanto, para la valoración de la empresa, bajo este método se deben seguir los siguientes pasos:

1.7.1 Determinación del Costo Promedio Ponderado de Capital, CPPC.

El costo promedio de capital, CPPC, no es otra cosa que la justa asignación de riesgo rendimiento que aporta cada uno de los conceptos que integran la financiación en la empresa, esta asignación se considera ponderada por el nivel de participación que se tienen dentro del total los ítems de financiación, para lo cual se debe determinar el valor de mercado de cada una de las partidas, para así, poder determinar de la manera más justa posible el nivel de expectativas, y el riesgo asociado a éstas, que reúne el mercado sobre la volatilidad de los flujos futuros de la empresa.

Para poder determinar el CPPC, en primer lugar debemos identificar las fuentes de financiamiento que se utilizan en la empresa sujeta a valoración, o en su defecto las que se pretenden utilizar.

La fórmula general utilizada para estimar el CPPC después de impuestos simplemente la ponderación de cada fuente de financiamiento dentro del total de la estructura de capital:

$$\text{CPPC} = \left[\left(\frac{D}{D + FP} \right) * (Kd * (1-T)) \right] + \left[\left(\frac{FP}{D + FP} \right) * Ke \right]$$

Donde:

CPPC : Costo promedio ponderado de capital.

D : Deuda.

FP : Fondos propios.

Kd : Costo de la deuda.

Ke : Costos de los fondos propios.

T : Tasa impuesto renta.



El método propuesto entrega una estimación técnicamente correcta del CPPC, por lo cual los pasivos que no devengan intereses, tales como los proveedores, las cuentas por pagar deben quedar excluidos de las fuentes de financiamiento utilizadas para el cálculo del CPPC a fin de eliminar inconsistencias y simplificar la valoración. Estas obligaciones tienen un costo de capital igual que cualquier otra forma de financiación, pero este costo está implícito en el precio pagado por dichos bienes al momento de adquiridos, y queda reflejado en el costo de explotación de la empresa y por lo tanto en su flujo de efectivo.

En busca de establecer un método riguroso y consistente, se deben seguir tres pasos para estimar el CPPC¹⁶:

- ⊙ Establecer las ponderaciones basadas en valores de mercado para toda la estructura de capital.
- ⊙ Estimar el costo de oportunidad para la financiación con recursos propios.
- ⊙ Estimar el costo oportunidad para toda la financiación distinta a los recursos propios.

1.7.2 Determinación del flujo efectivo de libre disposición, FEL.

Para la preparación del FEL, se parte de la base que la empresa tiene una vida indefinida y continua, por lo que en este contexto aparecen dos escenarios:

Escenario Coyuntural.

Este corresponde al período de tiempo, ya sea pasado o futuro, sobre el cual la empresa es capaz de recabar información útil que le permita generar los flujos de cada período, por lo cual se preparará un FEL por cada uno de los años de éste escenario coyuntural, cuadro 1. En este sentido, mientras más largo sea este escenario coyuntural,

¹⁶ Para mayor información consultar: “Gestión del valor económico en la empresa”, Dr. Alex Medina, 2006.



producto de la información que se posea, mayor podría ser el grado de acierto en la valoración.

Cuadro 1: Flujo de Efectivo de Libre Disposición (Fel).

FEL GENERADO	
FEL OPERACIONAL	
BENEFICIO ANTE DE INTERESES E IMPUESTOS	BAIT
Impuestos (-)	T
Variación sobre impuestos diferidos (+/-)	TDv
BENEFICIO OPERATIVO NETO MENOS IMPTOS AJUSTADOS	BONMIA
Amortizaciones (+)	Am
FLUJO EFECTIVO BRUTO¹⁷	FEB
CIFRA DE NUEVA INVERSIÓN BRUTA DEL PERÍODO (-) Variación Capital de trabajo neto operativo (+/-) Variación en activo fijo operacional (+) Variación neta otros activos operacionales (+/-)	CNIB
FEL OPERACIONAL	FEL_o
FEL POR INVERSIONES FINANCIERAS TEMPORALES	
Ingresos financieros	If
Impuestos sobre If (-)	
INGRESOS FINANCIEROS NETOS	IFN
CIFRA DE NUEVA INVERSIÓN FINANCIERA TEMPORAL (-) Variación de inversiones financieras temporales (+/-)	CNIFT
FEL POR INVERSIONES FINANCIERA TEMPORALES	FEL_{IFT}
FEL POR RESULTADO FUERA DE LA OPERACIÓN	
Resultado no operacional	
Impuesto sobre ingresos y gastos (-)	
FEL NO OPERACIONAL	FEL_{no}
FEL GENERADO (FEL_o + FEL_{IFT} + FEL_{no})	FEL

¹⁷ Otra forma de presentación es la seguida por Stewart (2000) y Adserá y Viñolas (1997), que consiste en sumar los intereses y restar el ahorro de impuestos al FEB que se obtendría como producto de la deuda, lo que en todo caso no provoca cambios en el FEL.



FEL DISTRIBUIDO
A.- Pagos (cobros) por financiación
Disminuciones (aumentos) en deuda financiera (+)
Disminuciones (aumentos) de fondos propios aportados (+)
B.- Pagos (cobros) por resultados financieros
Gastos financieros netos del impuesto de sociedades (+)
Dividendos repartidos (+)
FEL DISTRIBUIDO A LOS FINANCIADORES (=)

Es importante indicar que en el caso del impuesto, T, éste incluye la parte gravaría a los intereses si estos no constituyeran en la mayoría de los países un gasto deducible para determinar la base del impuesto a las utilidades. Por tanto, este impuesto se determina algebraicamente de la siguiente forma:

$$T = IU + (GF * Ti) + (\pm Bno * Ti)$$

Donde:

- T : Impuesto.
- IU : Impuesto a las utilidades.
- GF : Gastos financieros.
- Bno : Beneficio no operacional.
- Ti : Tasa de impuesto a las utilidades.

Lógicamente, este FEL no se aparta del principio de dualidad, lo que implica el cálculo de la generación de este FEL tenga su contrapartida en la formulación de su distribución¹⁸ y que responde a la siguiente identidad:

$$\text{FEL generado} = \text{FEL distribuido}$$

¹⁸ Dado el objetivo de la memoria sólo se hará análisis al FEL Generado.



Este flujo de efectivo de libre disposición, para un período, algebraicamente puede ser representado de la siguiente forma:

$$FEL = BONMIA - CNIN = BONMIA - (CNIB - Am)$$

Donde:

FEL	: Flujo de efectivo de libre disponibilidad.
CNIN	: Cifra de nueva inversión neta.
BONMIA	: Beneficio operativo neto menos impuestos ajustados.
CNIB	: Cifra de nueva inversión bruta.
Am	: Amortización.

Escenario Estructural.

El escenario estructural corresponde al período de tiempo sobre el cual no existe información o los datos son muy inciertos, por lo que este tiempo posterior al coyuntural, que es indefinido, también debe ser considerado dentro del proceso de valorización de la empresa para determinar si crea o no valor.

Por lo tanto, la valoración de este escenario estructural implica determinar el valor de continuidad (VC) (también conocido como valor residual), para lo cual habrá que seleccionar alguna técnica adecuada que permita obtener dicho valor, entre las cuales se destacan las siguientes:

- ⊙ Adaptando lo indicado por Adserá y Viñolas (1997), el valor de continuidad se obtiene:

$$VC = [FELn * (1+g)] / [CPPC - g]$$



Donde:

- VC : Valor de continuidad.
 FEL_n : Último FEL del período coyuntural.
 g : Tasa de crecimiento.
 CPPC : Costo promedio ponderado de capital.

- ⊗ Adaptando lo indicado por Stewart (2000) el valor de continuidad se obtiene utilizando la siguiente fórmula:

$$VC = \text{BONMIA}_{n+1} / \text{CPPC}$$

Donde:

- VC : Valor de continuidad.
 BONMIA_{n+1} : Beneficio operativo neto menos impuestos ajustados del período inmediatamente siguiente al último del período coyuntural.
 CPPC : Costo promedio ponderado de capital.

1.7.3 Valor presente del FEL y del valor de continuidad.

Una vez obtenido el FEL para cada uno de los períodos del escenario coyuntural, la tasa de CPPC y el VC, es posible obtener el valor presente (VP_{FEL}) de cada uno de estos “n” períodos, siguiendo lo planteado por Adserá y Viñolas (1997), mediante la ecuación siguiente:

$$VP_{FEL} = \left[\sum_{n=1}^{\infty} \left[\text{FEL}_t / (1 + \text{CPPC})^n \right] \right] + \left[\text{VC} / (1 + \text{CPPC})^n \right]$$

Donde:

- VP_{FEL} : Valor presente del flujo efectivo de libre disponibilidad.
 CPPC: Costo promedio ponderado de capital.
 VC : Valor de continuidad.



Es importante indicar que la fórmula anterior es de carácter general, por tanto, si se tiene FEL operacional, FEL por inversiones financieras temporales y/o FEL no operacional, lo lógico es descontar cada uno de ellos y al final sumar el valor actual obtenido por cada uno de los flujos generados.

1.7.4 Análisis del valor creado.

Por último, se compara el valor presente obtenido en un período coyuntural con el determinado para otro período coyuntural, en donde cada período coyuntural debe considerar la misma cantidad de años, y de la diferencia se obtiene el mayor o menor valor creado por la empresa, a saber:

$\text{VALOR CREADO} = \text{VP}_{\text{FEL2}} > \text{VP}_{\text{FEL1}}$ $\text{VALOR DESTRUIDO} = \text{VP}_{\text{FEL2}} < \text{VP}_{\text{FEL1}}$
--

1.8 Conductores de valor.

Las medidas de mercado y las medidas financieras no son suficientes para comprender por qué una empresa o negocio rinde de la forma en que lo hace¹⁹.

Las medidas financieras a corto plazo pueden provocar especialmente conclusiones erróneas. Hay quien puede aducir que las medidas financieras pueden llegar a ser, incluso, intrínsecamente inadecuadas, dado que pueden estar manipuladas.

Las empresas debieran prestar la misma atención a la forma en que consiguen su rendimiento financiero que a cómo logran sus propios objetivos financieros.

¹⁹ Según Copeland, Koller y Murrin: “Valoración, medición y Gestión del valor”, 2004.



Los generadores de valor, llamados así por los autores Copeland, Koller y Murrin (2004), contribuyen a que las empresas comprendan las causas de sus resultados y sus rendimientos y sepan que rendimientos deben esperar en el futuro, dado el contexto, tanto interno como externo, en el que operen.

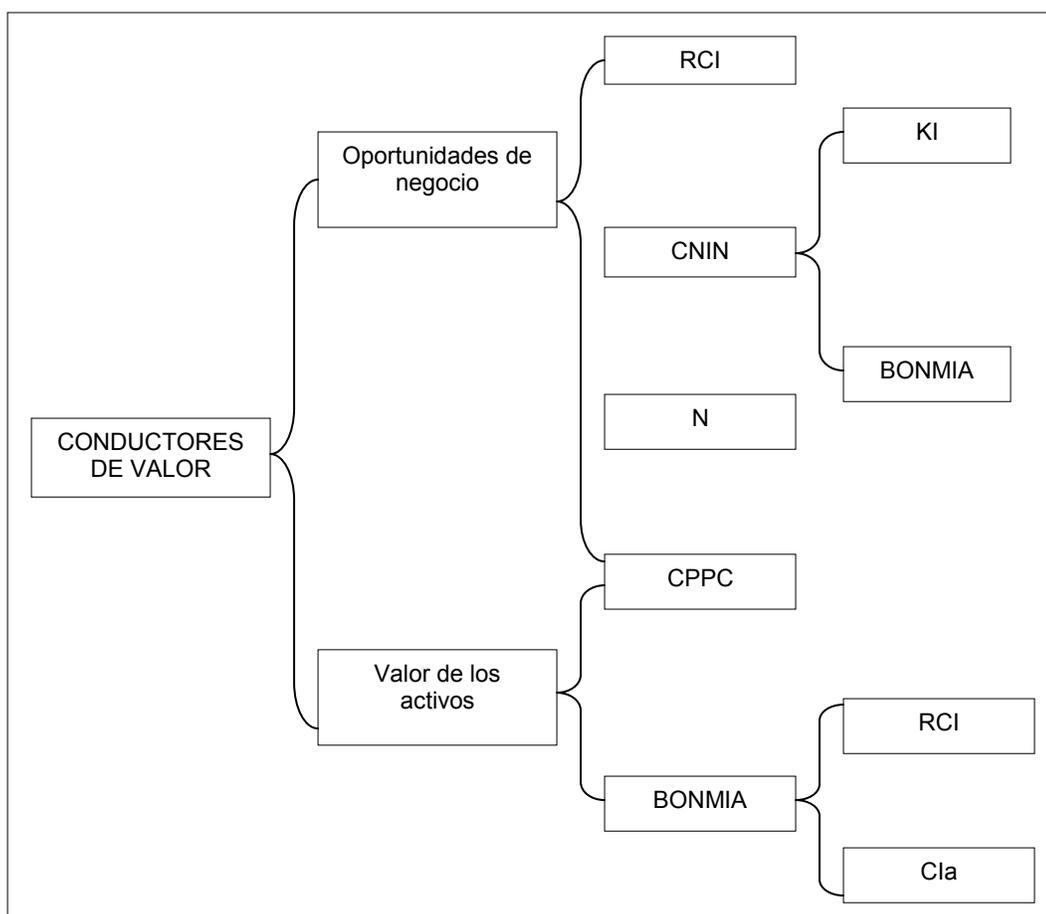
Además, los generadores de valor pueden servir como principales indicadores de los resultados y rendimientos. Los rendimientos financieros obtenidos son la respuesta de lo que la empresa ha logrado en el pasado: son “indicadores retardados”.

En esta gestión del valor, entre otros aspectos, se debe considerar la relación que existe entre estos conductores de valor²⁰ con el modelo contable, lo que facilitaría a la empresa el contar con información que le permita conocer con prontitud y fiabilidad la evolución de éste valor.

En este sentido, partiendo de la premisa que la magnitud relevante de considerar en la valorización de empresas es el FEL, por ende, las variables que se incluyen en la confección de este flujo responden a los resultados esperados producto de la actuación de los conductores de valor, tal como se expone en el cuadro 2.

²⁰ Adaptado de Alex Median G., “Gestión del valor económico en la empresa”, 2006.

Cuadro 2: Conductores de Valor



Donde:

- RCI : Retorno del capital invertido.
- CNIN : Volumen de nueva inversión.
- N : Período de ventaja competitiva.
- CPPC : Costo promedio ponderado de capital.
- BONMIA : Beneficio operativo menos impuestos ajustados.
- KI : Tasa de inversión.
- Cla : Capital invertido.

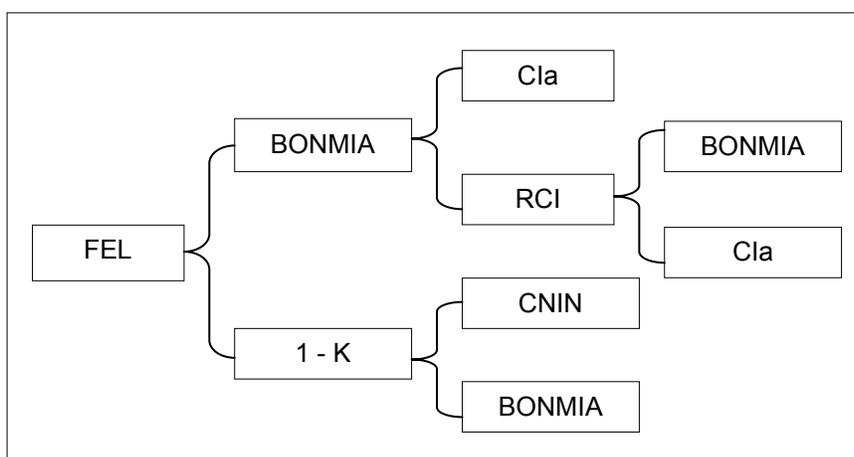
En este aspecto, es importante indicar que la finalidad de cada uno de estos conductores es guiar las conductas para generar o incrementar el valor de la empresa en



el futuro, lo que se debiera traducir en una apropiada gestión del valor por parte de la dirección y de todo el personal de la entidad.

En este sentido, tal como lo plantean Copeland, Koller y Murrin (1990), existe un eslabón directo entre estos conductores de valor y el FEL, tal como queda demostrado en el cuadro 3, en particular con la tasa de retorno del capital invertido y la tasa de inversión.

Cuadro 3: Relación entre Fel y los Conductores de Valor.



Por último, una vez establecida ésta relación entre el FEL y los conductores de valor, como la interdependencia que existe entre cada uno de ellos, es relevante analizar el comportamiento que debieran tener estos conductores para permitir que la empresa pueda crear valor en el futuro.

La Comprensión de los Determinantes del Valor.

Una empresa cuya alta dirección haya tomado la decisión clave de hacer que se cree valor, necesita comprender que elementos de sus actividades diarias, así como de sus decisiones de inversión importantes, son los que tienen más impacto en el valor. Si se



ejecuta bien el proceso de definición de los determinantes del valor²¹ puede ayudar a los directivos de tres maneras. En primer lugar, puede ayudar tanto a los directores de las unidades de negocio como a su personal a entender cómo se crea y se maximiza el valor en el negocio.

En segundo término, puede contribuir a que se de prioridad a esos determinantes del valor, fijando así dónde hay que asignar principalmente los recursos (o, alternativamente, de dónde hay que quitarlos).

En tercer lugar, puede lograr que se unan los directivos de las unidades de negocio y los empleados basándose en su entendimiento compartido de cuales son las máximas prioridades.

1.8.1 Beneficio Operativo menos Impuesto Ajustado.

El beneficio operativo después de impuestos, BONMIA, (net operating profit less adjusted taxes, NOPLAT) es un conductor fundamental para la determinación del FEL, tal como se visualiza en el cuadro 3 y, por ende, en la generación del valor, ya que en la medida que este beneficio se incremente, éste hecho provocará una mejora en la situación de la empresa, y un efecto positivo en los otros conductores de la entidad, lo que en definitiva podría llevar a un incremento en el valor.

En caso contrario, al disminuir el beneficio (pudiendo llegar a ser negativo, es decir, pérdida) este hecho podría provocar un detrimento en el valor de la empresa.

Esta variación en el BONMIA depende de la variabilidad de cada uno de los factores que lo integran, como de la relación que se produzca entre ellos, a saber: de los ingresos operacionales (Io), de los gastos operacionales (Go) y del impuesto (tasa de impuesto, Ti), tal como se visualiza a continuación:

²¹ Citando a Copeland, Koller y Murrin: “Valoración, medición y Gestión del valor”, 2004.



$$\text{BONMIA} = (I_0 - G_0) * (1 - T_i)$$

$$\text{BONMIA} = \text{BAIT} * (1 - T_i)$$

1.8.2 Volumen de Inversión

El volumen de inversión y la tasa de crecimiento de ésta inversión es fundamental para la generación del beneficio y del FEL, ya que un exceso de capacidad provocarán un lastre difícil de compensar con el beneficio de la operación, en cambio un déficit de capacidad impedirá a la empresa poder obtener todos los beneficios operacionales susceptibles de generar, por lo que proyectar el nivel de inversión requerida es básico en la gestión del valor, por lo que hay que considerar, entre otros aspectos:

- ⊙ **Volumen de inversión en cada negocio.** Mientras más alta sea la inversión requerida por una unidad estratégica de negocios (UEN) (ya sea actual o adicional) y, por ende, la empresa, mayores los resultados económicos (BONMIA) y el RCI que se requieren en dicho negocio para compensar ese volumen de inversión.
- ⊙ **Tasa de inversión.** Esta tasa de inversión debe estar necesariamente asociada al rendimiento de las nuevas inversiones, ya que el crecimiento de la inversión, o mejor expresada, en la tasa de inversión, generará valor sólo en la medida que su rendimiento sea superior al CPPC.
- ⊙ **Capacidad ociosa.** Esta capacidad ociosa puede ser analizada desde dos prismas, a saber, desde el ángulo de un mercado deprimido o saturado, ésta capacidad ociosa implicará mayores dificultades para que la empresa pueda mantener o incrementar su BONMIA, lo que, a su vez, trae aparejado el empeoramiento del RCI. En cambio, desde el ángulo de un mercado en crecimiento o con exceso de demanda, ésta capacidad ociosa podría ser transformada en un mayor potencial de ingresos, lo que provocaría un incremento en el BONMIA y en una mejora del RCI.



- ⊗ **Déficit de capacidad.** El no contar con las inversiones mínimas requeridas puede provocar una pérdida de beneficios como consecuencia de no ser capaz de mantener su posible ventaja competitiva, lo que se traduciría en un menor BONMIA y en un perjuicio del RCI.

1.8.3 Tasa de Retorno del Capital Invertido.

Mientras mayor sea la tasa de retorno del capital invertido (return on invested capital, ROI) obtenida por la empresa, en mejores condiciones estará la entidad para lograr superar la tasa mínima exigida a las inversiones (CPPC) como, a su vez, para optimizar el FEL.

Esta tasa de rentabilidad depende del margen sobre ventas (M) y de la rotación de las inversiones (Ra), a su vez, el margen depende de los ingresos operacionales (Io) y del resultado operacional (BAIT), por otro lado, la rotación de las inversiones depende de los ingresos operacionales (Io) y de las inversiones destinadas a la operación (Ao), por lo tanto, cualquier variación en alguno o varios de sus componentes puede modificar la tasa de RCI.

$$\text{RCI} = \text{Ra} * \text{M}$$

$$\text{RCI} = (\text{Io} / \text{Ao}) * (\text{BAIT} / \text{Io})$$

1.8.4 Período de Ventaja Competitiva.

Toda empresa debe estar siempre muy atenta a la búsqueda de oportunidades, ya sea en el mismo negocio o en negocios nuevos, que le permitan mantener o acrecentar su ventaja competitiva en estos negocios. Si esta ventaja competitiva puede ser sostenida en el largo plazo, esto permitirá que la empresa este en excelentes condiciones para crear y/o



aumentar su valor. En caso contrario, la pérdida de una ventaja competitiva puede traer como corolario la destrucción de valor en la entidad.

La capacidad de la empresa para mantener en el tiempo su ventaja competitiva es gravitante para la generación del BONMIA, ya que este beneficio depende de los ingresos operacionales como de los gastos operacionales. En este sentido, la empresa será capaz de sostener en el largo plazo una ventaja competitiva, en la medida que:

- ⊗ Dicha ventaja competitiva se traduzca necesariamente en un incremento del BAIT como del RCI obtenido por cada una de las UEN.
- ⊗ El BAIT como el RCI de la UEN sean un aporte sinérgico al resultado global de la empresa.
- ⊗ La dirección esté atenta a incorporar nuevos negocios en que pueda aprovechar dicha ventaja competitiva, siempre que representen una mejora en el valor global de la empresa.
- ⊗ La dirección reestructure o se retire de aquellos negocios en los que no pueda sostener una ventaja competitiva y, por ende, vea afectado los resultados esperados de la UEN.

1.8.5 Costo Promedio Ponderado de Capital.

El costo promedio ponderado de capital (Weighted average cost of capital, WACC) es el rendimiento mínimo aceptable sobre la inversión, por lo que, siguiendo a Stewart (2000), representa la línea divisoria invisible entre la buena y mala actuación de la empresa, es decir, refleja el interés mínimo que debe ganarse a fin de crear valor.

Desde el ángulo del inversionista, este CPPC es el costo de oportunidad, o sea, el rendimiento mínimo que pueden esperar obtener estos inversores de la empresa si es que optaran por invertir sus recursos en una cartera con un riesgo similar.



Por ende, el CPPC representa para la empresa el parámetro base con el cual debe compararse el RCI, por lo que en la medida que el RCI supere al CPPC se estará creando valor por la diferencia, o en caso contrario, cuando el CPPC es superior al RCI, se estará destruyendo valor.

Siguiendo a Stewart (2000), el CPPC puede determinarse tanto desde el punto de vista de la financiación, obteniendo proporciones entre las partidas de deuda y capital, como desde el enfoque de la explotación, evaluando de manera explícita los factores que crean riesgo de negocios.

En síntesis, el CPPC desde el enfoque de financiación, corresponde al resultado de la suma proporcional ante la deuda, D, por el costo de la deuda, Kd, más los fondos propios, Ke, (siendo Ke igual a la tasa libre de riesgo, Rf, el coeficiente de riesgo de mercado, β y el premio por riesgo, Rm, o sea, $Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$, tal como se expone en la fórmula siguiente:

$$\text{CPPC} = [(D / (D + E)) * Kd] + [(E / (D + E)) * (Rf + \beta * (Rm - Rf))]$$



Capítulo II "Metodología"



2.1 Modelo de Estudio.

El modelo de estudio a utilizar en este proyecto es una investigación descriptiva la cual apunta a reunir conocimiento sobre el objeto en estudio. Este conocimiento consiste principalmente en describir los objetos. Puede también haber explicaciones por qué los objetos son como ellos son. Pero, el estudio descriptivo nunca planea o propone mejoras a los objetos.

2.2 Objeto en Análisis.

En esta memoria el objeto en análisis es la creación de valor económico dentro del Conglomerado Quiñenco S.A. generado por las filiales seleccionadas para el análisis. Por lo que se determinará si las inversiones del Conglomerado crean o no valor económico.

Las empresas tomadas para el estudio son:

- 1.- Compañía Cervecerías Unidas, CCU S.A.
- 2.- Compañía Nacional de Teléfonos, TelSur S.A.
- 3.- Empresa Nacional de Teléfonos, Entel S.A.
- 4.- Madeco S.A.

Las anteriores se seleccionaron de entre todas las filiales por el hecho de que son sociedades anónimas que tienen presencia bursátil y, por ende, se rigen por la ley de sociedades anónimas, la cual las obliga a publicar sus estados financieros y que estos estén para todo el público. Lo anterior, permite acceder fácilmente a la información a través de sus páginas web principalmente.



2.3 Ajustes Extracontables

Al obtener los Estados Financieros de cada una de las empresas presentados según la Fecus procedemos a realizar los respectivos ajustes extracontables, los cuales consisten en eliminar aquellos movimientos que no implican un flujo efectivo. La aplicación de estos ajustes se encuentra explicada con mayor detalle Capítulo IV.

2.4 Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL.

El producto final de este proyecto será la determinación de si existe creación o destrucción de valor económico dentro del Conglomerado Quiñenco, a través del método del Flujo de Efectivo de Libre Disposición. Además, de la identificación y análisis de los conductores de valor.

Para lo anterior, se recolectará toda la información económica-financiera de cada una de las empresas desde el año 2000 al 2006 tomando como análisis desde el año 2001 al 2005. Para ello se utilizará la página de la Superintendencia de Valores y Seguros y de las propias páginas web de las empresas.

Una vez obtenidos los balances de acuerdo la ficha Fecus, se realizarán ajustes extracontables para eliminar aquellas partidas que no representan flujos efectivos tal como la corrección monetaria y otros ajustes a las inversiones.

Como consecuencia, se podrán fabricar los Balances y Estados de Resultados Ajustados con ellos se determinarán las variaciones necesarias de activo y no así las variaciones de Pasivo puesto que sólo se determinará el Fel Generado.

Es importante indicar que la determinación del valor económico creado o destruido por las empresas será determinado de forma retrospectiva.



Ya obtenidas las variaciones se estará en condiciones de elaborar el Fel para cada una de las entidades con lo cual se podrán obtener los flujos de efectivo de cada uno de los años.

2.5 Determinación del Costo Promedio Ponderado de Capital, CPPC.

Para el cálculo de ésta tasa, que se utilizará para descontar los flujos incluidos en el escenario coyuntural, es necesario determinar algunos factores que componen dicha tasa como son el costo de la deuda, el costo de los fondos propios, la tasa impositiva.

Dentro de la rentabilidad sobre el capital existen otros factores que inciden en su determinación como lo son la tasa de libre riesgo, **Rf**, tomada de la colocación de los bonos soberanos del gobierno chileno el año 2005, la tasa de mercado, **Rm**, que corresponde a la variación del IPSA entre Diciembre de 2005 y Diciembre de 2006, y la beta, β , que fue extraída de la pagina web www.cb.cl.

Luego, se obtiene el valor de continuidad del año 2005 y del año 2006, donde aparece como nuevo agente la tasa de crecimiento, **g**, la cual fue determinada según la tasa de crecimiento del mercado de cada una de las empresas en análisis. Éste valor de continuidad considera un escenario estructural compuesto por los años desde el 2002 al 2006.

Una vez obtenidos el FEL para cada uno de los años del escenario coyuntural, la tasa de CPPC y el Valor de Continuidad, es posible determinar el valor presente de cada uno de los años del escenario antes citado. Esto es descontando cada uno de los flujos de efectivo a la tasa del CPPC.

Con el valor presente de los flujos se determinará si existe creación o destrucción de valor económico en cada una de las filiales de Quiñenco S.A. Lo anterior, según lo siguiente:



$$\begin{aligned}\text{Valor Creado} &= \text{VP}_{fel2} > \text{VP}_{fel1} \\ \text{Valor Destruído} &= \text{VP}_{fel2} < \text{VP}_{fel1}\end{aligned}$$

2.6 Identificación y Análisis de los Conductores de Valor.

En esta última etapa del proyecto se identificarán y analizarán cada uno de los 5 conductores de valor determinados en el capítulo I por empresa. Identificando cuales fueron los que llevaron a una creación o cuales llevaron a una destrucción de valor económico.



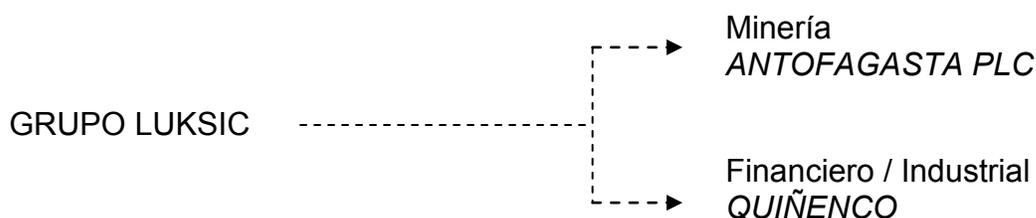
Capítulo III “Quiñenco S.A.”



3.1 Grupo LUKSIC

Fundado por Don Andrónico Luksic Abaroa a comienzos de la década de 1950 en la ciudad de Antofagasta, en el norte de Chile, las actividades iniciales del Grupo Luksic se relacionaban con la industria de la minería, principalmente del cobre, el recurso natural más importante del país. Desde comienzos de la década de 1960 el Grupo Luksic desarrolló intereses en diversas otras industrias, aprovechando de este modo las oportunidades de crecimiento en sectores clave de la economía chilena, tales como procesamiento de metales, distribución de energía eléctrica, manufactura en general, transporte, agricultura, pesca, procesamiento de alimentos e industria forestal. Entre 1970 y 1973, cuando las actividades del sector privado en Chile se vieron restringidas, el Grupo Luksic se expandió hacia Argentina, Colombia y Brasil, participando en sectores tales como de manufactura de metales, agricultura y distribuidora de vehículos.

No obstante, cuando las restricciones cesaron en Chile en 1974, el Grupo Luksic renovó su interés en el país, principalmente en el sector de la minería. Durante los años recientes su expansión llevó a una diversificación en los sectores de telecomunicaciones, bancario, alimentos y bebidas, hoteles y ferrocarriles. En 1996 se reorganizó la estructura de propiedad del Grupo Luksic. Todas las inversiones financieras e industriales quedaron bajo el control de Quiñenco y las inversiones en minería y en ferrocarriles permanecieron bajo el control de Antofagasta PLC. Esta nueva estructura simplificó el control dentro del Grupo Luksic y abrió las puertas de los mercados de capital para Quiñenco. En junio de 1997, Quiñenco logró colocar un aumento de capital por US \$280 millones en las bolsas chilenas y de Nueva York (NYSE). En forma casi simultánea, el Grupo Luksic siguió adelante con el proyecto minero Los Pelambres, actualmente una de las más grandes minas de cobre del mundo.





3.2 Quiñenco S.A.

1957 Nace la Sociedad Forestal Quiñenco S.A., cuya principal actividad es la explotación de bosques de eucaliptus y la producción de soportes de madera para túneles subterráneos de yacimientos de carbón.

1960s La Sociedad Forestal Quiñenco S.A. amplía sus áreas de negocio al incorporar las operaciones de las Empresas Lucchetti S.A. y Forestal Colcura S.A.

1970s Hoteles Carrera S.A. pasa a formar parte de la Sociedad

1980s Década de importantes adquisiciones para el Grupo. Durante los primeros años, Quiñenco compra acciones del Banco O'Higgins y del Banco de Santiago, ingresando con fuerza al negocio financiero.

Más tarde, adquiere una participación mayoritaria en Madeco S.A.

Luego, en sociedad con el grupo alemán Schorghuber, Quiñenco pasa a controlar la Compañía Cervecerías Unidas S.A. (CCU).

Finalmente, en el sector de telecomunicaciones, adquiere una participación minoritaria en VTR S.A.

1993 Con el fin de potenciar su presencia en el sector financiero, Quiñenco establece una sociedad con el Banco Central Hispanoamericano, dando origen al grupo OHCH.

1995 Con el objeto de fortalecer los negocios de telecomunicaciones de VTR S.A., Quiñenco establece una alianza estratégica con SBC Communications, Inc.



- 1996** Luego de una reorganización, Quiñenco se convierte en la matriz de los negocios financieros e industriales del grupo, mientras que Antofagasta Holdings pasa a concentrar sus inversiones en minería y ferroviarios.
- 1996** Tras realizar una Oferta Pública de Acciones en la Bolsa de Comercio de Nueva York y en la Bolsa de Comercio de Santiago, Quiñenco logra recaudar US\$ 279 millones.
- 1998** VTR. S.A. vende la empresa VTR Larga Distancia S.A. Quiñenco forma Habitaría S.A., empresa del sector inmobiliario, en conjunto con la constructora española Ferrovial Inmobiliaria.
- 1999** El consorcio financiero multinacional BSCH adquiere las acciones del Banco Central Hispanoamericano, transacción que pone término a la sociedad entre Quiñenco y BCH.
- Quiñenco vende su participación en OHCH y posteriormente, adquiere el 51,2% del Banco de A. Edwards y el 8% del Banco de Chile, potenciando sustantivamente su presencia en el sector financiero.
- Quiñenco adquiere un 14,3% de la propiedad de Entel S.A.
- 2000** Se crea LQ Inversiones Financieras S.A., empresa encargada de concentrar las inversiones financieras de Quiñenco.
- Quiñenco se convierte en el controlador de Banco de Chile tras la adquisición de un 52,7% de los derechos a voto del banco.
- En el mismo año, se desprende del 8% de las acciones de Entel S.A. y del 39,4% de la propiedad de Plava Laguna d.d., resort turístico en la costa de Croacia.



2002 El primer día del año se materializa la fusión entre el Banco de Chile y Banco de A. Edwards, dando origen a la institución financiera más grande del país en ese momento.

2003 Quiñenco obtiene un pago de US\$50 millones tras finalizar un proceso de arbitraje con su ex socio en IRSA, la sociedad controladora de CCU.

La sociedad inicia su retiro del negocio hotelero, tras la venta del Hotel Carrera de Santiago.

2004 Quiñenco vende el 100% de su participación en Lucchetti Chile S.A. A través de joint venture entre CCU e Indalsa, la sociedad adquiere Calaf, un productor de confites y galletas.

Casi a fines del ejercicio, Quiñenco entra al sector retail al adquirir un 11,4% de Almacenes París.

2005 Quiñenco vende su participación en Almacenes París a Cencosud en una oferta pública, realizando importantes ganancias sobre su inversión original.

Aprovechando las buenas condiciones de mercado, Quiñenco refinancia su deuda financiera. Como resultado, logró disminuir las tasas de interés y mejorar su estructura a futuro.

La matriz apoya el plan de crecimiento de Madeco en el sector industrial tras participar en un aumento de capital en la filial.

Se diferencia de un fondo mutuo en que controlan sus inversiones a través de participaciones mayoritarias, solo o con socios estratégicos. De hecho actualmente aproximadamente el 92% de la propiedad corresponde a empresas que controlan, ya sea en forma directa o indirecta.



Las acciones de Quiñenco se transan en NYSE bajo la forma de Adra (1 ADR = 10 acciones comunes) y en las bolsas chilenas.

Estrategia Corporativa²².

“...Nuestra intención es mantener nuestra posición como compañía líder, diversificada en los sectores industrial y servicios financieros, fortalecer la capacidad de creación de valor de nuestros productos complementarios o a nuevos sectores industriales.”

Componentes relevantes de la estrategia.

- ⊙ *Fortalecer la creación de valor de los principales negocios.* Buscan fortalecer las habilidades en cada uno de sus negocios generando valor para sus accionistas.
- ⊙ *Continuar la expansión controlada.* El enfoque es hacia la expansión internacional siendo esta controlada y gradual.
- ⊙ *Formación de alianzas estratégicas.* La intención es continuar, cuando resulte conveniente, formando alianzas con socios de cualquier parte del mundo para capitalizar los beneficios obtenidos de las relaciones estratégicas.
- ⊙ *Adquirir y desinvertir en negocios para crear valor.* La estrategia es crear valor para nuestros accionistas a través de la adquisición y la administración activa de un grupo diversificado de negocios complementarios a largo plazo o de alianzas estratégicas. Para cumplir con este propósito, consideran y ocasionalmente considerarán adquirir o efectuar nuevas inversiones de envergadura en otras empresas pertenecientes a los sectores industriales y de servicios.

²² Fuente: www.quinenco.cl



3.3 Perfil de Quiñenco S.A.

Quiñenco es uno de los conglomerados más relevantes y diversificados dentro del ámbito económico chileno. Sus activos consolidados superan los US\$2.650 millones, mientras que el patrimonio bursátil bordea los US\$1.200 millones, habiendo experimentado un crecimiento promedio de aproximadamente 68% en los últimos tres años.

Las inversiones se concentran en áreas claves de la economía, tales como el sector financiero, alimentos y bebidas, telecomunicaciones y manufacturero, siendo los dos primeros los que constituyen las inversiones más significativas del grupo, representando el 81% del valor total y un 71% de los activos a nivel corporativo.

El criterio de inversión está orientado al desarrollo de marcas y franquicias de consumo masivo, lo que les permite conseguir la masa crítica necesaria para lograr economías de escala y mayores eficiencias, al mismo tiempo aprovechando sinergias entre unidades de negocios y redes de distribución. Esta estrategia de inversión les ha permitido crear valor a lo largo del tiempo, dando como resultado atractivos retornos para sus accionistas.

En su calidad de sociedad matriz, buscan el progreso de las compañías que lo componen. A través de metodologías que han resultado exitosas a lo largo de casi medio siglo de trayectoria, intentan potenciar la capacidad y habilidad de gestión de sus empresas. Trabajan en conjunto con la administración de cada entidad, definiendo estrategias de largo plazo, proyectando las metas anuales, supervisando y controlando la gestión operacional y financiera, estructurando y dirigiendo las fusiones y adquisiciones relevantes, e identificando sinergias entre las distintas unidades de negocios, siempre con un ideal de crecimiento y mejoramiento.

Cuando se presenta la oportunidad de iniciar nuevos negocios, aprovechan la incorporación de socios estratégicos de primer nivel para complementar sus conocimientos e incorporar distintas experiencias y recursos de capital. Varias de las entidades que



componen el conglomerado mantienen alianzas comerciales con empresas líderes a nivel mundial, a fin de ofrecer los mejores productos y servicios a sus consumidores.

El núcleo del modelo de negocios consiste en potenciar las empresas en las que invierten, con el propósito de aumentar su valor y el retorno de Quiñenco, a través de dividendos o eventuales desinversiones. Su trayectoria en este aspecto evidencia resultados superiores a US\$2.300 millones por ventas de negocios desde nuestra apertura a las bolsas de comercio, en 1997. Continuaron en esta línea durante 2005, año en que recaudaron cerca de US\$140 millones, por la venta de participaciones en el sector retail. Estos recursos son fundamentales para financiar futuras adquisiciones y apoyar el crecimiento de sus filiales.

Estrategias de Crecimiento

Fortalecer la creación de valor a través de:

- ⊗ Liderazgo de mercado de sus productos y servicios.
- ⊗ Adopción de las mejores prácticas.
- ⊗ Explotación de sinergias entre las unidades de negocios.
- ⊗ Mejoramientos permanentes en cuanto a productividad y eficiencia.
- ⊗ Reestructuraciones y reorganizaciones.
- ⊗ Personal altamente calificado.

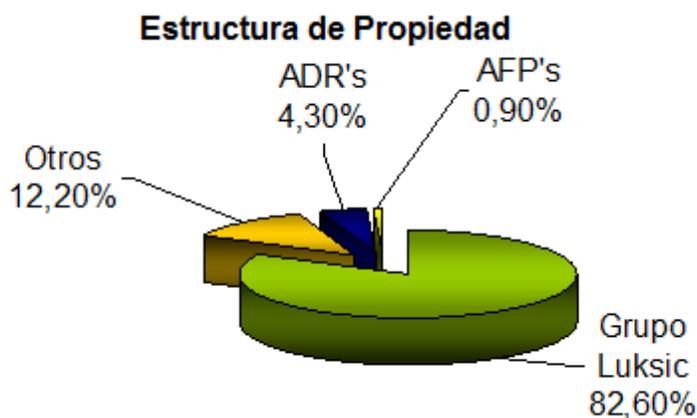
Criterio para invertir:

- ⊗ Potencial de desarrollo de marcas y franquicias.
- ⊗ Masa crítica y economías de escala.
- ⊗ Redes de distribución.
- ⊗ Experiencia en la industria.
- ⊗ Acceso a socios estratégicos y alianzas comerciales.
- ⊗ Participaciones mayoritarias.



3.4 Estructura de Propiedad

A septiembre del 2005, la propiedad de Quiñenco es controlada en un 82,6% por el grupo Luksic, a través de distintas sociedades de inversiones. Los accionistas de ADR's poseen un 4,3% de la propiedad a igual fecha. Cabe señalar que las AFP's sólo poseen un 0,9% de las acciones de la compañía.



3.5





Las principales inversiones son CCU, Banco de Chile, Telefónica del Sur y Madeco. Como el propósito final de este informe es el análisis del valor creado o destruido del conglomerado y el aporte que sus inversiones entregan al mismo, por lo que sólo se da una breve descripción de las inversiones hechas por el conglomerado.

Quiñenco incluye en su totalidad los resultados de más de cuarenta empresas. Sin embargo, solamente consolida las operaciones de algunas de sus inversiones, tales como Madeco, Telefónica del Sur, Lucchetti y Hoteles Carrera. Los resultados de otras empresas como el Banco de Chile y CCU, que son muy relevantes en términos de inversión y resultados para el holding, no consolidan con Quiñenco, por lo tanto la utilidad o pérdida proporcional asociada con estas inversiones se presentan en los resultados no operacionales de la compañía.

En el sector financiero, desde el año 2000 las inversiones bancarias están concentradas en LQ Inversiones Financieras S.A. Esta sociedad controlaba el 52,2% de Banco de Chile después de su fusión con Banco Edwards. La inversión en este sector representa alrededor del 53% de las inversiones totales del holding a valor libro, por lo que es el área de mayor relevancia en la que Quiñenco participa. A octubre de 2005, el banco registra una rentabilidad sobre el capital de 31,25%, la mayor del sistema, con una participación en colocaciones de 17,5%, la segunda más alta del sistema.

El segundo sector de mayor relevancia para Quiñenco es el de alimentos y bebidas, representando un 20% en su composición de inversiones. En este sentido, CCU es la principal compañía, la cual es controlada en conjunto con Heineken a través de Inversiones y Rentas S.A. (IRSA). CCU participa en los negocios de cerveza, vino, pisco, bebidas gaseosas, agua mineral y néctares, teniendo una alta participación de mercado en cada uno de sus negocios, sus principales marcas son Cristal, Royal Guard y Escudo en cervezas, además de Heineken a partir del año 2004; Bilz, Pap, Kem, Cachantun, Porvenir, además de marcas licenciadas como Orange Crush, Ginger Ale, Seven Up y Pepsi, en bebidas gaseosas y minerales; Control y Ruta Norte en el negocio del pisco; y Viña San Pedro en vinos. En Chile, alcanza una participación de 90% en cervezas, de 22% en bebidas analcohólicas, sobre 50% en pisco y de 64% en agua mineral.



La compañía también participa en el sector de los alimentos y bebidas a través de un joint venture entre Indalia (ex Lucchetti) y CCU en la propiedad de Calaf, productos de confites y galletas en Chile, manteniendo un 99,03% de la propiedad de la primera. Debido a los malos resultados obtenidos en Argentina, la empresa decidió vender su planta en dicho país, mientras que los conflictos en Perú le obligaron a terminar definitivamente sus operaciones. Fue luego de la venta del 100% de Lucchetti Chile a Corpora Tres Montes, cuando la compañía pasó a llamarse Industria Nacional de Alimentos (Indalia).

En el sector telecomunicaciones, Quiñenco posee inversiones en Telefónica del Sur, con un 73,7% de la propiedad. Adicionalmente, Quiñenco posee un 5,7% de ENTEL, una de las principales empresas de telecomunicaciones en Chile. Ambas sociedades explican aproximadamente un 9% de sus inversiones.

En el sector manufacturero, Madeco es la compañía líder en la elaboración de productos en base a cobre y aluminio, tales como cable, alambres, tubos, planchas y perfiles. Posee operaciones en Chile, Brasil, Argentina y Perú, además de exportar sus productos a Latinoamérica, Estados Unidos y Europa. Representa el 8% de las inversiones de Quiñenco.

Finalmente, la compañía participa en el negocio inmobiliario, al poseer el control de Hoteles Carrera y la inmobiliaria Habitaria, con un 89,9% y un 50% de la propiedad, respectivamente. Este sector representa menos del 3% de sus inversiones.

Para la realización de esta memoria se tomarán las entidades que a continuación se indican en el punto 5.1 en adelante, las cuales están agrupadas por sector sólo con el fin de la manejabilidad de la información.

3.5.1 Compañía Cervecerías Unidas, CCU S.A.

Empresa diversificada que participa en el sector de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, cuyas operaciones se centran principalmente en Chile y Argentina.



CCU es el principal productor y comercializador de cervezas en Chile. Además, desarrolla la embotellación y distribución de bebidas analcohólicas, agua minera y jugos, la producción, distribución y exportación de vino; desde febrero de 2003, la producción y comercialización de pisco. Adicionalmente, participa como uno de los principales productores y comercializadores de cerveza en Argentina.

Sector Cervezas

La compañía posee un 90% de participación de mercado en Chile liderando ampliamente el sector. Para ello cuenta con tres plantas, las cuales se ubican en Temuco, Antofagasta y Santiago con una capacidad productiva de 6,5 millones de hectolitros anuales. Sus principales marcas son Cristal, Escudo, Morenita, Royal, Guard, Royal Light, Dorada, y Lemon Stones. Adicionalmente, bajo licencia, produce las cervezas premium Heineken, Paulaner y Austral. La comercialización de cerveza se realiza en botellas de vidrio y plástico, latas de aluminio y en barriles de acero inoxidable para la cerveza en Schop.

Sector Gaseosas, Aguas Minerales y Néctares.

CCU, por medio de su filial ECUSA, es la principal embotelladora y distribuidora de agua mineral en Chile, con un 64% de participación por medio de sus marcas Cachantun y Porvenir. En cuanto a las gaseosas, la compañía tiene un 25% de participación de mercado, considerando tanto sus marcas propias, como aquellas producidas bajo licencia de Pepsi Co., Schweppes y Watt's Alimentos.

Sector Vinos

CCU participa en el sector vitivinícola desde 1994 al adquirir el 48,4% de Viña San Pedro, empresa de la cual hoy posee un 60,33%. Además, es dueña de Viña Santa Helena y Finca de Celia en Argentina, totalizando 2.900 hectáreas plantadas, de las cuales 2.500 se encuentran en Chile y 400 en Argentina. Viña San Pedro es la tercera viña en Chile, y la segunda en el mercado de las exportaciones, siendo Europa su principal destino



internacional. Sus principales marcas son Gato, Urmeneta, las Encinas, 35 Sur-35 South, Castillo de Molina, "1865".

Otros negocios.

CCU desde noviembre del año 2000 tiene un 50% de cervecería Austral S.A., empresa que posee una capacidad de producción de 50.000 hectolitros anuales. Por otra parte, en enero de 2004, la empresa ingresó al negocio de los confites con la creación de un joint venture entre su filial ECUSA e Industria Nacional de Alimentos S.A., empresa controlada por Quiñenco. Este joint venture adquirió los activos de Calaf, fábrica de confites con una planta productiva en Santiago y otra en Talca.

Estructura de Propiedad.

La propiedad de CCU S.A. está controlada por inversiones y Rentas S.A. con un 61,7% de la propiedad, de la cual un 50% le pertenece al Grupo Luksic a través de Quiñenco S.A. y el 50% restante a Heineken Chile Ltda., conglomerado holandés, uno de los principales productores de cervezas a nivel mundial.

3.5.2 Empresa Nacional de Teléfonos, ENTEL S.A.

Empresa de telecomunicaciones, participa en operaciones de telefonía móvil, larga distancia nacional e internacional, internet, servicios de datos para empresas, telefonía local, además de otros negocios a nivel nacional.

Históricamente, el negocio principal de la compañía ha sido el servicio de larga distancia nacional e internacional. A partir de 1994, a modo de enfrentar el comienzo de un periodo de alta competitividad en la industria de las telecomunicaciones con la introducción del sistema multiportador, Entel comenzó a invertir en imagen de marca y posicionamiento del código 123, además de desarrollar una moderna red, con la cual se convirtió en líder de mercado en larga distancia. Posteriormente, la compañía fue incorporando nuevas



tecnologías para ir innovando en nuevos negocios, tales como Internet, telefonía móvil, data, telefonía local, entre otros. Actualmente, la telefonía móvil representa su principal negocio con un 53% de sus ingresos totales en el 2004.

Larga Distancia.

El negocio de larga distancia está formado por larga distancia nacional (LDN) y larga distancia internacional (LDI). En 1994, se introdujo un mecanismo que incorporó una mayor competencia a este sector de la industria, a través del sistema multiportador, el cual generó caídas significativas en los precios y un aumento en el tráfico de llamadas larga distancia.

Durante estos últimos años se ha podido observar una migración de tráficos de larga distancia hacia la telefonía móvil e Internet, debido al gran desarrollo y penetración que han alcanzado estos servicios disminuyendo principalmente el negocio de larga distancia nacional. Este último mostró una disminución entre el 2003 y 2004 en minutos de un 17,63%, en tanto que larga distancia internacional aumentó un 1,1%. Esto se reflejó en una disminución en las ventas de un 15,7%. En este negocio, Entel ha logrado mantener una fuerte posición competitiva.

Telefonía Local.

En 1995 comenzó a operar EntelPhone, filial dedicada a prestar servicios de telefonía local. La interconexión se realiza a través de fibra óptica, utilizando la red troncal de todo el país y cuenta con redes con topología de anillo para Santiago.

Actualmente, la compañía mantiene en operación alrededor de 98.751 líneas, comparadas negativamente con las 102.864 del año 2003 (reducción de 4,15%), de las cuales un 30% están distribuidas en el mercado corporativo, 52% en empresas y el 18% restante en residencial. Estas incluyen telefonía e Internet. En el 2001, se asignaron seis licencias para operar servicios a través de la tecnología de redes Wireless Local Loop (WLL), telefonía fija inalámbrica, las cuales son de 50 MHz cada una. Las tres bandas nacionales fueron adjudicadas a Entel Telefonía Local S.A., Protel S.A. y Chilesat Servicios



Empresariales S.A.; en tanto, las tres bandas regionales se asignaron a Entel Telefonía Local S.A. (I a XII Región), VTR Telefónica (Región Metropolitana) y Telefónica del Sur (VIII a XI Región).

Telefonía Móvil.

Este negocio representa un 52% de los ingresos, siendo el de mayor importancia relativa. El apoyo tecnológico con el que cuenta como soporte son dos licencias nacionales, de 30 MHz cada una, en la banda de 1900 MHz, que le permite prestar servicios bajo el sistema digital PCS, operando con la tecnología GSM. Este sistema ofrece una mayor seguridad para los usuarios, pero al mismo tiempo una señal algo más deficiente.

Este año, Telefónica Móvil y Bellsouth estarían participando a través de Movistar con un 48,5% del mercado, representando una fuerte competencia para Entel, que cuenta con un 37% del mercado.

Internet.

Entel comenzó a ofrecer servicios de conexión a Internet a mediados de 1996. A partir del año 2000, la compañía comenzó a entregar el servicio de acceso a Internet sin cargo fijo, a través de 123 click, orientado al mercado residencial, con el fin de captar un segmento más masivo. Además, incorporó el servicio de accesos a Internet con tecnología ADSL, la cual se suma a la tecnología WLL. Internet genera principalmente negocios de acceso dedicado, contenidos y portales, entre otros. En el 2004 Entel cuenta con una participación de mercado de un 12%, siendo tercero en el mercado (VTR y Metrópolis cuentan con un 57% y CTC (Terra) un 19%).

Datos.

Entel ofrece distintos servicios de transmisión de datos, con variadas posibilidades de conectividad para distintos tipos de tráfico. Los principales servicios prestados por la compañía son ATM, Frame Relay, TDM y transmisión de voz por medio de redes de datos.



Entel apunta a potenciar esta área de negocio, captando clientes importantes como los que han firmado contrato en 2004: Codelco, CMPC, Unilever, Quebrada Blanca, entre otros. Su principal competidor en este mercado es Telefónica CTC Chile.

Estructura de Propiedad.

La propiedad de Entel S.A. se concentra en Almendral S.A. a través de Telecomunicaciones Almendral, quienes concretaron recientemente la compra del 54,76% a Telecom Italia International NV, quien mantenía el control de la compañía. Este hecho se concretó en abril de este año.

3.5.3 Compañía Nacional de Teléfonos, TELSUR S.A.

El objeto social de Telefónica del Sur S.A. es, según lo contemplan sus estatutos, el establecimiento, instalación, explotación y administración de servicios telefónicos con sus prestaciones auxiliares, suplementarias y complementarias, además de otros servicios de telecomunicaciones, actuales y futuros.

Estructura de Propiedad.

El controlador de Compañía Nacional de Teléfonos, Telefónica del Sur S.A. es la sociedad anónima abierta Quiñenco S.A., con una participación de 73,57% del capital accionario. El porcentaje controlado directamente por Quiñenco S.A es de 0,1% e indirectamente, a través de la filial VTR S.A., de 73,56%.

Las acciones emitidas y pagadas de Quiñenco S.A. son de propiedad en un 82,8% de las sociedades Andsberg Inversiones Ltda., Ruana Copper A.G. Agencia Chile, Inversiones Orengo S.A., Inversiones Consolidadas S.A., Inversiones Salta S.A. e Inmobiliaria e Inversiones Río Claro S.A. La fundación Luksburg Foundation tiene indirectamente una participación de 94,6% en los derechos sociales de Andsberg Inversiones Ltda., 100% en los



derechos sociales de Ruana Copper A.G. Agencia Chile y 97,3% del capital accionario de Inversiones Orengo S.A.

Don Andrónico Mariano Luksic Craig, RUT 6.062.786-K, y familia tienen directa e indirectamente un 100% de la propiedad de las acciones de Inversiones Consolidadas S.A. y de Inversiones Salta S.A. Don Guillermo Antonio Luksic Craig, RUT 6.578.597-8, y familia tienen el control del 100% de las acciones de Inmobiliaria e Inversiones Río Claro S.A. No existe un acuerdo de actuación conjunta entre los controladores de la Sociedad.

3.5.4 MADECO S.A.

Madeco S.A. fue incorporada como una sociedad anónima abierta en Chile en el año 1944 y se ha expandido a través de los años a Brasil, Perú y Argentina. Hoy en día, la Compañía es uno de los líderes manufactureros en América Latina de productos terminados y semiterminados basados en cobre, aluminio, aleaciones relacionadas y fibra óptica; asimismo, se dedica a la manufactura de envases flexibles para su uso en el mercado de consumo masivo de alimentos, snacks y productos cosméticos.

Durante el 2005 se mantuvo el positivo desempeño de las economías de los países en que Madeco está presente, observándose una continua recuperación de los niveles de inversión. Esto favoreció la demanda de los productos elaborados por la Compañía, con lo que se siguió avanzando en la recuperación de los niveles de rentabilidad, registrándose mejores volúmenes de venta y márgenes.

Destacó el buen comportamiento del negocio Cables, a la vez que el negocio Tubos se vio afectado por una mayor competencia. La sostenida alza del precio del cobre fue también un hecho importante, puesto que significó para Madeco una constante inversión en capital de trabajo.

En el ámbito de las finanzas, en el 2005 se llevaron a cabo operaciones de relevancia para la Compañía. A principios de septiembre Madeco obtuvo un crédito puente con un



banco local con el que se pudo financiar el pago anticipado de la totalidad de los Convenios de Reprogramación de Créditos suscritos con los bancos acreedores a fines del 2002, liberándose así Madeco de una serie de restricciones (covenants) impuestas por dichos bancos. Completada esta operación, en el mes de noviembre se llevó a cabo de manera exitosa un aumento de capital en el cual se suscribieron aproximadamente el 82,5% de las acciones, recaudándose cerca de US\$84 millones, monto que se destinó al pago del crédito puente mencionado. Como resultado de lo anterior, Madeco quedó con una sólida posición financiera, logrando un significativo mejoramiento de su base patrimonial. Esto deja a la Compañía en óptimas condiciones para enfrentar el crecimiento futuro.

Unidad de negocios Cable

Esta unidad ha sido históricamente la principal área de negocios de Madeco. Actualmente la Compañía mantiene operaciones en Chile, Brasil, Perú y Argentina, siendo una de las empresas líderes en el negocio de cables en cada uno de los mercados en los que participa.

La expansión internacional de la Compañía comenzó en el año 1990, fecha en que adquirió la empresa Argentina Indelqui S.A. Posteriormente, en 1993, Madeco se expandió hacia Perú mediante la adquisición de Triple-C, empresa que un año después se fusionó con el mayor productor de cables de ese país (Indeco S.A.). En 1997, Madeco incursionó en el mercado brasileño, comprando la fábrica de cables Ficap S.A., una de las dos mayores productoras de cables en el país. En 1998, fusionó sus dos filiales argentinas, Indelqui y Decker (filial perteneciente a la unidad de Tubos y Planchas que fue adquirida en 1994). Durante el año 2002, como consecuencia de la crisis económica en Argentina, fue temporalmente paralizada la producción de Decker-Indelqui, manteniendo una dotación mínima para comercializar los productos importados de empresas relacionadas y velar por la seguridad y el mantenimiento de sus instalaciones. Con el fin de mejorar la eficiencia de las operaciones en Brasil, en septiembre de 2003 fue paralizada la producción de cables de aluminio desnudo en la planta ubicada en Salvador de Bahía, iniciándose el traslado de sus maquinarias a las plantas ubicadas en Sao Paulo y Rio de Janeiro, proceso finalizado a principios de 2005.



Unidad de negocios Tubos y Planchas.

Madeco es líder en la fabricación de tubos y planchas de cobre en Chile y es el tercer actor del mercado en Argentina. Su reputación es la consecuencia de la continua atención al mejoramiento de sus productos y servicios. La Compañía comenzó sus operaciones de tubos, barras y planchas en Chile en 1944. En 1988 adquirió Armat, empresa dedicada principalmente a la elaboración de cospeles y monedas acuñadas. En 1994, Madeco adquiere una participación mayoritaria en Decker, el mayor fabricante de tubos de cobre de Argentina. En 1998 fusionó sus dos filiales argentinas, Decker e Indelqui (filial productora de cables comprada en 1990).

En esta unidad de negocio la Compañía posee tres plantas en Chile y dos en Argentina. En Chile, posee en Santiago una planta manufacturera de tubos y planchas y una planta de fundición. Además, a aproximadamente 120 km hacia el poniente de Santiago, Madeco posee su planta de cospeles. Las plantas en Argentina se encuentran cerca de Buenos Aires, en las localidades de Llavallol y Barracas. La capacidad de producción en Chile es de 36.900 tons anuales, mientras en Argentina es de 15.620 tons anuales. La capacidad de producción de cospeles es de 8.400 tons anuales. En el negocio de cospeles, la Compañía se especializa en aleaciones con base de cobre, entre ellas el oro nórdico desarrollado para centavos de Euro, y cospeles de aluminio. En cada caso, la composición de la aleación exacta se determina de acuerdo a las especificaciones del cliente.

En octubre del 2005 se llevó a cabo una completa reestructuración productiva en la planta de tubos y planchas de Madeco-Chile con el objeto de mejorar la eficiencia y bajar los costos de producción. De esta forma se descontinuaron productos que exigían mucha mano de obra y productos de bajo volumen. Como resultado de lo anterior Madeco-Chile se ha concentrado en la producción de tubos y planchas de tipo estándar y/o órdenes mínimas económicas.



Unidad de Negocio Envases Flexibles

La Compañía es uno de los fabricantes líderes de envases flexibles, tanto en Chile como en Argentina, a través de sus filiales Alusa S.A. y Aluflex S.A., respectivamente. Asimismo, en Perú, sus dos coligadas en forma conjunta, constituyen la mayor operación de envases flexibles en dicho país.

Alusa fue fundada en 1961 para la producción y comercialización de envases flexibles impresos mediante los sistemas flexográfico y huecograbado. En 1994, con el fin de fortalecer su posición estratégica en los dos segmentos en los que participaba, separó sus operaciones de producción de envases flexibles de las de papel aluminio y envoltorio plástico (ambos productos de consumo masivo para uso en el hogar y el comercio), creando la filial Alufoil S.A. La Compañía comenzó la internacionalización de la unidad de envases flexibles en 1993 mediante la construcción de una planta ubicada en la ciudad de San Luis, Argentina (Aluflex). Además, desde el año 1996, la Compañía participa en cerca de un 25% de la propiedad de dos empresas de envases flexibles en Perú, Peruplast y Tech Pak.

La Compañía posee una planta en Santiago, Chile, y otra planta en San Luis, Argentina. En Chile la capacidad de producción es de 13.200 tons anuales, mientras en Argentina es de 6.000 tons anuales.

A mediados del 2005 se renovó la plana ejecutiva de Alusa y se diseñó un plan operativo tendiente a mejorar la gestión de compra de materias primas, optimizar los gastos de administración y ventas, racionalizar la oferta de productos y así hacer más eficiente al área productiva, y realizar las inversiones necesarias para mejorar la competitividad. Esto, con el fin de dar un nuevo impulso a la empresa y llevarla a recuperar la posición de líder de mercado que ocupara históricamente.



Estructura Propiedad.

Al 31 de diciembre de 2005, el capital suscrito y pagado de Madeco estaba representado por 5.348.390.129 acciones; en esa misma fecha, la Compañía mantenía en sus registros un total de 2.516 accionistas.

El controlador de Madeco S.A. es la sociedad anónima abierta Quiñenco S.A., la cual está a la vez vinculada indirectamente y controlada por las siguientes personas naturales: Andrónico Mariano Luksic Craig (RUT: 6.062.786-K), Guillermo Antonio Luksic Craig (RUT: 6.578.597-8) y Jean Paul Luksic Fontbona (RUT: 6.372.368-1).



Capítulo IV “Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.



4.1 Ajustes extracontables.

Agrupación de las cuentas del Balance y del Estado de Resultado.

Como primer paso en la aplicación del método FEL, se deben agrupar las cuentas del Balance partiendo por las de Activo que como según señala la FECUs (Ficha Estadística Codificada Uniforme) deben ser agrupadas desde la más líquida a la menos líquida. Así también, se realiza el mismo procedimiento para agrupar las cuentas del Pasivo las cuales se van a agrupar según su nivel de exigibilidad, es decir, desde la más exigible a la menos exigible, todo lo anterior en orden descendente.

Para lo anterior, los Balances de las empresas en análisis contenidos por el Anexo 1 están presentados de acuerdo a la FECUs.

Ahora bien, cabe destacar que además de la agrupación antes señalada, se debe realizar otra modificación, la cual consiste en reunir aquellas cuentas que son de tipo operacionales para la empresa y aquellos que no son operacionales, esto ya que las actividades de la operación son las impulsoras del valor de la empresa. O así debería serlo.

Reversión de las partidas de resultado que no implican un flujo.

Es necesario realizar ciertos ajustes a aquellas cuentas que se vieron afectadas por movimientos que son ajenos al flujo de dinero. Es decir, se deben eliminar las cuentas o los movimientos de cuentas que generaron aumentos o disminuciones que no implican un flujo de efectivo.

Como consecuencia, se deben eliminar todas aquellas partidas que no representan un flujo real, como son la corrección monetaria (según el Anexo 2) y ajustes a las inversiones.



4.2 Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición

4.2.1 Flujo de Efectivo de Libre Disposición aplicado a la empresa “Compañía Cervecerías Unidas S.A.”

En el cuadro 4.1 se muestran los ajustes que se realizarán en la reversión. Es importante indicar que las partidas de la corrección monetaria se ajustaron contra las respectivas cuentas no monetarias, tanto del balance como del estado de resultado. En cuanto a los ajustes de las inversiones se realizaron como reversión en las cuentas de “Otros Activos”.

Cuadro 4.1: Ajustes

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Resultado final antes de reversión	\$ 38.377.295	\$ 22.064.886	\$ 54.088.124	\$ 45.393.866	\$ 48.177.127	\$ 55.832.734
Corrección monetaria neta	-\$ 2.398.842	-\$ 3.673.998	\$ 1.261.636	\$ 54.366	-\$ 192.552	-\$ 757.011
Corrección monetaria cuentas de resultado	-\$ 1.524.357	-\$ 1.507.406	-\$ 136.026	-\$ 1.350.935	-\$ 1.967.397	-\$ 946.587
Utilidad empresas relacionadas	\$ 959.262	\$ 1.185.384	\$ 19.919.343	\$ 239.956	\$ 391.866	\$ 407.923
Pérdida empresas relacionadas	-\$ 269.394	-\$ 323.788	-\$ 179.718	\$ 0	-\$ 384.900	-\$ 300.185
Amortización menor valor de inversión	-\$ 2.391.400	-\$ 2.563.185	-\$ 2.217.480	-\$ 2.178.025	-\$ 2.577.285	-\$ 3.579.478
Amortización mayor valor de inversión	\$ 45.300	\$ 49.715	\$ 41.094	\$ 38.562	\$ 51.970	\$ 49.111
Interés minoritario	-\$ 1.837.615	-\$ 1.251.953	-\$ 439.494	-\$ 1.275.176	\$ 85.004	\$ 235.549
Resultado Final después de Ajustes	\$ 42.745.627	\$ 27.135.305	\$ 35.566.717	\$ 47.163.248	\$ 48.835.627	\$ 58.830.238

En el siguiente cuadro 4.2 se ilustran los procedimientos seguidos para la reversión y así, llegar desde el saldo del balance al saldo final ajustado de cada una de las partidas.

Cuadro 4.2: Reversión de ajustes efectuados.

Ajuste Activo Circulante	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo circulante	\$ 142.525.742	\$ 176.494.550	\$ 157.696.281	\$ 166.995.767	\$ 189.686.037	\$ 246.262.809
(-) Corrección monetaria del año	\$ 2.056.983	\$ 2.179.686	-\$ 2.640.905	-\$ 1.278.249	\$ 1.355.022	\$ 1.702.785
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 2.056.983	\$ 4.236.669	\$ 1.595.764	\$ 317.515	\$ 1.672.537
(=) Activo circulante ajustado	\$ 140.468.759	\$ 172.257.881	\$ 156.100.517	\$ 166.678.252	\$ 188.013.500	\$ 242.887.487

Ajuste Inversiones Temporales	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Inversiones temporales	\$ 56.360.596	\$ 40.821.449	\$ 41.601.380	\$ 53.366.089	\$ 48.240.685	\$ 14.893.637
(-) Corrección monetaria del año	\$ 1.760.281	\$ 1.131.822	\$ 244.069	\$ 294.103	\$ 1.658.523	\$ 719.803
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 1.760.281	\$ 2.892.103	\$ 3.136.172	\$ 3.430.275	\$ 5.088.798
(=) Inv. Temporales Ajustadas	\$ 54.600.315	\$ 37.929.346	\$ 38.465.208	\$ 49.935.814	\$ 43.151.887	\$ 9.085.036



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Continuación Cuadro 4.2

Ajuste Activo Fijo	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo fijo bruto	\$ 563.668.177	\$ 578.693.136	\$ 583.641.327	\$ 610.523.490	\$ 667.209.877	\$ 731.986.698
(-) Corrección monetaria del año	\$ 8.306.123	\$ 8.305.053	\$ 2.493.723	\$ 6.221.487	\$ 9.512.008	\$ 5.561.361
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 8.306.123	\$ 16.611.176	\$ 19.104.899	\$ 25.326.386	\$ 34.838.394
(=) Activo fijo bruto ajustado	\$ 555.362.054	\$ 562.081.960	\$ 564.536.428	\$ 585.197.104	\$ 632.371.483	\$ 691.586.943

Ajuste Otros Activos	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Otros activos	\$ 85.819.795	\$ 103.214.319	\$ 63.252.595	\$ 67.754.774	\$ 81.916.563	\$ 97.179.708
(+) Pérdida por inversión emp. Relac.	-\$ 269.394	-\$ 323.788	-\$ 179.718	\$ 0	-\$ 384.900	-\$ 300.185
(+) Ajuste acumulado perd. Emp. Relac		-\$ 269.394	-\$ 593.182	-\$ 772.900	-\$ 772.900	-\$ 1.157.800
(+) Amortización menor valor inversión	-\$ 2.391.400	-\$ 2.563.185	-\$ 2.217.480	-\$ 2.178.025	-\$ 2.577.285	-\$ 3.579.478
(+) Ajuste acum. amort. Menor valor inv.		-\$ 2.391.400	-\$ 4.954.585	-\$ 7.172.065	-\$ 9.350.090	-\$ 11.927.375
(-) Utilidad inversión emp. relacionada	\$ 959.262	\$ 1.185.384	\$ 19.919.343	\$ 239.956	\$ 391.866	\$ 407.923
(-) Ajuste acum. utilidad emp. Relac.		\$ 959.262	\$ 2.144.646	\$ 22.063.989	\$ 22.303.945	\$ 22.695.811
(-) Amortización mayor valor inversión	\$ 45.300	\$ 49.715	\$ 41.094	\$ 38.562	\$ 51.970	\$ 49.111
(-) Ajuste acum. Amort. Mayor valor inv.		\$ 45.300	\$ 95.015	\$ 136.109	\$ 174.671	\$ 226.641
(-) Corrección monetaria del año	\$ 3.805.407	\$ 6.331.438	\$ 1.634.119	\$ 3.831.887	\$ 5.929.890	\$ 3.708.028
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 3.805.407	\$ 10.136.845	\$ 11.770.964	\$ 15.602.851	\$ 21.532.741
(=) Otros activos ajustados	\$ 83.670.620	\$ 96.385.580	\$ 37.226.498	\$ 39.796.297	\$ 50.546.545	\$ 65.524.291

Ajuste Deuda Financiera C/P	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Deuda financiera corto plazo	\$ 30.740.708	\$ 48.216.057	\$ 38.847.991	\$ 41.878.047	\$ 10.981.842	\$ 29.199.571
(-) Corrección monetaria del año	-\$ 656.755	-\$ 1.633.833	\$ 1.079.238	\$ 42.026	-\$ 1.187.207	-\$ 387.002
(-) Corrección monetaria acumulada		-\$ 656.755	-\$ 2.290.588	-\$ 1.211.350	-\$ 1.169.324	-\$ 2.356.531
(=) Deuda financiera corto plazo	\$ 30.083.953	\$ 45.925.469	\$ 37.636.641	\$ 40.708.723	\$ 8.625.311	\$ 26.456.038

Ajuste Pasivo circulante	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Pasivo circulante y largo plazo	\$ 74.715.130	\$ 74.051.161	\$ 81.754.970	\$ 83.339.303	\$ 98.024.547	\$ 117.366.257
(-) Corrección monetaria del año	-\$ 944.627	-\$ 323.784	\$ 485.788	\$ 345.924	\$ 830.182	-\$ 412.106
(-) Corrección monetaria acumulada		-\$ 944.627	-\$ 1.268.411	-\$ 782.623	-\$ 436.699	\$ 393.483
(=) Pasivo circulante ajustado	\$ 73.770.503	\$ 72.782.750	\$ 80.972.347	\$ 82.902.604	\$ 98.418.030	\$ 117.347.634

Ajuste Deuda Financiera L/P	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Deuda financier largo plazo	\$ 40.266.952	\$ 23.229.211	\$ 101.188.704	\$ 93.772.880	\$ 135.708.660	\$ 117.351.824
(-) Corrección monetaria del año	-\$ 1.505.800	-\$ 521.095	\$ 740.308	-\$ 40.662	-\$ 4.260.183	-\$ 2.849.704
(-) Corrección monetaria acumulada		-\$ 1.505.800	-\$ 2.026.895	-\$ 1.286.587	-\$ 1.327.249	-\$ 5.587.432
(=) Deuda Financiera L/P Ajust.	\$ 38.761.152	\$ 21.202.316	\$ 99.902.117	\$ 92.445.631	\$ 130.121.228	\$ 108.914.688



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Continuación Cuadro 4.2

Ajuste Otros Pasivos Largo Plazo	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Otros pasivos corto y largo plazo	\$ 16.385.861	\$ 13.628.647	\$ 23.071.956	\$ 19.505.474	\$ 26.989.021	\$ 31.474.155
(-) Corrección monetaria del año	-\$ 1.992.253	-\$ 5.628.187	-\$ 400.949	-\$ 1.469.124	-\$ 506.127	-\$ 729.247
(-) Corrección monetaria acumulada		-\$ 1.992.253	-\$ 7.620.440	-\$ 8.021.389	-\$ 9.490.513	-\$ 9.996.640
(=) Otros Pasivo L/P Ajustado	\$ 14.393.608	\$ 6.008.207	\$ 15.050.567	\$ 10.014.961	\$ 16.992.381	\$ 20.748.268

Ajuste Interés Minoritario	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Interés minoritario	\$ 39.869.865	\$ 41.486.478	\$ 38.275.838	\$ 38.703.208	\$ 40.366.992	\$ 42.123.961
Amortiz. Interés minoritario	-\$ 1.837.615	-\$ 1.251.953	-\$ 439.494	-\$ 1.275.176	\$ 85.004	\$ 235.549
(-) Amort. Interés minoritario acumulado		-\$ 1.837.615	-\$ 3.089.568	-\$ 3.529.062	-\$ 4.804.238	-\$ 4.719.234
(-) Corrección monetaria del año	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	-\$ 1.473.447	-\$ 836.668
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	-\$ 1.473.447
(=) Interés Minoritario Ajustado	\$ 38.032.250	\$ 38.396.910	\$ 34.746.776	\$ 33.898.970	\$ 34.174.311	\$ 35.330.161

Ajuste Capital	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Capital	\$ 190.223.180	\$ 202.730.080	\$ 186.703.293	\$ 188.159.858	\$ 183.589.577	\$ 188.771.388
(-) Corrección monetaria del año	-\$ 11.703.844	-\$ 12.007.692	-\$ 2.237.729	-\$ 6.542.091	-\$ 10.083.816	-\$ 6.287.674
(-) Corrección monetaria acumulada		-\$ 11.703.844	-\$ 23.711.536	-\$ 25.949.265	-\$ 32.491.356	-\$ 42.575.172
(=) Capital Ajustado	\$ 178.519.336	\$ 179.018.544	\$ 160.754.028	\$ 155.668.502	\$ 141.014.405	\$ 139.908.542

Determinación de los dividendos distribuidos						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Utilidad retenida a comienzos de año	\$ 220.060.380	\$ 225.719.941	\$ 240.193.355	\$ 82.985.650	\$ 106.630.613	\$ 128.786.132
(+) Utilidad ajustada del ejercicio	\$ 42.745.627	\$ 27.135.305	\$ 35.566.717	\$ 47.163.248	\$ 48.835.627	\$ 58.830.238
(-) Dividendos	\$ 37.086.066	\$ 12.661.891	\$ 192.774.422	\$ 23.518.285	\$ 26.680.108	\$ 30.817.485
(=) Utilidad retenida al final del año	\$ 225.719.941	\$ 240.193.355	\$ 82.985.650	\$ 106.630.613	\$ 128.786.132	\$ 156.798.885

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Utilidad retenida a comienzos de año	\$ 220.060.380	\$ 221.351.609	\$ 230.754.604	\$ 92.068.306	\$ 113.943.887	\$ 135.440.906
(+) Resultado del ejercicio sin ajustar	\$ 38.377.295	\$ 22.064.886	\$ 54.088.124	\$ 45.393.866	\$ 48.177.127	\$ 55.832.734
(-) Utilidad retenida al final del año	\$ 221.351.609	\$ 230.754.604	\$ 92.068.306	\$ 113.943.887	\$ 135.440.906	\$ 160.456.155
(=) Dividendos distribuidos	\$ 37.086.066	\$ 12.661.891	\$ 192.774.422	\$ 23.518.285	\$ 26.680.108	\$ 30.817.485

En consecuencia, después de los ajustes y reclasificaciones extracontables obtenemos los Balances Generales Ajustados y los Estados de Resultados también ajustados para los años desde el 2001 al 2005 y que veremos en el cuadro 4.3.



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Cuadro 4.3: Balances Generales y Estados de Resultados Ajustados.

ACTIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo circulante	\$ 151.893.522	\$ 140.468.759	\$ 172.257.881	\$ 156.100.517	\$ 166.678.252	\$ 188.013.500	\$ 242.887.487
Inversiones temporales	\$ 37.746.921	\$ 54.600.315	\$ 37.929.346	\$ 38.465.208	\$ 49.935.814	\$ 43.151.887	\$ 9.085.036
Activo fijo bruto	\$ 520.563.506	\$ 555.362.054	\$ 562.081.960	\$ 564.536.428	\$ 585.197.104	\$ 632.371.483	\$ 691.586.943
Depreciación acumulada	-\$ 191.056.356	-\$ 221.116.650	-\$ 248.035.129	-\$ 269.836.791	-\$ 309.265.625	-\$ 346.730.557	-\$ 390.614.393
Activo fijo neto	\$ 329.507.150	\$ 334.245.404	\$ 314.046.831	\$ 294.699.637	\$ 275.931.479	\$ 285.640.926	\$ 300.972.550
Otros activos	\$ 104.653.476	\$ 83.670.620	\$ 96.385.580	\$ 37.226.498	\$ 39.796.297	\$ 50.546.545	\$ 65.524.291
Total activos	\$ 623.801.069	\$ 612.985.098	\$ 620.619.638	\$ 526.491.860	\$ 532.341.842	\$ 567.352.858	\$ 618.469.364
PASIVO							
Deuda financiera de C/P	\$ 38.522.896	\$ 30.083.953	\$ 45.925.469	\$ 37.636.641	\$ 40.708.723	\$ 8.625.311	\$ 26.456.038
Pasivo circulante	\$ 70.131.186	\$ 73.770.503	\$ 72.782.750	\$ 80.972.347	\$ 82.902.604	\$ 98.418.030	\$ 117.347.634
Deuda financiera de L/P	\$ 53.342.522	\$ 38.761.152	\$ 21.202.316	\$ 99.902.117	\$ 92.445.631	\$ 130.121.228	\$ 108.914.688
Otros pasivos largo plazo	\$ 29.116.390	\$ 14.393.608	\$ 6.008.207	\$ 15.050.567	\$ 10.014.961	\$ 16.992.381	\$ 20.748.268
Interés minoritario	\$ 32.397.602	\$ 38.032.250	\$ 38.396.910	\$ 34.746.776	\$ 33.898.970	\$ 34.174.311	\$ 35.330.161
Patrimonio	\$ 401.955.054	\$ 404.239.277	\$ 419.211.899	\$ 243.739.678	\$ 262.299.115	\$ 269.800.537	\$ 296.707.427
Capital	\$ 181.894.674	\$ 178.519.336	\$ 179.018.544	\$ 160.754.028	\$ 155.668.502	\$ 141.014.405	\$ 139.908.542
(+) Reservas	\$ 220.060.380	\$ 225.719.941	\$ 240.193.355	\$ 82.985.650	\$ 106.630.613	\$ 128.786.132	\$ 156.798.885
Impto. Diferidos netos	\$ 1.664.581	-\$ 13.704.355	-\$ 17.092.087	-\$ 14.443.734	-\$ 10.071.838	-\$ 9.221.060	-\$ 12.965.148
Total pasivo	\$ 623.801.069	\$ 612.985.098	\$ 620.619.638	\$ 526.491.860	\$ 532.341.842	\$ 567.352.858	\$ 618.469.364

Estados de Resultados Ajustados, CCU S.A.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ingresos de la explotación	\$ 317.376.417	\$ 342.037.251	\$ 344.383.193	\$ 383.928.205	\$ 419.287.158	\$ 490.079.515	\$ 544.850.545
(-) Costos de explotación	\$ 124.868.789	\$ 139.803.665	\$ 141.716.766	\$ 160.921.434	\$ 174.534.951	\$ 206.285.696	\$ 229.723.811
(-) Gastos de adm. Y venta	\$ 116.075.267	\$ 119.908.106	\$ 124.309.528	\$ 137.118.937	\$ 147.947.830	\$ 188.749.053	\$ 194.889.059
(-) Depreciación activo fijo*	\$ 36.992.486	\$ 40.197.684	\$ 42.270.056	\$ 40.161.075	\$ 39.448.381	\$ 30.542.251	\$ 41.492.084
(=) BAIT OPERATIVO	\$ 39.439.875	\$ 42.127.796	\$ 36.086.843	\$ 45.726.759	\$ 57.355.996	\$ 64.502.515	\$ 78.745.591
(+) Ingresos financieros	\$ 4.562.931	\$ 3.428.023	\$ 1.635.362	\$ 2.529.007	\$ 110.788	\$ 800.023	\$ 2.565.089
(+) Otros ingresos	\$ 6.197.027	\$ 18.853.058	\$ 3.586.979	\$ 2.000.517	\$ 3.981.874	\$ 2.003.620	\$ 4.797.553
(-) Otros egresos	-\$ 10.515.007	-\$ 8.310.044	-\$ 2.904.353	-\$ 4.051.378	-\$ 2.456.807	-\$ 1.943.337	-\$ 5.553.185
(-) Gastos financieros	-\$ 6.976.448	-\$ 6.207.342	-\$ 3.833.091	-\$ 5.661.161	-\$ 5.929.989	-\$ 7.412.355	-\$ 7.613.423
(=) BAT	\$ 32.708.378	\$ 49.891.491	\$ 34.571.740	\$ 40.543.744	\$ 53.061.862	\$ 57.950.466	\$ 72.941.625
(-) Impto. Deveng sobre benef.	-\$ 4.558.385	-\$ 7.145.864	-\$ 7.436.435	-\$ 4.977.027	-\$ 5.898.614	-\$ 9.114.839	-\$ 14.234.704
(-) Impto. Diferidos	-\$ 461.460	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(-) Ítemes extraordinarios	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(=) Resultado neto	\$ 28.149.993	\$ 42.745.627	\$ 27.135.305	\$ 35.566.717	\$ 47.163.248	\$ 48.835.627	\$ 58.706.921



Continuación Cuadro 4.3

*Total depreciación del ejercicio	\$ 36.992.486	\$ 40.197.684	\$ 42.270.056	\$ 40.161.075	\$ 39.448.381	\$ 30.542.251	\$ 41.492.084
Con cargo a Costos de Explot.	\$ 27.469.941	\$ 28.733.136	\$ 28.905.260	\$ 28.282.500	\$ 28.087.297	\$ 29.423.231	30.165.686
Con cargo a Gtos. Adm. y Vta.	\$ 9.522.545	\$ 11.464.548	\$ 13.364.796	\$ 11.878.575	\$ 11.361.084	\$ 1.119.020	11.326.398

Para obtener el valor económico creado o destruido, se establecerá en primer lugar el costo promedio ponderado de capital, el cual se utilizará en la determinación del valor económico de la empresa. Por lo que debemos obtener los siguientes datos del cuadro 4.4:

Cuadro 4.4: Rentabilidad sobre el capital

Beta	0,82
Tasa Libre de Riesgo	5,125%
Tasa de Mercado	38,09%
Prima por Riesgo	32,97%
Rentabilidad sobre el Capital	32,156%

Además, debemos obtener el costo de la deuda el cual lo determinaremos a través de los valores tomados de los balances de la empresa, según se detalla en el cuadro 4.5.

Cuadro 4.5: Costo de la Deuda.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	PROMEDIO
Razón Intereses / Deuda financiera	-7,6%	-9,0%	-5,7%	-4,1%	-4,5%	-5,3%	-5,6%	-6,0%
Razón Deuda / Total pasivo	14,7%	11,2%	10,8%	26,1%	25,0%	24,5%	21,9%	19,2%
Razón Patrimonio / Total pasivo	64,4%	65,9%	67,5%	46,3%	49,3%	47,6%	48,0%	47,9%

Ahora, ya obtenidos el costo de capital, el costo de la deuda y conocida la fórmula para su resolución, se esta en condiciones de obtener el CPPC:

$$CPPC = [(19,2\%(-6\% *(1-0,17)) + (47,9\% *32,16\%)]$$

$$CPPC = [(15,94\%) + (15,40\%)]$$

$$CPPC = 31,34\%$$



Determinación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición.

Para pasar al paso siguiente donde obtenemos el FEL, es necesario que determinemos algunos movimientos de cierta partida, a saber en los siguientes cuadros:

Cuadro 4.6: Impuesto Efectivo sobre la Operación.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Impuesto devengado	\$ 4.558.385	\$ 7.145.864	\$ 7.436.435	\$ 4.977.027	\$ 5.898.614	\$ 9.114.839	\$ 14.234.704
(-) Impuesto sobre ingresos financieros	\$ 684.440	\$ 514.203	\$ 245.304	\$ 404.641	\$ 18.280	\$ 136.004	\$ 436.065
(-) Impuesto sobre otros ingresos	-\$ 647.697	\$ 1.581.452	\$ 102.394	-\$ 328.138	\$ 251.636	\$ 10.248	-\$ 128.457
(+) Impto compensado por gtos. Feros	\$ 1.046.467	\$ 931.101	\$ 574.964	\$ 905.786	\$ 978.448	\$ 1.260.100	\$ 1.294.282
(=) Impto. Devgdo. sobre BAIT ajustado	\$ 5.568.110	\$ 5.981.310	\$ 7.663.700	\$ 5.806.309	\$ 6.607.146	\$ 10.228.687	\$ 15.221.378
(+/-) Var. en impto. Diferidos (netos)	\$ 1.664.581	-\$ 15.368.936	-\$ 3.387.732	\$ 2.648.353	\$ 4.371.896	\$ 850.778	-\$ 3.744.088
(=) Impto. Líq. sobre BAIT Ajust.	\$ 3.903.529	\$ 21.350.246	\$ 11.051.432	\$ 3.157.956	\$ 2.235.250	\$ 9.377.909	\$ 18.965.466

Cuadro 4.7 Capital de Trabajo Neto Operacional²³.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo Circulante de la Op.	\$ 151.893.522	\$ 140.468.759	\$ 172.257.881	\$ 156.100.517	\$ 166.678.252	\$ 188.013.500	\$ 242.887.487
(-) Pasivo Exigible de la Op.	\$ 70.131.186	\$ 74.715.130	\$ 74.051.161	\$ 81.754.970	\$ 83.339.303	\$ 98.024.547	\$ 117.366.257
(=) Capital de Trabajo Neto Op.	\$ 81.762.336	\$ 65.753.629	\$ 98.206.720	\$ 74.345.547	\$ 83.338.949	\$ 89.988.953	\$ 125.521.230
Variación	/	-\$ 16.008.707	\$ 32.453.091	-\$ 23.861.173	\$ 8.993.402	\$ 6.650.004	\$ 35.532.277

Cuadro 4.8 Variaciones en Activo.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Variación en Activo Fijo							
Saldo ajustado	\$ 520.563.506	\$ 555.362.054	\$ 562.081.960	\$ 564.536.428	\$ 585.197.104	\$ 632.371.483	\$ 691.586.943
Variación	/	\$ 34.798.548	\$ 6.719.906	\$ 2.454.468	\$ 20.660.676	\$ 47.174.379	\$ 59.215.460
Variación Otros Activos							
Saldo ajustado	\$ 104.653.476	\$ 83.670.620	\$ 96.385.580	\$ 37.226.498	\$ 39.796.297	\$ 50.546.545	\$ 65.524.291
Variación	/	-\$ 20.982.856	\$ 12.714.960	-\$ 59.159.082	\$ 2.569.799	\$ 10.750.248	\$ 14.977.746
Variación Inversiones Financieras Temporales							
Saldo ajustado	\$ 37.746.921	\$ 54.600.315	\$ 37.929.346	\$ 38.465.208	\$ 49.935.814	\$ 43.151.887	\$ 9.085.036
Variación	/	\$ 16.853.394	-\$ 16.670.969	\$ 535.862	\$ 11.470.606	-\$ 6.783.927	-\$ 34.066.851

Lo regular es proseguir con las variaciones de las partidas de pasivo, sin embargo, como el fin es el valor económico generado por el Conglomerado a través de sus filiales, por

²³ El activo circulante comprende todo el Activo Circulante del balance ajustado sin considerar las inversiones temporales. Así también, el pasivo exigible de la operación el el Pasivo Circulante del balance ajustado.



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

tanto, no se determinarán dichas variaciones puesto que éstas sólo son necesarias para llegar a determinar el FEL distribuido, es decir, la distribución del valor generado, según el principio de dualidad.

Por último, ya reunidos los antecedentes contenidos en los cuadros anteriores, podemos determinar el Flujo de Efectivo de Libre Disposición, según se detalla en el cuadro 4.9., para cada uno de los años que contempla el período coyuntural donde dicho período comprende desde los años 2001 al 2006.

Cuadro 4.9 Flujo de Efectivo de Libre Disposición, Compañía Cervecerías Unidas S.A.

FEL GENERADO						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FEL OPERACIONAL						
BENEFICIO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	\$ 42.127.796	\$ 36.086.843	\$ 45.726.759	\$ 57.355.996	\$ 64.502.515	\$ 78.745.591
Impuestos (-)	\$ 5.981.310	\$ 7.663.700	\$ 5.806.309	\$ 6.607.146	\$ 10.228.687	\$ 15.221.378
Variación sobre impuestos diferidos (+/-)	-\$ 15.368.936	-\$ 3.387.732	\$ 2.648.353	\$ 4.371.896	\$ 850.778	-\$ 3.744.088
BONMIA	\$ 20.777.550	\$ 25.035.411	\$ 42.568.803	\$ 55.120.746	\$ 55.124.606	\$ 59.780.125
Amortizaciones (+)	\$ 40.197.684	\$ 42.270.056	\$ 40.161.075	\$ 39.448.381	\$ 30.542.251	\$ 41.492.084
FLUJO EFECTIVO BRUTO	\$ 60.975.234	\$ 67.305.467	\$ 82.729.878	\$ 94.569.127	\$ 85.666.857	\$ 101.272.209
CIFRA DE NUEVA INV. BRUTA DEL PERÍODO (-)	-\$ 136.032	\$ 54.067.643	-\$ 83.206.692	\$ 30.945.628	\$ 65.929.653	\$ 111.428.268
Variación capital de trabajo neto operativo (+/-)	-\$ 13.951.724	\$ 34.632.777	-\$ 26.502.078	\$ 7.715.153	\$ 8.005.026	\$ 37.235.062
Variación en activo fijo operacional (+)	\$ 34.798.548	\$ 6.719.906	\$ 2.454.468	\$ 20.660.676	\$ 47.174.379	\$ 59.215.460
Variación neta otros activos operacionales (+/-)	-\$ 20.982.856	\$ 12.714.960	-\$ 59.159.082	\$ 2.569.799	\$ 10.750.248	\$ 14.977.746
FEL OPERACIONAL GENERADO	\$ 61.111.266	\$ 13.237.824	\$ 165.936.570	\$ 63.623.499	\$ 19.737.204	-\$ 10.156.059
FEL POR INV. FINANCIERAS TEMPORALES						
Ingresos financieros	\$ 3.428.023	\$ 1.635.362	\$ 2.529.007	\$ 110.788	\$ 800.023	\$ 2.565.089
Impuesto sobre ingresos financieros	\$ 514.203	\$ 245.304	\$ 404.641	\$ 18.280	\$ 136.004	\$ 436.065
INGRESOS FINANCIEROS NETOS	\$ 2.913.820	\$ 1.390.058	\$ 2.124.366	\$ 92.508	\$ 664.019	\$ 2.129.024
CIFRA DE INVERSION FINANCIERA TEMPORAL (-)	\$ 16.853.394	-\$ 16.670.969	\$ 535.862	\$ 11.470.606	-\$ 6.783.927	-\$ 34.066.851
Variación en inv. financieras temporales (+/-)	\$ 16.853.394	-\$ 16.670.969	\$ 535.862	\$ 11.470.606	-\$ 6.783.927	-\$ 34.066.851
FEL POR INV. FERAS TEMPORALES GENERADO	-\$ 13.939.574	\$ 18.061.027	\$ 1.588.504	-\$ 11.378.098	\$ 7.447.946	\$ 36.195.875
FEL POR RESULTADOS FUERA DE LA OP.						
Resultado no operacional	\$ 10.543.014	\$ 682.626	-\$ 2.050.861	\$ 1.525.067	\$ 60.283	-\$ 755.632
Impuesto sobre ingresos y gastos (-)	\$ 1.581.452	\$ 102.394	-\$ 328.138	\$ 251.636	\$ 10.248	-\$ 128.457
FEL NO OPERACIONAL GENERADO	\$ 8.961.562	\$ 580.232	-\$ 1.722.723	\$ 1.273.431	\$ 50.035	-\$ 627.175
FEL GENERADO TOTAL	\$ 56.133.254	\$ 31.879.082	\$ 165.802.350	\$ 53.518.832	\$ 27.235.185	\$ 25.412.641



Determinación del Valor de Continuidad.

Después de determinar el FEL para cada uno de los años del período coyuntural, corresponde obtener el valor de continuidad para el período estructural, el cual corresponde al período de tiempo sobre el cual no existe información o los datos son muy inciertos. Es por ello, que la valoración de este período pasa por determinar el valor de continuidad indicado por Adserá y Viñolas (1997).

$$VC_{2005} = [\$27.235.185 * (1 - 12,2\%)] / [31,34\% - 12,2\%^{24}]$$

$$VC_{2005} = \$140.558.598.-$$

$$VC_{2006} = [\$25.412.641 * (1 - 12,2\%)] / [31,34\% - 12,2\%]$$

$$VC_{2006} = \$116.574.184.-$$

Determinación del Valor Presente del Flujo de Efectivo de Libre de Disposición.

Al tener ya determinados los flujos de efectivos, la tasa de descuento y el valor de continuidad, es posible obtener el valor presente de cada uno de los “n” períodos del período coyuntural. A saber:

$$VP_{FEL\ 2001} = [(\$56.133.254/1,3134)^1 + (\$31.879.082/1,3134)^2 + (\$165.802.350/1,3134)^3 + (\$53.518.832/1,3134)^4 + (\$27.235.185/1,3134)^5 + (\$140.558.598/1,3134)^5]$$

$$VP_{FEL2001} = \$195.318.814.-$$

$$VP_{FEL2002} = [(\$31.879.082/1,3134)^1 + (\$165.802.350/1,3134)^2 + (\$53.518.832/1,3134)^3 + (\$27.235.185/1,3134)^4 + (\$25.412.641/1,3134)^5 + (\$116.574.184/1,3134)^5]$$

$$VP_{FEL2002} = \$189.492.689.-$$

²⁴ Esta tasa fue determinada según lo explicado en el punto 2.5 del Capítulo II.



Determinación del Valor Creado o Destruído por la empresa CCU S.A.

Donde sabemos que:

$$\text{Valor Creado} = \text{VPFEL2} > \text{VPFEL2}$$

$$\text{Valor Destruído} = \text{VPFEL2} < \text{VPFEL2}$$

Por lo tanto y, de acuerdo a lo anterior, el Cuadro 4.10 muestra el resultado:

Cuadro 4.10 Valor Creado o Destruído

	Valor Presente	Valor Creado	Valor Destruído
Valor Presente 2002	\$189.492.689.-		\$5.826.125.-
Valor Presente 2001	\$195.318.814.-		

4.2.2 Flujo de Efectivo de Libre Disposición aplicado a la empresa “Compañía Nacional de Teléfonos, TelSur S.A.”

Cuadro 4.11 : Reversión de Ajustes

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Resultado final antes de reversión	\$ 8.481.719	\$ 6.027.466	\$ 7.429.816	\$ 6.860.646	\$ 7.677.324	\$ 7.855.430
Corrección monetaria neta	-\$ 372.019	-\$ 410.696	-\$ 141.167	-\$ 265.039	-\$ 462.969	-\$ 268
Corrección monetaria cuentas de resultado	-\$ 183.165	-\$ 215.488	-\$ 1.481	-\$ 172.980	-\$ 229.626	-\$ 56.002
Utilidad empresas relacionadas	\$ 10.200	\$ 0	\$ 9.182	\$ 24.775	\$ 16.003	\$ 0
Pérdida empresas relacionadas	\$ 0	-\$ 55.832	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Amortización menor valor de inversión	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Amortización mayor valor de inversión	\$ 60.449	\$ 83.017	\$ 104.809	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Interés minoritario	-\$ 160.872	-\$ 134.246	-\$ 153.843	-\$ 135.146	-\$ 122.795	-\$ 139.703
Resultado Final después de Ajustes	\$ 8.760.796	\$ 6.329.735	\$ 7.609.354	\$ 7.063.076	\$ 8.017.459	\$ 7.939.399



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Cuadro 4.12 : Reversión de ajustes efectuados.

Ajuste Activo Circulante	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo circulante	\$ 24.341.643	\$ 20.577.591	\$ 23.232.236	\$ 26.066.534	\$ 20.947.394	\$ 26.633.089
(-) Corrección monetaria del año	\$ 5.1067	\$ 49.812	\$ 73.102	\$ 37.484	\$ 42.716	\$ 39.197
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 51.067	\$ 100.879	\$ 173.981	\$ 211.465	\$ 254.181
(=) Activo circulante ajustado	\$ 24.290.576	\$ 20.476.712	\$ 23.058.255	\$ 25.855.069	\$ 20.693.213	\$ 26.339.711

Ajuste Inversiones Temporales	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Inversiones temporales	\$ 387.592	\$ 1.495.255	\$ 1.636	\$ 5.573.435	\$ 0	\$ 0
(-) Corrección monetaria del año	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(=) Inv. Temporales ajustadas	\$ 387.592	\$ 1.495.255	\$ 1.636	\$ 5.573.435	\$ 0	\$ 0

Ajuste Activo Fijo	2001	2002	2003	2004	2005	2006
(=) Activo fijo bruto	\$ 172.434.012	\$ 193.105.564	\$ 198.902.658	\$ 210.139.003	\$ 224.656.350	\$ 238.122.741
(-) Corrección monetaria del año	\$ 2.960.395	\$ 3.100.433	\$ 1.011.178	\$ 2.414.374	\$ 3.506.135	\$ 2.058.021
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 2.960.395	\$ 6.060.828	\$ 7.072.006	\$ 9.486.380	\$ 12.992.515
(=) Activo fijo bruto ajustado	\$ 169.473.617	\$ 187.044.736	\$ 191.830.652	\$ 200.652.623	\$ 211.663.835	\$ 223.072.205

Ajuste Otros Activos	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Otros activos	\$ 2.927.343	\$ 3.731.827	\$ 3.497.313	\$ 4.097.035	\$ 7.420.817	\$ 5.180.972
(+) Pérdida por inversión emp. Relac.	\$ 0	\$ 55.832	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(+) Ajuste acumulado perd. Emp. Relac.		\$ 0	\$ 55.832	\$ 55.832	\$ 55.832	\$ 55.832
(+) Amortización menor valor inversión	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(+) Ajuste acum. amort. Menor valor inv.		\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(-) Utilidad inversión emp. relacionada	\$ 10.200	\$ 0	\$ 9.182	\$ 24.775	\$ 16.003	\$ 0
(-) Ajuste acum. utilidad emp. Relac.		\$ 10.200	\$ 10.200	\$ 19.382	\$ 44.157	\$ 60.160
(-) Amortización mayor valor inversión	\$ 60.449	\$ 83.017	\$ 104.809	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(-) Ajuste acum. Amort. Mayor valor inv.		\$ 60.449	\$ 143.466	\$ 248.275	\$ 248.275	\$ 248.275
(-) Corrección monetaria del año	\$ 178.917	\$ 291.780	\$ 87.101	\$ 692.369	\$ 1.098.346	\$ 203.779
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 178.917	\$ 470.697	\$ 557.798	\$ 1.250.167	\$ 2.348.513
(=) Otros activos ajustados	\$ 2.677.777	\$ 3.163.296	\$ 2.727.690	\$ 2.610.268	\$ 4.819.701	\$ 2.376.077



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Continuación Cuadro 4.12

Ajuste Deuda Financiera C/P	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Deuda financiera corto plazo	\$ 6.266.032	\$ 10.003.919	\$ 11.221.118	\$ 14.319.556	\$ 7.092.048	\$ 10.171.860
(-) Corrección monetaria del año	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(=) Deuda financiera corto plazo	\$ 6.266.032	\$ 10.003.919	\$ 11.221.118	\$ 14.319.556	\$ 7.092.048	\$ 10.171.860

Ajuste Pasivo circulante	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Pasivo Circulante	\$ 7.337.080	\$ 8.197.380	\$ 6.586.220	\$ 6.711.033	\$ 8.534.173	\$ 10.997.596
(-) Corrección monetaria del año	-\$ 1.833.290	-\$ 2.084.756	-\$ 719.621	-\$ 1.294.740	-\$ 1.900.486	-\$ 860.861
(-) Corrección monetaria acumulada		-\$ 1.833.290	-\$ 3.918.046	-\$ 4.637.667	-\$ 5.932.407	-\$ 7.832.893
(=) Pasivo Pasivo Circ. Ajustado	\$ 5.503.790	\$ 4.279.334	\$ 1.948.553	\$ 778.626	\$ 701.280	\$ 2.303.842

Ajuste Deuda Financiera L/P	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Deuda financiera largo plazo	\$ 59.196.087	\$ 57.119.336	\$ 47.063.893	\$ 44.822.148	\$ 36.992.159	\$ 30.145.085
(-) Corrección monetaria del año	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(=) Deuda Financiera L/P Ajustada	\$ 59.196.087	\$ 57.119.336	\$ 47.063.893	\$ 44.822.148	\$ 36.992.159	\$ 30.145.085

Ajuste Otros Pasivos Largo Plazo	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Otros pasivos corto :	\$ 284.186	\$ 1.340.922	\$ 1.052.777	\$ 1.611.436	\$ 590.101	\$ 794.786
(-) Corrección monetaria del año	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(=) Otros Pasivos L/P Ajustados	\$ 284.186	\$ 1.340.922	\$ 1.052.777	\$ 1.611.436	\$ 590.101	\$ 794.786

Ajuste Interés Minoritario	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Interés minoritario	\$ 746.948	\$ 782.518	\$ 830.628	\$ 835.098	\$ 882.375	\$ 928.445
Interés minoritario	-\$ 160.872	-\$ 134.246	-\$ 153.843	-\$ 135.146	-\$ 122.795	-\$ 139.703
(-) Amort. Interés minoritario acumulado		-\$ 160.872	-\$ 295.118	-\$ 448.961	-\$ 584.107	-\$ 706.902
(-) Corrección monetaria del año	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(=) Interés minoritario ajustado	\$ 586.076	\$ 487.400	\$ 381.667	\$ 250.991	\$ 175.473	\$ 81.840

Ajuste Capital	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Capital	\$ 24.356.003	\$ 25.086.683	\$ 25.337.550	\$ 25.970.989	\$ 26.905.944	\$ 27.470.969
(-) Corrección monetaria del año	-\$ 1.545.943	-\$ 1.552.477	-\$ 591.446	-\$ 1.941.546	-\$ 2.980.054	-\$ 1.384.402
(-) Corrección monetaria acumulada		-\$ 1.545.943	-\$ 3.098.420	-\$ 3.689.866	-\$ 5.631.412	-\$ 8.611.466
(=) Capital ajustado	\$ 22.810.060	\$ 21.988.263	\$ 21.647.684	\$ 20.339.577	\$ 18.294.478	\$ 17.475.101



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Continuación Cuadro 4.12

Determinación de los dividendos distribuidos						
	Utilidad retenida al final de cada año					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Utilidad retenida a comienzos de año	\$ 29.721.622	\$ 30.918.717	\$ 32.804.388	\$ 36.340.823	\$ 38.987.796	\$ 42.090.624
(+) Utilidad ajustada del ejercicio	\$ 8.760.796	\$ 6.329.735	\$ 7.609.354	\$ 7.063.076	\$ 8.017.459	\$ 7.939.399
(-) Dividendos	\$ 7.563.701	\$ 4.444.064	\$ 4.072.919	\$ 4.416.103	\$ 4.914.631	\$ 5.867.927
(=) Utilidad retenida al final del año	\$ 30.918.717	\$ 32.804.388	\$ 36.340.823	\$ 38.987.796	\$ 42.090.624	\$ 44.162.096

	Dividendos					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Utilidad retenida a comienzos de año	\$ 29.721.622	\$ 30.639.640	\$ 32.223.042	\$ 35.579.939	\$ 38.024.482	\$ 40.787.175
(+) Resultado del ejercicio sin ajustar	\$ 8.481.719	\$ 6.027.466	\$ 7.429.816	\$ 6.860.646	\$ 7.677.324	\$ 7.855.430
(-) Utilidad retenida al final del año	\$ 30.639.640	\$ 32.223.042	\$ 35.579.939	\$ 38.024.482	\$ 40.787.175	\$ 42.774.678
(=) Dividendos distribuidos	\$ 7.563.701	\$ 4.444.064	\$ 4.072.919	\$ 4.416.103	\$ 4.914.631	\$ 5.867.927

Cuadro 4.13: Balances Generales y Estados de Resultados Ajustados.

ACTIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo circulante	\$ 18.101.167	\$ 24.290.576	\$ 20.476.712	\$ 23.058.255	\$ 25.855.069	\$ 20.693.213	\$ 26.339.711
Inversiones temporales	\$ 244.088	\$ 387.592	\$ 1.495.255	\$ 1.636	\$ 5.573.435	\$ 0	\$ 0
Activo fijo bruto	\$ 151.948.649	\$ 169.473.617	\$ 187.044.736	\$ 191.830.652	\$ 200.652.623	\$ 211.663.835	\$ 223.072.205
Depreciación acumulada	-\$ 58.567.009	-\$ 68.839.654	-\$ 81.692.395	-\$ 94.137.723	-\$ 108.303.326	-\$ 124.929.395	-\$ 140.316.222
Activo fijo neto	\$ 93.381.640	\$ 100.633.963	\$ 105.352.341	\$ 97.692.929	\$ 92.349.297	\$ 86.734.440	\$ 82.755.983
Otros activos	\$ 1.392.514	\$ 2.677.777	\$ 3.163.296	\$ 2.727.690	\$ 2.610.268	\$ 4.819.701	\$ 2.376.077
Total activos	\$ 113.119.409	\$ 127.989.908	\$ 130.487.604	\$ 123.480.510	\$ 126.388.069	\$ 112.247.354	\$ 111.471.771
PASIVO							
Deuda financiera C/P	\$ 6.763.826	\$ 6.266.032	\$ 10.003.919	\$ 11.221.118	\$ 14.319.556	\$ 7.092.048	\$ 10.171.860
Pasivo Circulante	\$ 8.628.709	\$ 5.503.790	\$ 4.279.334	\$ 1.948.553	\$ 778.626	\$ 701.280	\$ 2.303.842
Deuda financiera L/P	\$ 42.739.800	\$ 59.196.087	\$ 57.119.336	\$ 47.063.893	\$ 44.822.148	\$ 36.992.159	\$ 30.145.085
Otros pasivos L/P	\$ 2.589.956	\$ 284.186	\$ 1.340.922	\$ 1.052.777	\$ 1.611.436	\$ 590.101	\$ 794.786
Interés minoritario	\$ 674.654	\$ 586.076	\$ 487.400	\$ 381.667	\$ 250.991	\$ 175.473	\$ 81.840
Patrimonio	\$ 52.101.631	\$ 53.728.777	\$ 54.792.651	\$ 57.988.507	\$ 59.327.373	\$ 60.385.102	\$ 61.637.197
Capital	\$ 23.623.669	\$ 22.810.060	\$ 21.988.263	\$ 21.647.684	\$ 20.339.577	\$ 18.294.478	\$ 17.475.101
(+) Reservas	\$ 28.477.962	\$ 30.918.717	\$ 32.804.388	\$ 36.340.823	\$ 38.987.796	\$ 42.090.624	\$ 44.162.096
Impto. Diferidos netos	\$ 379.167	-\$ 2.424.960	-\$ 2.464.042	-\$ 3.823.995	-\$ 5.277.939	-\$ 6.311.191	-\$ 6.337.161
Total pasivo	\$ 113.119.409	\$ 127.989.908	\$ 130.487.604	\$ 123.480.510	\$ 126.388.069	\$ 112.247.354	\$ 111.471.771



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Estados de Resultados, TelSur S.A.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ingresos de la explotación	\$ 41.588.733	\$ 45.157.579	\$ 46.430.131	\$ 51.467.274	\$ 52.766.899	\$ 54.494.437	\$ 55.985.742
(-) Costos de explotación	-\$ 18.222.334	-\$ 9.881.267	-\$ 9.307.736	-\$ 13.907.826	-\$ 14.425.404	-\$ 14.346.881	-\$ 14.954.990
(-) Gastos de adm. Y venta	-\$ 3.020.221	-\$ 12.563.317	-\$ 13.612.895	-\$ 12.547.387	-\$ 12.937.641	-\$ 13.857.222	-\$ 14.753.169
(-) Depreciación activo fijo*	\$ 8.437.672	\$ 9.454.713	\$ 10.576.862	\$ 12.696.750	\$ 13.015.692	\$ 13.537.296	\$ 14.186.721
(=) BAIT OPERATIVO	\$ 11.908.506	\$ 13.258.282	\$ 12.932.638	\$ 12.315.311	\$ 12.388.162	\$ 12.753.038	\$ 12.090.862
(+) Ingresos financieros	\$ 266.330	\$ 361.086	\$ 356.448	\$ 70.752	\$ 106.908	\$ 396.807	\$ 213.457
(+) Otros ingresos	\$ 346.115	\$ 512.415	\$ 614.953	\$ 772.737	\$ 60.851	\$ 173.636	\$ 303.800
(-) Otros egresos	-\$ 339.733	-\$ 634.858	-\$ 1.013.214	-\$ 481.421	-\$ 641.394	-\$ 703.493	-\$ 916.626
(-) Gastos financieros	-\$ 2.671.186	-\$ 2.945.589	-\$ 3.255.384	-\$ 3.027.495	-\$ 2.770.582	-\$ 2.349.486	-\$ 1.755.335
(=) BAT	\$ 9.510.032	\$ 10.551.336	\$ 9.635.441	\$ 9.649.884	\$ 9.143.945	\$ 10.270.502	\$ 9.936.158
(-) Impto. Devgdo. sobre Benef.	-\$ 1.539.808	-\$ 1.790.540	-\$ 1.780.041	-\$ 2.040.530	-\$ 2.080.869	-\$ 2.253.043	-\$ 1.996.759
(-) Items extraordinarios	\$ 0	\$ 0	-\$ 1.525.665	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(=) Resultado neto	\$ 7.970.224	\$ 8.760.796	\$ 6.329.735	\$ 7.609.354	\$ 7.063.076	\$ 8.017.459	\$ 7.939.399

*Total depreciación del ejercicio	\$ 8.437.672	\$ 9.454.713	\$ 10.576.862	\$ 12.696.750	\$ 13.015.692	\$ 13.537.296	\$ 14.186.721
Con cargo a Costos de Explot.	\$ 7.616.573	\$ 8.494.025	\$ 9.984.235	\$ 11.356.516	\$ 11.838.208	\$ 12.860.432	\$ 13.477.385
Con cargo a Gtos Adm. Y Vta.	\$ 821.099	\$ 960.688	\$ 592.627	\$ 1.340.234	\$ 1.177.484	\$ 676.864	\$ 709.336

Cuadro 4.14: Rentabilidad sobre el capital.

Beta	0,24
Tasa Libre de Riesgo	5,125%
Tasa de Mercado	38,09%
Prima por Riesgo	32,965%
Rentabilidad sobre el Capital	13,037%

Cuadro 4.15: Costo de la Deuda.

Razones	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	PROMEDIO
Intereses / Deuda financiera	5,4%	4,5%	4,8%	5,2%	4,7%	5,3%	4,4%	4,9%
Deuda / Total pasivo	43,8%	57,9%	52,4%	44,7%	47,9%	34,9%	35,9%	45,3%
Patrimonio / Total pasivo	46,1%	47,5%	42,8%	44,4%	48,0%	47,8%	54,9%	47,4%

Determinación del Costo Promedio Ponderado de Capital

$$CPPC = [(45,3\% * (5\% * (1-0,17))) + (47,4\% * 13,04\%)]$$

$$CPPC = [(1,88\%) + (6,018\%)]$$

$$\mathbf{CPPC = 8,06\%}$$



Determinación del flujo de efectivo de libre disposición.

Cuadro 4.16: Impuesto Efectivo sobre la Operación.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Impuesto devengado	\$ 1.539.808	\$ 1.790.540	\$ 1.780.041	\$ 2.040.530	\$ 2.080.869	\$ 2.253.043	\$ 1.996.759
(-) Impto sobre ingresos financieros	\$ 39.950	\$ 54.163	\$ 53.467	\$ 11.320	\$ 17.640	\$ 67.457	\$ 36.288
(-) Impto sobre otros ingresos	\$ 957	-\$ 18.366	-\$ 59.739	\$ 46.611	-\$ 95.790	-\$ 90.076	-\$ 104.180
(+) Impto compensado por gtos. Feros	\$ 400.678	\$ 441.838	\$ 488.308	\$ 484.399	\$ 457.146	\$ 399.413	\$ 298.407
(=) Impto. Deveng sobre BAIT ajustado	\$ 1.899.579	\$ 2.196.582	\$ 2.274.621	\$ 2.466.998	\$ 2.616.165	\$ 2.675.074	\$ 2.363.059
(+/-) Var en impto. Diferidos (netos)	\$ 379.167	-\$ 2.804.127	-\$ 39.082	-\$ 1.359.953	-\$ 1.453.944	-\$ 1.033.252	-\$ 25.970
(=) Impto. Líq. sobre BAIT Aj.		\$ 5.000.709	\$ 2.313.703	\$ 3.826.951	\$ 4.070.109	\$ 3.708.326	\$ 2.389.029

Cuadro 4.17 Capital de Trabajo Neto Operacional.

Capital de Trabajo Neto Operacional							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo circulante de la operación	\$ 18.101.167	\$ 24.290.576	\$ 20.476.712	\$ 23.058.255	\$ 25.855.069	\$ 20.693.213	\$ 26.339.711
(-) Pasivo exigible de la operación	\$ 8.628.709	\$ 5.503.790	\$ 4.279.334	\$ 1.948.553	\$ 778.626	\$ 701.280	\$ 2.303.842
(=) Capital de trabajo neto operacional	\$ 9.472.458	\$ 18.786.786	\$ 16.197.378	\$ 21.109.702	\$ 25.076.443	\$ 19.991.933	\$ 24.035.869
Variación		\$ 9.314.328	-\$ 2.589.408	\$ 4.912.324	\$ 3.966.741	-\$ 5.084.510	\$ 4.043.936

Cuadro 4.18 Variaciones en Activo.

Variaciones en Activo							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Variación en Activo Fijo							
Saldo ajustado	\$ 151.948.649	\$ 169.473.617	\$ 187.044.736	\$ 191.830.652	\$ 200.652.623	\$ 211.663.835	\$ 223.072.205
Variación		\$ 17.524.968	\$ 17.571.119	\$ 4.785.916	\$ 8.821.971	\$ 11.011.212	\$ 11.408.370
Variación Otros Activos							
Saldo ajustado	\$ 1.392.514	\$ 2.677.777	\$ 3.163.296	\$ 2.727.690	\$ 2.610.268	\$ 4.819.701	\$ 2.376.077
Variación		\$ 1.285.263	\$ 485.519	-\$ 435.606	-\$ 117.422	\$ 2.209.433	-\$ 2.443.624
Variación Inversiones Financieras Temporales							
Saldo ajustado	\$ 244.088	\$ 387.592	\$ 1.495.255	\$ 1.636	\$ 5.573.435	\$ 0	\$ 0
Variación		\$ 143.504	\$ 1.107.663	-\$ 1.493.619	\$ 5.571.799	-\$ 5.573.435	\$ 0



Cuadro 4.19 Flujo de Efectivo de Libre Disposición, Compañía Nacional de Teléfonos, Telefónica del Sur S.A.

FEL GENERADO						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FEL OPERACIONAL						
BENEFICIO ANTES DE INTERESES E IMPOTOS	\$ 13.258.282	\$ 12.932.638	\$ 12.315.311	\$ 12.388.162	\$ 12.753.038	\$ 12.090.862
Impuestos (-)	\$ 5.000.709	\$ 2.313.703	\$ 3.826.951	\$ 4.070.109	\$ 3.708.326	\$ 2.389.029
Variación sobre impuestos diferidos (+/)	-\$ 2.804.127	-\$ 39.082	-\$ 1.359.953	-\$ 1.453.944	-\$ 1.033.252	-\$ 25.970
BONMIA	\$ 5.453.446	\$ 10.579.853	\$ 7.128.407	\$ 6.864.109	\$ 8.011.460	\$ 9.675.863
Amortizaciones (+)	\$ 9.454.713	\$ 10.576.862	\$ 12.696.750	\$ 13.015.692	\$ 13.537.296	\$ 14.186.721
FLUJO EFECTIVO BRUTO	\$ 14.908.159	\$ 21.156.715	\$ 19.825.157	\$ 19.879.801	\$ 21.548.756	\$ 23.862.584
CIFRA DE NUEVA INV. BRUTA DEL PERÍODO	\$ 28.124.559	\$ 15.467.230	\$ 9.262.634	\$ 12.671.290	\$ 8.136.135	\$ 13.008.682
Variación capital de trabajo neto operativo	\$ 9.314.328	-\$ 2.589.408	\$ 4.912.324	\$ 3.966.741	-\$ 5.084.510	\$ 4.043.936
Variación en activo fijo operacional	\$ 17.524.968	\$ 17.571.119	\$ 4.785.916	\$ 8.821.971	\$ 11.011.212	\$ 11.408.370
Variación neta otros activos operacionales	\$ 1.285.263	\$ 485.519	-\$ 435.606	-\$ 117.422	\$ 2.209.433	-\$ 2.443.624
FEL OPERACIONAL GENERADO	-\$ 13.216.400	\$ 5.689.485	\$ 10.562.523	\$ 7.208.511	\$ 13.412.621	\$ 10.853.902
FEL POR INV. FINANCIERAS TEMPORALES						
Ingresos financieros	\$ 361.086	\$ 356.448	\$ 70.752	\$ 106.908	\$ 396.807	\$ 213.457
Impuesto sobre ingresos financieros	\$ 54.163	\$ 53.467	\$ 11.320	\$ 17.640	\$ 67.457	\$ 36.288
INGRESOS FINANCIEROS NETOS	\$ 306.923	\$ 302.981	\$ 59.432	\$ 89.268	\$ 329.350	\$ 177.169
CIFRA DE INVERSION FINANCIERA TEMPORAL	\$ 143.504	\$ 1.107.663	-\$ 1.493.619	\$ 5.571.799	-\$ 5.573.435	\$ 0
Variación en inversiones financieras temporales	\$ 143.504	\$ 1.107.663	-\$ 1.493.619	\$ 5.571.799	-\$ 5.573.435	\$ 0
FEL POR INV. FERAS TEMP. GENERADO	\$ 163.419	-\$ 804.682	\$ 1.553.051	-\$ 5.482.531	\$ 5.902.785	\$ 177.169
FEL POR RESULTADOS FUERA DE LA OP.						
Resultado no operacional (Otros ingresos/egresos)	-\$ 122.443	-\$ 398.261	\$ 291.316	-\$ 580.543	-\$ 529.857	-\$ 612.826
Impuesto sobre ingresos y gastos (-)	-\$ 18.366	-\$ 59.739	\$ 46.611	-\$ 95.790	-\$ 90.076	-\$ 104.180
FEL NO OPERACIONAL GENERADO	-\$ 104.077	-\$ 338.522	\$ 244.705	-\$ 484.753	-\$ 439.781	-\$ 508.646
FEL GENERADO TOTAL	-\$ 13.157.057	\$ 4.546.281	\$ 12.360.279	\$ 1.241.227	\$ 18.875.624	\$ 10.522.426

Determinación del Valor de Continuidad.

$$VC_{2005} = [\$18.875.624 * (1- 5,7\%)] / [8,06\% - 5,7\%]$$

$$VC_{2005} = \$754.225.145.-$$

$$VC_{2006} = [\$10.522.426 * (1-5,7\%)] / [8,06\% - 5,7\%]$$

$$VC_{2006} = \$420.451.175.-$$



Determinación del Valor Presente del Flujo de Efectivo de Libre de Disposición.

$$VP_{FEL\ 2001} = [(-\$13.157.057/1,0806)^1 + (\$4.546.281/1,0806)^2 + (\$12.360.279/1,0806)^3 + (\$1.241.227/1,0806)^4 + (\$18.875.624/1,0806)^5 + (\$754.225.145/1,0806)^5]$$

VP_{FEL2001} = \$527.123.919.-

$$VP_{FEL2002} = [(\$4.546.281/1,0806)^1 + (\$12.360.279/1,0806)^2 + (\$1.241.227/1,0806)^3 + (\$18.875.624/1,0806)^4 + (\$10.522.426/1,0806)^5 + (\$420.451.175/1,0806)^5]$$

VP_{FEL2002} = \$322.119.396.-

Determinación del Valor Creado o Destruído por la empresa TelSur S.A.

Cuadro 4.20 Valor Creado o Destruído

	Valor Presente	Valor Creado	Valor Destruído
Valor Presente 2002	\$322.119.396.-		
Valor Presente 2001	\$527.123.919.-		\$205.004.523.-

4.2.3 Flujo de Efectivo de Libre Disposición, aplicado a la empresa “Empresa Nacional de Telecomunicaciones, Entel S.A.”

Cuadro 4.21 Reversión de Ajustes

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Resultado final antes de reversión	\$ 34.203.963	\$ 41.095.877	\$ 59.977.203	\$ 47.364.347	\$ 71.029.919	\$ 100.187.707
Corrección monetaria neta	-\$ 1.645.405	-\$ 2.809.878	-\$ 534.554	\$ 2.859.536	\$ 3.530.466	\$ 768.158
Corrección monetaria cuentas de resultado	-\$ 1.193.118	-\$ 2.695.716	-\$ 86.956	-\$ 2.952.917	-\$ 4.736.658	-\$ 2.321.008
Utilidad empresas relacionadas	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Pérdida empresas relacionadas	-\$ 2.335.636	-\$ 1.630.257	-\$ 193.838	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Amortización menor valor de inversión	-\$ 3.467.296	-\$ 3.568.574	-\$ 3.816.503	-\$ 3.492.471	-\$ 3.562.704	-\$ 3.577.414
Amortización mayor valor de inversión	\$ 0	\$ 0	\$ 35.590	\$ 208.552	\$ 0	\$ 0
Interés minoritario	-\$ 888.262	-\$ 1.289.164	-\$ 85.650	\$ 2.948.864	-\$ 574.192	-\$ 408.207
Resultado final después de ajustes	\$ 41.347.444	\$ 47.698.034	\$ 64.485.202	\$ 41.886.949	\$ 66.899.691	\$ 101.084.162



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Cuadro 4.22 Reversión de Ajustes Efectuados.

Ajuste Activo Circulante	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo circulante	\$ 302.940.017	\$ 331.134.434	\$ 323.653.685	\$ 217.656.081	\$ 222.537.059	\$ 218.266.034
(-) Corrección monetaria del año	\$ 36.525.356	\$ 19.832.629	-\$ 34.897.815	-\$ 5.941.379	-\$ 5.041.316	\$ 496.401
(-) Corrección monetaria acumulada		36.525.356	56.357.985	21460.170	15.18.791	10.477.475
(=) Activo circulante ajustado	\$ 266.414.661	274.776.449	302.193.515	202.137.290	212.059.584	207.292.158

Ajuste Inversiones Temporales	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Inversiones temporales	\$ 6.390.403	\$ 13.202.302	\$ 27.291.066	\$ 71.424.963	\$ 71.503.634	\$ 159.660.244
(-) Corrección monetaria del año	\$ 0	0	0	0	3.748.077	2.402.523
(-) Corrección monetaria acumulada		0	0	0	0	3.748.077
(=) Inv. Temporales Ajustadas	\$ 6.390.403	\$ 13.202.302	\$ 27.291.066	\$ 71.424.963	\$ 67.755.557	\$ 153.509.644

Ajuste Activo Fijo	2001	2002	2003	2004	2005	2006
(=) Activo fijo bruto	\$ 1.332.703.434	\$ 1.493.665.391	\$ 1.565.568.273	\$ 1.695.537.893	\$ 1.812.227.099	\$ 1.924.947.348
(-) Corrección monetaria del año	\$ 23.459.046	24.722.010	7.876.693	19.998.398	28.706.832	16.966.445
(-) Corrección monetaria acumulada		23.459.046	48.181.056	56.057.749	76.056.147	104.762.979
(=) Activo fijo bruto ajustado	\$ 1.309.244.388	1.445.484.335	1.509.510.524	1.619.481.746	1.707.464.120	1.803.217.924

Ajuste Otros Activos	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Otros activos	\$ 104.732.376	\$ 119.039.967	\$ 96.637.526	\$ 94.364.925	\$ 79.112.510	\$ 64.224.584
(+) Pérdida por inversión emp. Relac.	\$ 2.335.636	\$ 1.630.257	\$ 193.838	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(+) Ajuste acumulado perd. Emp. Relac		2.335.636	3.965.893	4.159.731	4.159.731	4.159.731
(+) Amortización menor valor inversión	\$ 3.467.296	\$ 3.568.574	\$ 3.816.503	\$ 3.492.471	\$ 3.562.704	\$ 3.577.414
(+) Ajuste acum. amort. Menor valor inv.		3.467.296	7.035.870	10.852.373	14.344.844	17.907.548
(-) Utilidad inversión emp. relacionada	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(-) Ajuste acum. utilidad emp. Relac.		0	0	0	0	0
(-) Amortización mayor valor inversión	\$ 0	\$ 0	\$ 35.590	\$ 208.552	\$ 0	\$ 0
(-) Ajuste acum. Amort. Mayor valor inv.		0	0	35.590	244.142	244.142
(-) Corrección monetaria del año	\$ 35.389.022	\$ 19.828.023	-\$ 22.292.310	-\$ 42.238	\$ 4.260.155	\$ 779.013
(-) Corrección monetaria acumulada		35.389.022	55.217.045	32.924.735	32.882.497	37.142.652
(=) Otros activos ajustados	\$ 75.146.286	\$ 74.824.685	\$ 78.689.305	\$ 79.742.861	\$ 63.792.995	\$ 51.703.470

Ajuste Deuda Financiera C/P	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Deuda financiera corto plazo	\$ 40.065.891	\$ 35.194.321	\$ 106.827.556	\$ 84.992.111	\$ 5.168.097	\$ 83.025.071
(-) Corrección monetaria del año	\$ 4.263.983	\$ 6.264.754	\$ 2.586.892	\$ 4.945.125	\$ 8.728.772	\$ 4.316.353
(-) Corrección monetaria acumulada		4.263.983	10.528.737	13.115.629	18.060.754	26.789.526
(=) Deuda Financiera C/P	\$ 35.801.908	24.665.585	93.711.928	66.931.358	-2.162.1429	51.919.193



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Continuación Cuadro 4.22

Ajuste Pasivo circulante	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Pasivo circulante	\$ 138.594.846	\$ 135.385.141	\$ 141.077.679	\$ 147.094.166	\$ 158.896.719	\$ 189.730.036
(-) Corrección monetaria del año	\$ 23.233.232	\$ 6.803.258	-\$ 12.129.946	-\$ 74.810	-\$ 3.054.819	\$ 2.131.815
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 23.233.232	\$ 30.036.490	\$ 28.823.544	\$ 28.748.734	\$ 25.693.915
(=) Pasivo Circulante Ajustado	\$ 115.361.615	\$ 105.348.652	\$ 112.254.136	\$ 118.345.433	\$ 133.202.805	\$ 161.904.307

Ajuste Deuda Financiera L/P	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Deuda financier largo plazo	\$ 298.136.993	\$ 412.666.066	\$ 322.992.497	\$ 268.304.108	\$ 413.834.886	\$ 348.867.773
(-) Corrección monetaria del año	\$ 53.069.562	\$ 38.423.408	-\$ 55.055.848	-\$ 6.508.445	\$ 488.901	-\$ 49.516
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 53.069.562	\$ 91.492.969	\$ 36.437.121	\$ 29.928.676	\$ 30.417.577
(=)Deuda Financiera L/P Aj.	\$ 245.067.432	\$ 321.173.097	\$ 286.555.376	\$ 238.375.432	\$ 383.417.309	\$ 318.499.712

Ajuste Otros Pasivos L/P	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Otros pasivos corto y largo plazo	\$ 209.649.402	\$ 146.477.224	\$ 59.047.852	\$ 22.548.468	\$ 52.652.906	\$ 42.677.745
(-) Corrección monetaria del año	\$ 1.164.745	-\$ 1.829.734	-\$ 690.707	-\$ 4.283.947	\$ 783.702	\$ 161.315
(-) Corrección monetaria acumulada		1.164.745	-664.989	-1.355.696	-5.639.643	-4.855.941
(=) Otros pasivo L/P Aj.	\$ 208.484.657	147.142.213	60.403.548	28.188.111	57.508.847	45.923.371

Ajuste Interés Minoritario	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Interés minoritario	\$ 5.708.208	\$ 7.480.434	\$ 6.127.415	\$ 2.685.012	\$ 2.498.993	-\$ 1313
Interés minoritario	\$ 888.262	\$ 1.289.164	\$ 85.650	-\$ 2.948.864	\$ 574.192	\$ 408.207
(-) Amort. Interés minoritario acumulado		\$ 888.262	2.177.426	2.263.076	-685.788	-111.596
(-) Corrección monetaria del año	\$ 85	-\$ 209	-\$ 142	\$ 0	\$ 0	\$ 0
(-) Corrección monetaria acumulada		85	-124	-266	-266	-266
(=) Interés minoritario ajustado	\$ 4.819.861	5.303.132	3.864.605	3.371.066	2.610.855	-297.658

Ajuste Capital	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Capital	\$ 402.173.105	\$ 416.703.380	\$ 409.678.793	\$ 418.527.643	\$ 430.376.900	\$ 442.826.019
(-) Corrección monetaria del año	\$ 14.094.105	\$ 14.835.348	\$ 5.506.917	\$ 14.124.405	\$ 16.460.068	\$ 9.546.249
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 14.094.105	\$ 28.929.453	\$ 34.436.370	\$ 48.560.775	\$ 65.020.843
(=) Capital ajustado	\$ 388.079.000	\$ 387.773.927	\$ 375.242.423	\$ 369.966.868	\$ 365.356.057	\$ 368.258.927



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Continuación Cuadro 3.22

Determinación de los dividendos distribuidos						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Utilidad retenida a comienzos de año	\$ 29.721.622	\$ 30.918.717	\$ 32.804.388	\$ 36.340.823	\$ 38.987.796	\$ 42.090.624
(+) Utilidad ajustada del ejercicio	\$ 8.760.796	\$ 6.329.735	\$ 7.609.354	\$ 7.063.076	\$ 8.017.459	\$ 7.939.399
(-) Dividendos	\$ 7.563.701	\$ 4.444.064	\$ 4.072.919	\$ 4.416.103	\$ 4.914.631	\$ 5.867.927
(=) Utilidad retenida al final del año	\$ 30.918.717	\$ 32.804.388	\$ 36.340.823	\$ 38.987.796	\$ 42.090.624	\$ 44.162.096

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Utilidad retenida a comienzos de año	\$ 29.721.622	\$ 30.639.640	\$ 32.223.042	\$ 35.579.939	\$ 38.024.482	\$ 40.787.175
(+) Resultado del ejercicio sin ajustar	\$ 8.481.719	\$ 6.027.466	\$ 7.429.816	\$ 6.860.646	\$ 7.677.324	\$ 7.855.430
(-) Utilidad retenida al final del año	\$ 30.639.640	\$ 32.223.042	\$ 35.579.939	\$ 38.024.482	\$ 40.787.175	\$ 42.774.678
(=) Dividendos distribuidos	\$ 7.563.701	\$ 4.444.064	\$ 4.072.919	\$ 4.416.103	\$ 4.914.631	\$ 5.867.927

Cuadro 4.23 Balances Generales y Estados de Resultados Ajustados

ACTIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo circulante	\$ 247.162.472	\$ 266.414.661	\$ 274.776.449	\$ 302.193.515	\$ 202.137.290	\$ 212.059.584	\$ 207.292.158
Inversiones temporales	\$ 7.257.309	\$ 6.390.403	\$ 13.202.302	\$ 27.291.066	\$ 71.424.963	\$ 67.755.557	\$ 153.509.644
Activo fijo bruto	\$ 1.139.016.953	\$ 1.309.244.388	\$ 1.445.484.335	\$ 1.509.510.524	\$ 1.619.481.746	\$ 1.707.464.120	\$ 1.803.217.924
Depreciación acumulada	-\$ 454.808.609	-\$ 558.040.574	-\$ 680.748.247	-\$ 795.057.905	-\$ 932.189.677	-\$ 1.057.535.431	-\$ 1.161.615.080
Activo fijo neto	\$ 684.208.344	\$ 751.203.814	\$ 764.736.088	\$ 714.452.619	\$ 687.292.069	\$ 649.928.689	\$ 641.602.844
Otros activos	\$ 105.288.255	\$ 75.146.286	\$ 74.824.685	\$ 78.689.305	\$ 79.742.861	\$ 63.792.995	\$ 51.703.470
Total activos	\$ 1.043.916.380	\$ 1.099.155.164	\$ 1.127.539.524	\$ 1.122.626.505	\$ 1.040.597.183	\$ 993.536.825	\$ 1.054.108.116
PASIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Deuda financiera de C/P	\$ 53.252.635	\$ 35.801.908	\$ 24.665.585	\$ 93.711.928	\$ 66.931.358	-\$ 21.621.429	\$ 51.919.193
Pasivo circulante	\$ 274.950.028	\$ 115.361.615	\$ 105.348.652	\$ 112.254.136	\$ 118.345.433	\$ 133.202.805	\$ 161.904.307
Deuda financiera de L/P	\$ 230.128.358	\$ 245.067.432	\$ 321.173.097	\$ 286.555.376	\$ 238.375.432	\$ 383.417.309	\$ 318.499.712
Otros pasivos largo plazo	\$ 21.808.626	\$ 208.484.657	\$ 147.142.213	\$ 60.403.548	\$ 28.188.111	\$ 57.508.847	\$ 45.923.371
Interés minoritario	\$ 4.181.787	\$ 4.819.861	\$ 5.303.132	\$ 3.864.605	\$ 3.371.066	\$ 2.610.855	-\$ 297.658
Patrimonio	\$ 460.142.013	\$ 494.930.520	\$ 529.713.047	\$ 567.632.587	\$ 586.874.763	\$ 438.868.009	\$ 474.771.504
Capital	\$ 386.162.047	\$ 388.079.000	\$ 387.773.927	\$ 375.242.423	\$ 369.966.868	\$ 365.356.057	\$ 368.258.927
(+) Reservas	\$ 73.979.966	\$ 106.851.520	\$ 141.939.120	\$ 192.390.164	\$ 216.907.895	\$ 73.511.952	\$ 106.512.577
Impto. Diferidos netos	\$ 547.067	\$ 5.310.828	\$ 5.806.201	\$ 1.795.674	\$ 1.488.979	\$ 449.571	-\$ 1.387.688
Total pasivo	\$ 1.043.916.380	\$ 1.099.155.164	\$ 1.127.539.524	\$ 1.122.626.505	\$ 1.040.597.183	\$ 993.536.825	\$ 1.054.108.116



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Estados de Resultados, Entel S.A.							
		2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ingresos de la explotación	\$ 521.499.318	\$ 708.613.824	\$ 802.065.951	\$ 729.164.943	\$ 689.531.957	\$ 761.625.316	\$ 807.007.178
(-) Costos de explotación	\$ 250.071.708	\$ 319.540.026	\$ 377.244.299	\$ 312.340.762	\$ 291.895.320	\$ 322.922.264	\$ 320.367.419
(-) Gastos de adm. Y venta	\$ 165.388.380	\$ 206.118.823	\$ 211.649.755	\$ 190.306.459	\$ 192.956.054	\$ 188.629.282	\$ 179.325.108
(-) Depreciación activo fijo*	\$ 36.992.486	\$ 100.981.961	\$ 118.307.070	\$ 118.392.796	\$ 119.378.718	\$ 125.457.584	\$ 141.221.726
(=) BAIT OPERATIVO	\$ 69.046.744	\$ 81.973.014	\$ 94.864.827	\$ 108.124.926	\$ 85.301.865	\$ 124.616.186	\$ 166.092.925
(+) Ingresos financieros	\$ 3.002.664	\$ 3.204.547	\$ 2.600.998	\$ 3.013.148	\$ 2.904.801	\$ 3.245.497	\$ 9.571.625
(+) Otros ingresos	\$ 4.481.554	\$ 3.253.323	\$ 2.289.623	\$ 283.568	\$ 3.542.333	\$ 5.230.365	\$ 11.059.267
(-) Otros egresos	\$ 8.155.616	\$ 12.992.893	\$ 18.316.762	\$ 12.967.711	\$ 16.503.259	\$ 27.140.691	\$ 36.186.792
(-) Gastos financieros	\$ 28.737.606	\$ 33.314.018	\$ 29.444.917	\$ 25.897.476	\$ 21.330.887	\$ 21.840.703	\$ 26.906.126
(=) BAT	\$ 39.637.740	\$ 42.123.973	\$ 51.993.769	\$ 72.556.455	\$ 53.914.853	\$ 84.110.654	\$ 123.630.899
(-) Impto. Deveng sobre benefic	\$ 4.391.499	\$ 776.529	\$ 4.295.735	\$ 8.071.253	\$ 12.027.904	\$ 17.210.963	\$ 22.546.737
(=) Resultado neto	\$ 35.246.241	\$ 41.347.444	\$ 47.698.034	\$ 64.485.202	\$ 41.886.949	\$ 66.899.691	\$ 101.084.162

*Total depreciación del ejercicio	\$ 36.992.486	\$ 100.981.961	\$ 118.307.070	\$ 118.392.796	\$ 119.378.718	\$ 125.457.584	\$ 141.221.726
Con cargo a Costos de explot	\$ 27.469.941	\$ 86.644.350	\$ 97.836.762	\$ 95.288.124	\$ 94.862.950	\$ 101.280.020	122.526.628
Con cargo a gtos de adm y venta	\$ 9.522.545	\$ 14.337.611	\$ 20.470.308	\$ 23.104.672	\$ 24.515.768	\$ 24.177.564	18.695.098

Cuadro 4.24 Rentabilidad del Capital

Beta	1,04
Tasa Libre de Riesgo	5,13%
Tasa de Mercado	38,09%
Prima por Riesgo	32,97%
Rentabilidad sobre el Capital	39,41%

Cuadro 4.25 Costo de la Deuda

Razones	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	PROMEDIO
Intereses / Deuda financiera	10,1%	11,9%	8,5%	6,8%	7,0%	6,0%	7,3%	9,6%
Deuda / Total pasivo	27,1%	25,6%	30,7%	33,9%	29,3%	36,4%	35,1%	31,2%
Patrimonio / Total pasivo	44,1%	45,0%	47,0%	50,6%	56,4%	44,2%	45,0%	47,5%

Determinación del Costo Promedio Ponderado de Capital

$$CPPC = [(31,2\% * (9,6\% * (1-0,17))) + (47,5\% * 39,41\%)]$$

$$CPPC = [(2,49\%) + (18,72\%)]$$



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

CPPC = 21,21%

Determinación del flujo de efectivo de libre disposición.

Cuadro 4.26 Impuesto Efectivo sobre la Operación

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Impuesto devengado	\$ 4.391.499	\$ 776.529	\$ 4.295.735	\$ 8.071.253	\$ 12.027.904	\$ 17.210.963	\$ 22.546.737
(-) Impto sobre ingresos financieros	\$ 450.400	\$ 480.682	\$ 390.150	\$ 482.104	\$ 479.292	\$ 551.734	\$ 1.627.176
(-) Impto sobre otros ingresos	-\$ 551.109	-\$ 1.460.936	-\$ 2.404.071	-\$ 1.902.621	-\$ 2.073.748	-\$ 3.615.204	-\$ 4.146.042
(+) Impto compensado por gtos. Feros	\$ 4.310.641	\$ 4.997.103	\$ 4.416.738	\$ 4.143.596	\$ 3.519.596	\$ 3.712.920	\$ 4.574.041
(=) Impto. Devgdo sobre BAIT aj.	\$ 8.802.850	\$ 6.753.885	\$ 10.726.394	\$ 13.635.367	\$ 17.141.956	\$ 23.987.352	\$ 29.639.644
(+/-) Var en impto. Diferidos (netos)	\$ 547.067	\$ 4.763.761	-\$ 51.694	-\$ 9.868.422	-\$ 11.970.791	-\$ 14.499.178	-\$ 16.238.941
(=) Impto. Líq. sobre BAIT Aj.	\$ 8.255.783	\$ 1.990.124	\$ 10.778.088	\$ 23.503.789	\$ 29.112.747	\$ 38.486.530	\$ 45.878.585

Cuadro 4.27 Capital de Trabajo Neto Operacional

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo circulante de la Op.	\$ 247.162.472	\$ 266.414.661	\$ 274.776.449	\$ 302.193.515	\$ 202.137.290	\$ 212.059.584	\$ 207.292.158
(-) Pasivo exigible de la Op.	\$ 274.950.028	\$ 115.361.615	\$ 105.348.652	\$ 112.254.136	\$ 118.345.433	\$ 133.202.805	\$ 161.904.307
(=) Capital de trabajo neto Op.	-\$ 27.787.556	\$ 151.053.047	\$ 169.427.798	\$ 189.939.380	\$ 83.791.858	\$ 78.856.780	\$ 45.387.852
Variación	/	\$ 178.840.603	\$ 18.374.751	\$ 20.511.582	-\$ 106.147.522	-\$ 4.935.078	-\$ 33.468.928

Cuadro 4.28 Variación en Activo.

Variaciones en Activo							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Variación en Activo Fijo							
Saldo ajustado	\$ 1.139.016.953	\$ 1.309.244.388	\$ 1.445.484.335	\$ 1.509.510.524	\$ 1.619.481.746	\$ 1.707.464.120	\$ 1.803.217.924
Variación	/	\$ 170.227.435	\$ 136.239.947	\$ 64.026.189	\$ 109.971.222	\$ 87.982.374	\$ 95.753.804
Variación Otros Activos							
Saldo ajustado	\$ 105.288.255	\$ 75.146.286	\$ 74.824.685	\$ 78.689.305	\$ 79.742.861	\$ 63.792.995	\$ 51.703.470
Variación	/	-\$ 30.141.969	-\$ 321.601	\$ 3.864.620	\$ 1.053.556	-\$ 15.949.866	-\$ 12.089.525
Variación Inversiones Financieras Temporales							
Saldo ajustado	\$ 7.257.309	\$ 6.390.403	\$ 13.202.302	\$ 27.291.066	\$ 71.424.963	\$ 67.755.557	\$ 153.509.644
Variación	/	-\$ 866.906	\$ 6.811.899	\$ 14.088.764	\$ 44.133.897	-\$ 3.669.406	\$ 85.754.087



Cuadro 4.29 Flujo de Efectivo de Libre Disposición, “Empresa Nacional de Telecomunicaciones, Entel S.A.”.

FEL GENERADO						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FEL OPERACIONAL						
BENEFICIO ANTES DE INTS. E IMPTOS	\$ 81.973.014	\$ 94.864.827	\$ 108.124.926	\$ 85.301.865	\$ 124.616.186	\$ 166.092.925
Impuestos (-)	\$ 6.753.885	\$ 10.726.394	\$ 13.635.367	\$ 17.141.956	\$ 23.987.352	\$ 29.639.644
Variación sobre impuestos diferidos (+)	\$ 4.763.761	-\$ 51.694	-\$ 9.868.422	-\$ 11.970.791	-\$ 14.499.178	-\$ 16.238.941
BONMIA	\$ 79.982.890	\$ 84.086.739	\$ 84.621.137	\$ 56.189.118	\$ 86.129.656	\$ 120.214.340
Amortizaciones (+)	\$ 100.981.961	\$ 118.307.070	\$ 118.392.796	\$ 119.378.718	\$ 125.457.584	\$ 141.221.726
FLUJO EFECTIVO BRUTO	\$ 180.964.851	\$ 202.393.809	\$ 203.013.933	\$ 175.567.836	\$ 211.587.240	\$ 261.436.066
CIFRA NUEVA INV. BRUTA DEL PERÍODO	\$ 318.926.069	\$ 154.293.097	\$ 88.402.391	\$ 4.877.256	\$ 67.097.430	\$ 50.195.351
Variación capital de trabajo neto Op.	\$ 178.840.603	\$ 18.374.751	\$ 20.511.582	-\$ 106.147.522	-\$ 4.935.078	-\$ 33.468.928
Variación en activo fijo operacional	\$ 170.227.435	\$ 136.239.947	\$ 64.026.189	\$ 109.971.222	\$ 87.982.374	\$ 95.753.804
Variación neta otros activos Op.	-\$ 30.141.969	-\$ 321.601	\$ 3.864.620	\$ 1.053.556	-\$ 15.949.866	-\$ 12.089.525
FEL OPERACIONAL GENERADO	-\$ 137.961.218	\$ 48.100.712	\$ 114.611.542	\$ 170.690.580	\$ 144.489.810	\$ 211.240.715
FEL POR INV. FINANCIERAS TEMP.						
Ingresos financieros	\$ 3.204.547	\$ 2.600.998	\$ 3.013.148	\$ 2.904.801	\$ 3.245.497	\$ 9.571.625
Impuesto sobre ingresos financieros	\$ 480.682	\$ 390.150	\$ 482.104	\$ 479.292	\$ 551.734	\$ 1.627.176
INGRESOS FINANCIEROS NETOS	\$ 2.723.865	\$ 2.210.848	\$ 2.531.044	\$ 2.425.509	\$ 2.693.763	\$ 7.944.449
CIFRA DE INV. FINANCIERA TEMPORAL	-\$ 866.906	\$ 6.811.899	\$ 14.088.764	\$ 44.133.897	-\$ 3.669.406	\$ 85.754.087
Var. en inversiones financieras temp.	-\$ 866.906	\$ 6.811.899	\$ 14.088.764	\$ 44.133.897	-\$ 3.669.406	\$ 85.754.087
FEL POR INV. FINANCIERAS TEMP.	\$ 3.590.771	-\$ 4.601.051	-\$ 11.557.720	-\$ 41.708.388	\$ 6.363.169	-\$ 77.809.638
FEL POR RESULTADOS FUERA DE LA OP.						
Resultado no Op. (Otros ingresos/egresos)	-\$ 9.739.570	-\$ 16.027.139	-\$ 12.684.143	-\$ 12.960.926	-\$ 21.910.326	-\$ 25.127.525
Impuesto sobre ingresos y gastos (-)	-\$ 1.460.936	-\$ 2.404.071	-\$ 2.029.463	-\$ 2.138.553	-\$ 3.724.755	-\$ 4.271.679
FEL NO OPERACIONAL	-\$ 8.278.635	-\$ 13.623.068	-\$ 10.654.680	-\$ 10.822.373	-\$ 18.185.571	-\$ 20.855.846
FEL GENERADO TOTAL	-\$ 142.649.081	\$ 29.876.593	\$ 92.399.142	\$ 118.159.818	\$ 132.667.408	\$ 112.575.231



Determinación del Valor de Continuidad.

$$VC_{2005} = [\$132.667.408 * (1- 5,7\%)] / [21,21\% - 5,7\%]$$

$$VC_{2005} = \$806.610.997.-$$

$$VC_{2006} = [\$112.575.231 * (1-5,7\%)] / [21,21\% - 5,7\%]$$

$$VC_{2006} = \$684.451.598.-$$

Determinación del Valor Presente del Flujo de Efectivo de Libre de Disposición.

$$VP_{FEL\ 2001} = [(-\$142.649.081/1,2121)^1 + (\$29.876.593/1,2121)^2 + (\$32.399.142/1,2121)^3 + (\$118.159.818/1,2121)^4 + (\$132.667.408/1,2121)^5 + (\$806.610.997/1,2121)^5]$$

$$VP_{FEL2001} = \$334.589.220.-$$

$$VP_{FEL2002} = [(\$29.876.593/1,2121)^1 + (\$32.399.142/1,2121)^2 + (\$118.159.818/1,2121)^3 + (\$132.667.408/1,2121)^4 + (\$112.575.231/1,2121)^5 + (\$684.451.598/1,2121)^5]$$

$$VP_{FEL2002} = \$479.151.279.-$$

Determinación del Valor Creado o Destruído por la empresa Entel S.A.

Cuadro 4.30 Valor Creado o Destruído

	Valor Presente	Valor Creado	Valor Destruído
Valor Presente 2002	\$479.151.279.-		
Valor Presente 2001	\$334.589.220.-	\$285.437.941	



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

4.2.4 Flujo de Efectivo de Libre Disposición aplicado a la empresa Madeco S.A.

Cuadro 4.31 Reversión de Ajustes

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Resultado final antes de reversión	-\$ 50.096.084	-\$ 40.165.867	-\$ 16.734.324	\$ 8.512.367	\$ 12.014.323	\$ 30.203.974
Corrección monetaria neta	-\$ 13.214.361	-\$ 8.442.351	\$ 1.739.726	-\$ 250.847	-\$ 2.751.903	-\$ 1.272.088
Corrección monetaria ctas de resultado	-\$ 23.209	-\$ 102.773	\$ 1.338	-\$ 258.248	-\$ 294.253	-\$ 299.028
Utilidad empresas relacionadas	\$ 788	\$ 281.341	\$ 38.458	\$ 19.881	\$ 281.074	\$ 688.274
Pérdida empresas relacionadas	-\$ 50.327	\$ 0	-\$ 70.089	-\$ 42.894	\$ 0	\$ 0
Amort menor valor de inversión	-\$ 2.600.645	-\$ 2.302.910	-\$ 1.843.722	-\$ 1.741.449	-\$ 1.659.957	-\$ 1.721.235
Amortiz mayor valor de inversión	\$ 20.163	\$ 5.140	\$ 55.970	\$ 0	\$ 19.098	\$ 26.452
Interés minoritario	\$ 1.282.776	\$ 1.997.934	-\$ 578.227	-\$ 820.626	-\$ 736.399	-\$ 1.538.153
Resultado final después de ajustes	-\$ 35.557.687	-\$ 31.807.794	-\$ 16.075.102	\$ 11.090.054	\$ 16.568.157	\$ 33.721.696

Cuadro 4.32 Reversión de Ajustes Efectuados

Ajuste Activo Circulante	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo circulante	\$ 145.467.609	\$ 114.759.340	\$ 123.165.798	\$ 144.570.231	\$ 155.351.860	\$ 226.141.593
(-) Corrección monetaria del año	-\$ 1.194.997	\$ 2.564.714	\$ 56.179	-\$ 288.597	-\$ 294.531	\$ 1.247.075
(-) Corrección monetaria acumulada		-\$ 1.194.997	\$ 1.369.717	\$ 1.425.896	\$ 1.137.300	\$ 842.769
(=) Activo circulante ajustado	\$ 146.662.606	\$ 113.389.623	\$ 121.739.902	\$ 143.432.932	\$ 154.509.092	\$ 224.051.750

Ajuste Inversiones Temporales	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Inversiones temporales	\$ 1.366.367	\$ 4.099.568	\$ 22.106.239	\$ 4.113.485	\$ 244.128	\$ 567.571
(-) Corrección monetaria del año	\$ 226.837	\$ 68.030	-\$ 569.572	-\$ 56.813	-\$ 27.049	\$ 159.346
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 226.837	\$ 294.866	-\$ 274.706	-\$ 331.519	-\$ 358.568
(=) Inversiones Temp. ajustadas	\$ 1.139.531	\$ 3.804.702	\$ 22.380.945	\$ 4.445.004	\$ 602.696	\$ 766.793

Ajuste Activo Fijo	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo fijo bruto	\$ 355.010.823	\$ 378.041.436	\$ 323.292.785	\$ 309.585.142	\$ 309.983.130	\$ 326.363.521
(-) Corrección monetaria del año	\$ 2.854.577	\$ 2.555.296	\$ 842.533	\$ 1.971.672	\$ 2.855.755	\$ 1.672.488
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 2.854.577	\$ 5.409.873	\$ 6.252.406	\$ 8.224.078	\$ 11.079.833
(=) Activo fijo bruto ajustado	\$ 352.156.246	\$ 372.631.563	\$ 317.040.379	\$ 301.361.064	\$ 298.903.297	\$ 313.611.200



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Continuación Cuadro 4.32

Ajuste Otros Activos	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Otros activos	\$ 55.217.851	\$ 53.642.083	\$ 43.819.177	\$ 41.143.849	\$ 40.551.280	\$ 36.549.653
(+) Pérdida por inversión emp. Relac.	-\$ 50.327	\$ 0	-\$ 70.089	-\$ 42.894	\$ 0	\$ 0
(+) Ajuste acumulado perd. Emp. Relac		-\$ 50.327	-\$ 50.327	-\$ 120.416	-\$ 163.310	-\$ 163.310
(+) Amortización menor valor inversión	-\$ 2.600.645	-\$ 2.302.910	-\$ 1.843.722	-\$ 1.741.449	-\$ 1.659.957	-\$ 1.721.235
(+) Ajuste acum. amort. Menor valor inv.		-\$ 2.600.645	-\$ 4.903.555	-\$ 6.747.277	-\$ 8.488.726	-\$ 10.148.683
(-) Utilidad inversión emp. relacionada	\$ 788	\$ 281.341	\$ 38.458	\$ 19.881	\$ 281.074	\$ 688.274
(-) Ajuste acum. utilidad emp. Relac.		\$ 788	\$ 282.129	\$ 320.587	\$ 340.468	\$ 621.542
(-) Amortización mayor valor inversión	\$ 20.163	\$ 5.140	\$ 55.970	\$ 0	\$ 19.098	\$ 26.452
(-) Ajuste acum. Amort. Mayor valor inv.		\$ 20.163	\$ 25.303	\$ 81.273	\$ 81.273	\$ 100.371
(-) Corrección monetaria del año	\$ 8.780.390	\$ 13.696.670	\$ 231.444	\$ 3.361.102	\$ 4.085.843	\$ 2.262.791
(-) Corrección monetaria acumulada		\$ 8.780.390	\$ 22.477.060	\$ 22.708.504	\$ 26.069.606	\$ 30.155.449
(=) Otros activos ajustados	\$ 49.067.482	\$ 35.811.473	\$ 27.576.506	\$ 23.304.538	\$ 19.985.911	\$ 14.728.002

Ajuste Deuda Financiera C/P	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Deuda financiera corto plazo	\$ 108.137.009	\$ 143.202.049	\$ 49.129.799	\$ 27.318.986	\$ 31.606.952	\$ 36.756.705
(-) Corrección monetaria del año	-\$ 8.898.113	-\$ 8.072.259	-\$ 3.282.831	-\$ 2.366.154	-\$ 2.655.866	-\$ 1618.549
(-) Corrección monetaria acumulada		-\$ 8.898.113	-\$ 16.970.372	-\$ 20.253.203	-\$ 22.619.357	-\$ 25.275.223
(=) Deuda financiera corto plazo	\$ 99.238.896	\$ 126.231.677	\$ 28.876.596	\$ 4.699.629	\$ 6.331.729	\$ 9.862.933

Ajuste Pasivo circulante	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Pasivo circulante	\$ 36.909.559	\$ 36.236.942	\$ 29.389.410	\$ 36.294.535	\$ 37.884.445	\$ 43.486.728
(-) Corrección monetaria del año	-\$ 1.534.865	-\$ 1.030.397	\$ 4.396.848	\$ 482.058	\$ 858.455	-\$ 381.626
(-) Corrección monetaria acumulada		-\$ 1.534.865	-\$ 2.565.262	\$ 1.831.586	\$ 2.313.644	\$ 3.172.099
(=) Pasivo Circulante Ajustado	\$ 35.374.694	\$ 33.671.680	\$ 31.220.996	\$ 38.608.179	\$ 41.056.544	\$ 46.277.201

Ajuste Deuda Financiera L/P	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Deuda financier largo plazo	\$ 101.689.271	\$ 72.584.092	\$ 98.080.806	\$ 92.840.781	\$ 48.826.710	\$ 61.696.919
(-) Corrección monetaria del año	-\$ 1.435.583	-\$ 2.162.621	\$ 0	\$ 717.806	\$ 0	\$ 246.974
(-) Corrección monetaria acumulada		-\$ 1.435.583	-\$ 3.598.204	-\$ 3.598.204	-\$ 2.880.398	-\$ 2.880.398
(=) Deuda Financiera L/P	\$ 100.253.688	\$ 68.985.888	\$ 94.482.602	\$ 89.960.383	\$ 45.946.312	\$ 59.063.495

Ajuste Otros Pasivos L/P	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Otros pasivos y largo plazo	\$ 19.939.148	\$ 13.512.308	\$ 19.567.569	\$ 17.611.291	\$ 10.085.104	\$ 11.328.499
(-) Corrección monetaria del año	-\$ 6.892.628	-\$ 1.199.806	\$ 1.373.102	\$ 176.492	-\$ 1.347.453	\$ 4.982
(-) Corrección monetaria acumulada		-\$ 6.892.628	-\$ 18.883.434	-\$ 17.510.332	-\$ 17.333.840	-\$ 18.681.293
(=) Otros pasivo L/P Ajustados	\$ 13.046.520	-\$ 5.371.126	\$ 2.057.237	\$ 277.451	-\$ 8.596.189	-\$ 7.347.812



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Continuación Cuadro 4.32

Ajuste Interés Minoritario	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Interés minoritario	\$ 14.681.225	\$ 13.385.059	\$ 9.939.187	\$ 10.332.140	\$ 10.206.822	\$ 11.467.736
Interés minoritario	\$ 1.282.776	\$ 1.997.934	-\$ 578.227	-\$ 820.626	-\$ 736.399	-\$ 1.538.153
(+) Amort. Interés minoritario acum		\$ 1.282.776	\$ 3.280.710	\$ 2.702.483	\$ 1.881.857	\$ 1.145.458
(-) Corrección monetaria del año	-\$ 279.852	-\$ 261.372	-\$ 89.023	-\$ 212.084	-\$ 312.836	-\$ 184.121
(-) Corrección monetaria acumulada		-\$ 279.852	-\$ 541.224	-\$ 630.247	-\$ 842.331	-\$ 1.155.167
(=) Interés minoritario ajustado	\$ 15.684.149	\$ 16.124.545	\$ 12.011.423	\$ 11.371.666	\$ 10.197.113	\$ 9.735.753

Ajuste Capital	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Capital	\$ 159.667.797	\$ 176.811.892	\$ 242.659.412	\$ 247.467.821	\$ 285.523.410	\$ 302.908.534
(-) Corrección monetaria del año	-\$ 4.816.918	-\$ 3.706.832	-\$ 1.220.292	-\$ 3.778.082	-\$ 5.619.968	-\$ 4.382.419
(-) Corrección monetaria acumulada		-\$ 4.816.918	-\$ 8.523.750	-\$ 9.744.042	-\$ 13.522.124	-\$ 19.142.092
(=) Capital ajustado	\$ 154.850.879	\$ 168.288.142	\$ 232.915.370	\$ 233.945.697	\$ 266.381.318	\$ 279.384.023

Determinación de los dividendos distribuidos						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Utilidad retenida a com de año ajust	\$ 13.357.347	-\$ 21.786.262	-\$ 54.683.795	-\$ 71.534.701	-\$ 62.821.904	-\$ 49.456.136
(+) Utilidad ajustada del ejercicio	-\$ 35.557.687	-\$ 31.807.794	-\$ 16.075.102	\$ 11.090.054	\$ 16.568.157	\$ 33.721.696
(-) Dividendos	-\$ 414.078	\$ 1.089.739	\$ 775.804	\$ 2.377.257	\$ 3.202.389	\$ 1.413.978
(=) Utilidad retenida al final del año	-\$ 21.786.262	-\$ 54.683.795	-\$ 71.534.701	-\$ 62.821.904	-\$ 49.456.136	-\$ 17.148.418

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Utilidad retenida a comienzos de año	\$ 13.357.347	-\$ 36.324.659	-\$ 77.580.265	-\$ 95.090.393	-\$ 88.955.283	-\$ 80.143.349
(+) Resultado del ejercicio sin ajustar	-\$ 50.096.084	-\$ 40.165.867	-\$ 16.734.324	\$ 8.512.367	\$ 12.014.323	\$ 30.203.974
(-) Utilidad retenida al final del año	-\$ 36.324.659	-\$ 77.580.265	-\$ 95.090.393	-\$ 88.955.283	-\$ 80.143.349	-\$ 51.353.353
(=) Dividendos distribuidos	-\$ 414.078	\$ 1.089.739	\$ 775.804	\$ 2.377.257	\$ 3.202.389	\$ 1.413.978



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Cuadro 4.33 Balances Generales y Estados de Resultados Ajustados

Balances Ajustados Madeco S.A.

ACTIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo circulante	\$ 171.054.963	\$ 146.662.606	\$ 113.389.623	\$ 121.739.902	\$ 143.432.932	\$ 154.509.092	\$ 224.051.750
Inversiones temporales	\$ 6.084.954	\$ 1.139.531	\$ 3.804.702	\$ 22.380.945	\$ 4.445.004	\$ 602.696	\$ 766.793
Activo fijo bruto	\$ 331.025.803	\$ 352.156.246	\$ 372.631.563	\$ 317.040.379	\$ 301.361.064	\$ 298.903.297	\$ 313.611.200
Depreciación acumulada	\$ 128.900.999	\$ 155.034.139	\$ 176.808.938	\$ 160.533.309	\$ 159.318.218	\$ 165.119.102	\$ 178.415.120
Activo fijo neto	\$ 202.124.804	\$ 197.122.107	\$ 195.822.625	\$ 156.507.070	\$ 142.042.846	\$ 133.784.195	\$ 135.196.080
Otros activos	\$ 57.202.372	\$ 49.067.482	\$ 35.811.473	\$ 27.576.506	\$ 23.304.538	\$ 19.985.911	\$ 14.728.002
Total activos	\$ 436.467.093	\$ 393.991.725	\$ 348.828.423	\$ 328.204.423	\$ 313.225.319	\$ 308.881.893	\$ 374.742.625
PASIVO							
Deuda financiera C/P	\$ 118.994.119	\$ 99.238.896	\$ 126.231.677	\$ 28.876.596	\$ 4.699.629	\$ 6.331.729	\$ 9.862.933
Pasivo circulante	\$ 57.484.903	\$ 35.374.694	\$ 33.671.680	\$ 31.220.996	\$ 38.608.179	\$ 41.056.544	\$ 46.277.201
Deuda financiera L/P	\$ 79.957.602	\$ 100.253.688	\$ 68.985.888	\$ 94.482.602	\$ 89.960.383	\$ 45.946.312	\$ 59.063.495
Otros pasivos L/P	\$ 13.800.865	\$ 13.046.520	-\$ 5.371.126	\$ 2.057.237	\$ 277.451	-\$ 8.596.189	-\$ 7.347.812
Interés minoritario	\$ 12.647.093	\$ 15.684.149	\$ 16.124.545	\$ 12.011.423	\$ 11.371.666	\$ 10.197.113	\$ 9.735.753
Patrimonio	\$ 155.384.448	\$ 133.064.617	\$ 113.604.347	\$ 161.380.669	\$ 171.123.793	\$ 216.925.182	\$ 262.235.605
Capital	\$ 142.027.101	\$ 154.850.879	\$ 168.288.142	\$ 232.915.370	\$ 233.945.697	\$ 266.381.318	\$ 279.384.023
(+) Reservas	\$ 13.357.347	-\$ 21.786.262	-\$ 54.683.795	-\$ 71.534.701	-\$ 62.821.904	-\$ 49.456.136	-\$ 17.148.418
Impto. Diferidos netos	\$ 1.801.937	\$ 2.670.839	\$ 4.418.588	\$ 1.825.100	\$ 2.815.782	\$ 2.978.798	\$ 5.084.550
Total pasivo	\$ 436.467.093	\$ 393.991.725	\$ 348.828.423	\$ 328.204.423	\$ 313.225.319	\$ 308.881.893	\$ 374.742.625

Estados de Resultados Ajustados, Madeco S.A.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ingresos de la explotación	\$ 302.902.628	\$ 331.888.667	\$ 256.179.822	\$ 237.667.369	\$ 323.776.709	\$ 365.193.247	\$ 558.842.447
(-) Costos de explotación	-\$ 252.238.306	-\$ 273.384.022	-\$ 212.401.493	-\$ 197.940.030	-\$ 266.370.646	-\$ 302.941.207	-\$ 467.006.114
(-) Gastos de adm. Y venta	-\$ 26.935.276	-\$ 33.089.493	-\$ 27.091.955	-\$ 21.196.749	-\$ 21.703.359	-\$ 23.462.651	-\$ 26.978.424
(-) Depreciación activo fijo*	\$ 13.740.520	\$ 14.772.331	\$ 12.785.692	\$ 11.072.480	\$ 10.784.938	\$ 11.243.246	\$ 13.391.201
(=) BAIT OPERATIVO	\$ 9.988.526	\$ 10.642.821	\$ 3.900.682	\$ 7.458.110	\$ 24.917.766	\$ 27.546.143	\$ 51.466.708
(+) Ingresos financieros	\$ 1.972.040	\$ 1.921.673	\$ 1.570.236	\$ 1.114.271	\$ 943.405	\$ 805.116	\$ 1.604.896
(+) Otros ingresos	\$ 3.133.935	\$ 3.978.982	\$ 421.599	\$ 729.266	\$ 1.453.591	\$ 2.320.581	\$ 116.652
(-) Otros egresos	-\$ 7.171.781	-\$ 30.413.277	-\$ 20.010.994	-\$ 11.322.657	-\$ 3.680.951	-\$ 3.277.408	-\$ 2.851.583
(-) Gastos financieros	-\$ 18.380.387	-\$ 21.269.528	-\$ 19.091.665	-\$ 12.461.680	-\$ 11.001.511	-\$ 9.359.495	-\$ 11.410.435
(=) BAT	-\$ 10.457.667	-\$ 35.139.329	-\$ 33.210.142	-\$ 14.482.690	\$ 12.632.300	\$ 18.034.937	\$ 38.926.238
(-) Impto. Deveng sobre Benef.	\$ 1.456.282	-\$ 418.358	\$ 1.402.348	-\$ 1.592.412	-\$ 1.542.246	-\$ 1.466.780	-\$ 5.204.542
(=) Resultado neto	-\$ 9.001.385	-\$ 35.557.687	-\$ 31.807.794	-\$ 16.075.102	\$ 11.090.054	\$ 16.568.157	\$ 33.721.696

*Total depreciación del ejercicio	\$ 13.740.520	\$ 14.772.331	\$ 12.785.692	\$ 11.072.480	\$ 10.784.938	\$ 11.243.246	\$ 13.391.201
Con cargo a Costos de Explot.	\$ 12.435.170	\$ 13.503.767	\$ 12.185.557	\$ 10.497.355	\$ 10.250.783	\$ 10.606.468	\$ 11.963.280
Con cargo a Gtos Adm. y Vta.	\$ 1.305.350	\$ 1.268.564	\$ 600.135	\$ 575.125	\$ 534.155	\$ 636.778	\$ 1.427.921



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Cuadro 4.34 Rentabilidad del Capital

Beta	1,38
Tasa Libre de Riesgo	5,125%
Tasa de Mercado	38,09%
Prima por Riesgo	32,965%
Rentabilidad sobre el Capital	50,617%

Cuadro 4.35 Costo de la Deuda

Razones	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	PROMEDIO
Intereses / Deuda financiera	9,2%	10,7%	9,8%	10,1%	11,6%	17,9%	16,6%	12,3%
Deuda / Total pasivo	45,6%	50,6%	56,0%	37,6%	30,2%	16,9%	18,4%	36,2%
Patrimonio / Total pasivo	35,6%	33,8%	32,6%	49,2%	54,6%	70,2%	70,0%	41,8%

Determinación del Costo Promedio Ponderado de Capital.

$$CPPC = [(36,2\% * (12,3\% *(1-0,17))) + (41,8\% *50,61\%)]$$

$$CPPC = [(3,69\%) + (21,15\%)]$$

$$CPPC = 24,85\%$$

Determinación del flujo de efectivo de libre disposición.

Cuadro 4.36 Impuesto Efectivo sobre la Operación.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Impuesto devengado	-\$ 1.456.282	\$ 418.358	-\$ 1.402.348	\$ 1.592.412	\$ 1.542.246	\$ 1.466.780	\$ 5.204.542
(-) Impto sobre ingresos financieros	\$ 295.806	\$ 288.251	\$ 235.535	\$ 178.283	\$ 155.662	\$ 136.870	\$ 272.832
(-) Impto sobre otros ingresos	-\$ 605.677	-\$ 3.965.144	-\$ 2.938.409	-\$ 1.694.943	-\$ 367.514	-\$ 162.661	-\$ 464.938
(+) Impto compensado por gtos. Feros	\$ 2.757.058	\$ 3.190.429	\$ 2.863.750	\$ 1.993.869	\$ 1.815.249	\$ 1.591.114	\$ 1.939.774
(=) Impto. Deveng sobre BAIT ajustado	\$ 1.610.647	\$ 7.285.681	\$ 4.164.276	\$ 5.102.940	\$ 3.569.348	\$ 3.083.685	\$ 7.336.422
(+/-) Var en impto. Diferidos (netos)	\$ 1.801.937	\$ 2.670.839	\$ 4.418.588	\$ 1.825.100	\$ 2.815.782	\$ 2.978.798	\$ 5.084.550
(=) Impto. Líq. sobre BAIT Ajdo	-\$ 191.290	\$ 4.614.842	-\$ 254.312	\$ 3.277.840	\$ 753.566	\$ 104.887	\$ 2.251.872



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Cuadro 4.37 Capital de Trabajo Neto Operacional.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo circulante Operacional	\$ 171.054.963	\$ 146.662.606	\$ 113.389.623	\$ 121.739.902	\$ 143.432.932	\$ 154.509.092	\$ 224.051.750
(-) Pasivo exigible Operac.	\$ 57.484.903	\$ 35.374.694	\$ 33.671.680	\$ 31.220.996	\$ 38.608.179	\$ 41.056.544	\$ 46.277.201
(=) Capital de trabajo neto Op.	\$ 113.570.060	\$ 111.287.912	\$ 79.717.943	\$ 90.518.906	\$ 104.824.753	\$ 113.452.548	\$ 177.774.549
Variación		-\$ 2.282.149	-\$ 31.569.969	\$ 10.800.963	\$ 14.305.847	\$ 8.627.795	\$ 64.322.002

Cuadro 4.38 Variación en Activo.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Variación en Activo Fijo							
Saldo ajustado	\$ 331.025.803	\$ 352.156.246	\$ 372.631.563	\$ 317.040.379	\$ 301.361.064	\$ 298.903.297	\$ 313.611.200
Variación		\$ 21.130.443	\$ 20.475.317	-\$ 55.591.184	-\$ 15.679.315	-\$ 2.457.767	\$ 14.707.903
Variación Otros Activos							
Saldo ajustado	\$ 57.202.372	\$ 49.067.482	\$ 35.811.473	\$ 27.576.506	\$ 23.304.538	\$ 19.985.911	\$ 14.728.002
Variación		-\$ 8.134.890	-\$ 13.256.009	-\$ 8.234.967	-\$ 4.271.968	-\$ 3.318.627	-\$ 5.257.909
Variación Inversiones Financieras Temporales							
Saldo ajustado	\$ 6.084.954	\$ 1.139.531	\$ 3.804.702	\$ 22.380.945	\$ 4.445.004	\$ 602.696	\$ 766.793
Variación		-\$ 4.945.424	\$ 2.665.172	\$ 18.576.243	-\$ 17.935.942	-\$ 3.842.308	\$ 164.098

Cuadro 4.39 Flujo de Efectivo de Libre Disposición, Madeco S.A.

FEL GENERADO						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FEL OPERACIONAL						
BENEFICIO ANTES DE INT. E IMPOTOS	\$ 10.642.821	\$ 3.900.682	\$ 7.458.110	\$ 24.917.766	\$ 27.546.143	\$ 51.466.708
Impuesto devengado sobre Bait (-)	\$ 904.822	-\$ 5.981.812	-\$ 709.898	-\$ 2.876.933	-\$ 3.077.341	-\$ 1.627.676
Variación sobre impuestos diferidos (+/-)	\$ 2.670.839	\$ 4.418.588	\$ 1.825.100	\$ 2.815.782	\$ 2.978.798	\$ 5.084.550
BONMIA	\$ 12.408.838	\$ 14.301.082	\$ 9.993.108	\$ 30.610.481	\$ 33.602.282	\$ 58.178.934
Amortizaciones (+)	\$ 155.034.139	\$ 176.808.938	\$ 160.533.309	\$ 159.318.218	\$ 165.119.102	\$ 178.415.120
FLUJO EFECTIVO BRUTO	\$ 167.442.977	\$ 191.110.020	\$ 170.526.417	\$ 189.928.699	\$ 198.721.384	\$ 236.594.054
CIFRA DE NUEVA INV. BRUTA DEL PDO	\$ 10.713.405	-\$ 24.350.661	-\$ 53.025.188	-\$ 5.645.437	\$ 2.851.401	\$ 73.771.996
Variación capital de trabajo neto operativo	-\$ 2.282.149	-\$ 31.569.969	\$ 10.800.963	\$ 14.305.847	\$ 8.627.795	\$ 64.322.002
Variación en activo fijo operacional	\$ 21.130.443	\$ 20.475.317	-\$ 55.591.184	-\$ 15.679.315	-\$ 2.457.767	\$ 14.707.903
Variación neta otros activos operacionales	-\$ 8.134.890	-\$ 13.256.009	-\$ 8.234.967	-\$ 4.271.968	-\$ 3.318.627	-\$ 5.257.909
FEL OPERACIONAL GENERADO	\$ 178.156.381	\$ 166.759.359	\$ 117.501.229	\$ 184.283.262	\$ 201.572.785	\$ 310.366.050



Capítulo IV “ Aplicación del Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL”.

Continuación Cuadro 3.39

FEL POR INV. FERAS TEMPORALES						
Ingresos financieros	\$ 1.921.673	\$ 1.570.236	\$ 1.114.271	\$ 943.405	\$ 805.116	\$ 1.604.896
Impuesto sobre ingresos financieros	\$ 288.251	\$ 235.535	\$ 178.283	\$ 155.662	\$ 136.870	\$ 272.832
INGRESOS FINANCIEROS NETOS	\$ 1.633.422	\$ 1.334.701	\$ 935.988	\$ 787.743	\$ 668.246	\$ 1.332.064
CIFRA DE INV. FINANCIERA TEMPORAL	-\$ 4.945.424	\$ 2.665.172	\$ 18.576.243	-\$ 17.935.942	-\$ 3.842.308	\$ 164.098
Variación en inv. financieras temporales	-\$ 4.945.424	\$ 2.665.172	\$ 18.576.243	-\$ 17.935.942	-\$ 3.842.308	\$ 164.098
FEL INV. FERAS TEMP. GENERADO	\$ 6.578.846	-\$ 1.330.471	-\$ 17.640.255	\$ 18.723.685	\$ 4.510.554	\$ 1.167.966
FEL POR RESULTADOS NO OP.						
Resultado no Op. (Otros ingresos/egresos)	-\$ 26.434.295	-\$ 19.589.395	-\$ 10.593.391	-\$ 2.227.360	-\$ 956.827	-\$ 2.734.931
Impuesto sobre ingresos y gastos (-)	-\$ 3.965.144	-\$ 2.938.409	-\$ 1.694.943	-\$ 367.514	-\$ 162.661	-\$ 464.938
FEL NO OPERACIONAL	-\$ 22.469.151	-\$ 16.650.986	-\$ 8.898.448	-\$ 1.859.846	-\$ 794.166	-\$ 2.269.993
FEL GENERADO TOTAL	\$ 162.266.076	\$ 148.777.903	\$ 90.962.525	\$ 201.147.101	\$ 205.289.173	\$ 309.264.023

Determinación del Valor de Continuidad.

$$VC_{2005} = [\$205.289.173 * (1 - 6,7\%)] / [24,85\% - 6,7\%]$$

$$VC_{2005} = \$1.055.288.145.-$$

$$VC_{2006} = [\$309.264.023 * (1 - 6,7\%)] / [24,85\% - 6,7\%]$$

$$VC_{2006} = \$1.589.770.433.-$$

Determinación del Valor Presente del Flujo de Efectivo de Libre de Disposición.

$$VP_{FEL 2001} = [(\$162.266.076/1,2485)^1 + (\$148.777.903/1,2485)^2 + (\$90.962.525/1,2485)^3 + (\$201.147.101/1,2485)^4 + (\$205.289.173/1,2485)^5 + (\$1.055.288.145/1,2485)^5]$$

$$VP_{FEL2001} = \$770.496.325.-$$

$$VP_{FEL2002} = [(\$148.777.903/1,2485)^1 + (\$90.962.525/1,2485)^2 + (\$201.147.101/1,2485)^3 + (\$205.289.173/1,2485)^4 + (\$309.264.023/1,2485)^5 + (\$1.589.770.433/1,2485)^5]$$

$$VP_{FEL2002} = \$991.394.286.-$$



Determinación del Valor Creado o Destruído por la empresa Madeco S.A.

Cuadro 4.40 Valor Creado o Destruído

	Valor Presente	Valor Creado	Valor Destruído
Valor Presente 2002	\$991.394.286.-		
Valor Presente 2001	\$770.496.325.-	\$220.897.961.-	

4.3 Análisis de la Creación o Destrucción de Valor Económico del Grupo Quiñenco.

Cuadro 4.41 Valor creado o Destruído.

EMPRESA	CREACIÓN DE VALOR	DESTRUCCIÓN DE VALOR	VALOR PRESENTE FEL 2001	%²⁵	VALOR PRESENTE FEL 2002
CCU S.A.		(\$5.826.125)	\$198.318.814.-	(2,93)	\$189.492.689.
TELSUR S.A.		(\$205.004.523)	\$527.123.919.-	(38,89)	\$322.119.396.
ENTEL S.A.	\$285.437.941		\$334.589.220.-	85,31	\$479.151.279.
MADECO S.A.	\$220.897.961		\$770.496.325.-	28,67	\$991.394.286.
SUB-TOTAL	(1) \$506.335.902	(2) (\$210.830.648)			
TOTAL VALOR CREADO (1) – (2)	\$295.505.254.-				

²⁵ Valor creado o destruido versus VP FEL 2001.



Del cuadro anterior se desprende que dentro del grupo Quiñenco se creó valor por un sub total de \$506.335.902 y una destrucción por \$210.830.648, los que sumados y restados nos da un total de valor económico creado de \$295.505.254.

Cabe señalar que las empresas Entel y Madeco fueron las que crearon valor, por lo que CCU y Telsur destruyeron valor. Ahora bien, CCU tuvo una menor destrucción que Telsur, esto es que del total del detrimento de valor CCU representó un 2,8%, muy por debajo de lo que represento Telsur con un 97%.

Del total de la creación de valor Entel fue quien generó mayor valor respecto de Madeco, representado del total de la creación un 56,37%. El porcentaje anterior, indica además que Madeco también tuvo un gran aporte ya que alcanza el 43%.

Es importante señalar que Entel creó mayor valor en comparación a Madeco a pesar de que este poseía un valor presente de sus flujos del 2001 mayor al valor presente de los flujos del año 2001 de Entel. Representado el VP de los flujos 2001 de Madeco un 230% mayor que el VP de los flujos 2001 de Entel. Ahora bien, el VP de los flujos de Madeco para el año 2002 aumentaron en un 28,7% versus el aumento del VP de los flujos del año 2002 de Entel que aumentaron en un 43,2% lo cual explicaría la mayor creación de valor económico que tuvo Entel.

La mayor creación de valor que tuvo Entel respecto de Madeco fue de un 29,2%. Dicha diferencia podría verse explicada por que, si bien el VP de los flujos de Madeco para el año 2002 aumentaron, este porcentaje de aumento como ya se comentaba que fue de un 28,7%, no fue suficiente para alcanzar el aumento que tuvo Entel. Lo anterior, se podría haber originado porque Madeco tiene un mayor CPPC en un 3,64% . Ahora también, Entel en el año 2001 presento un flujo de efectivo negativo lo que al compara el VP de los flujos del 2001 con el 2002 se tiene que ya en el 2002 no tenía flujos de efectivo negativo y con una tasa de CPPC menor a la de Madeco pudo lograr que su VP del 2002 fuera mayor que el de Madeco.



Con respecto a CCU y Telsur que fueron las dos empresas que destruyeron valor económico dentro del grupo, se puede analizar que Telsur destruyó un 3.518% más que CCU, cantidad muy relevante dentro del grupo en análisis.

Una de los factores dentro de la destrucción de valor por parte de Telsur fue que sus flujos en general fueron bastante bajos con relación a los de CCU, sin mencionar que en el 2001 tuvo un flujo de efectivo negativo generado por un Fel operacional negativo y Fel no operacional negativo.

También se tiene que el factor “g” que compone la tasa del CPPC es un 6,5% menor que la de CCU por lo que esta estaría indicando que el crecimiento del mercado para Telsur es menor que la de CCU.

Conjuntamente con lo anterior se tiene que el CPPC de Telsur es más bajo que el de CCU lo que con todo no ayuda a generar valor. Para el análisis más detallado del CPPC, este se tratará en el Capítulo V en el cual se analizará el mismo como conductor de valor.

No se puede dejar de mencionar que el VP de los flujos de efectivo de CCU al año 2002 respecto del 2001, disminuyó muy poco alcanzando un -4,45% lo cual posiciona a CCU con una menor tasa de destrucción de valor económico rente al total destruido dentro del grupo. También vale decir que el CPPC de CCU es bastante mayor que el de Telsur. Sin embargo, esta tasa no genera más destrucción para CCU ya que éste frente a CCU posee mayores flujos de efectivo.

Además, se podría agregar que el valor de continuidad de CCU desde el año 2005 al 2006 varió un -17,06% y que el valor de continuidad de Telsur del año 2005 al 2006 tuvo una variación de -44,25%. Esto es un 27% más que la disminución que hubo en CCU.



Capítulo V “Identificación y Análisis de los Conductores de Valor”.



Es importante poder analizar el comportamiento que debieran tener los conductores para permitir que la empresa pueda crear valor en el futuro. Ahora bien, la empresa no puede actuar directamente sobre el valor, pero si puede hacerlo sobre aquellos conductores de valor que serán los que en definitiva le permitirán la creación o incremento de este valor.

La finalidad de cada uno de los conductores es guiar las conductas para generar o incrementar el valor de la empresa en el futuro, lo que se debiera traducir, en una apropiada gestión del valor por parte de la dirección y de todo el personal de la entidad.

5.1 BONMIA, Beneficio Operativo Neto menos impuesto Ajustado.

Como ya es conocido el Bonmia se compone de los factores ingresos operacionales, gastos operacional e impuesto.

Aquí el valor se incrementa en la medida que el aumento de los ingresos sea mayor al aumento de los gastos por ello es importante que la empresa tenga un enfoque hacia la excelencia operacional la que dice que se deben obtener más ingresos utilizando los mismos costos.

También el gasto impositivo tiene un efecto en la creación de valor puesto que a mayor gasto por impuesto menor podría ser nuestro Bonmia.

5.1.1 Bonmia CCU S.A.

En el cuadro 5.1 se puede apreciar la variación porcentual que obtuvieron los factores que integran al Bonmia el año 2002 respecto del año 2001.



Cuadro 5.1 Variación de los Factores del Bonmia en CCU S.A.

Años	Ingresos Operac.	% Var	Gastos Operac.	% Var	Gasto Impto.	% Var	BAIT	% Var	BONMIA ²⁶	% Var
2001	\$342.037.251	-	\$299.909.455	-	\$42.127.796	-	\$7.145.864	-	\$20.777.550	-
2002	\$344.383.193	0,7	\$308.296.350	0,03	\$36.086.843	-14	\$7.436.435	4,1	\$25.035.411	20,5
2003	\$383.928.205	0,1	\$338.201.446	9,7	\$45.726.759	26,7	\$4.977.027	-33,1	\$42.568.803	70
2004	\$419.287.158	9,2	\$361.931.162	7	\$57.355.996	25,4	\$5.898.614	18,5	\$55.120.746	29,5
2005	\$490.079.515	0,2	\$425.577.000	17	\$64.502.515	12,5	\$9.114.839	54,5	\$55.124.606	0,7

Como ya se determinó en el capítulo anterior, CCU tuvo un detrimento de valor igual a (\$ 5.826.125), el cual representó un 2,7% respecto del valor económico total destruido.

Al mirar el cuadro 5.1 se puede concluir que si bien los ingresos aumentaron por debajo del 10% así también aumentaron lo gastos, sólo que estos aumentaron hasta un 17% lo que indica que no existe una excelencia operacional que se distinga. Lo cierto es que esto podría estar influyendo en hecho de que CCU haya destruido valor.

Lo siguiente sería ver que el gasto impositivo también aumentó teniendo como únicas bajas en los años 2002 y 2005. Sin embargo, como se puede apreciar, en el 2005 a pesar de disminuir el gasto impositivo y de aumentar los ingresos, los costos operacionales aumentaron por sobre los ingresos en 16%, porcentaje bastante alto. No obstante, CCU fue de entre las dos empresas que destruyeron valor la menor valor destruyó.

Ahora también, se tiene el factor Bonmia el que claramente se puede verificar el año 2005 tuvo un amento cercano al 1%, y que el Bait para el mismo año tuvo su mayor aumento el que se podría explicar por la baja en el gasto impositivo. Conjuntamente, el año 2003 si bien el Bait tuvo su mayor baja, el Bonmia tuvo su mayor alza con lo que ayuda a que la destrucción que se provocó no fuera mayor.

²⁶ Tomado del cuadro 3.9 Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL.



5.1.2 Bonmia TelSur S.A.

Cuadro 5.2 Variación de los factores del Bonmia en TelSur S.A.

Años	Ingresos Operac.	% Var	Gastos Operac.	% Var	Gasto Impto.	% Var	BAIT	% Var	BONMIA ²⁷	% Var
2001	\$45.157.579	-	\$31.899.297	-	\$1.790.540	-	\$13.258.282	-	\$5.453.446	-
2002	\$46.430.131	2,8	\$33.497.493	5,0	\$1.780.041	-0,6	\$12.932.638	-2,5	\$10.579.853	94
2003	\$51.467.274	10,8	\$39.151.963	16,8	\$2.040.530	14,6	\$12.315.311	-4,8	\$7.128.407	-32,6
2004	\$52.766.899	2,5	\$40.378.737	3,1	\$2.080.869	1,9	\$12.388.162	0,6	\$6.864.109	-3,7
2005	\$54.494.437	3,3	\$41.741.399	3,4	\$2.253.043	8,3	\$12.753.038	2,9	\$8.011.460	16,7

Al referirnos a Telsur la segunda empresa que destruyó valor con un 97% del total destruido.

Dentro de los factores que componen el Bonmia lo más relevante se puede apreciar en el año 2003 donde los ingresos tuvieron su mayor aumento, sin embargo el aumento que tuvieron los costos operacionales con ocasión del aumento en los ingresos, también fue el mayor y mayor al incremento de los ingresos por lo que dichas variaciones repercuten en el Bonmia y a su vez destruyen valor. Cabe destacar que en la mayoría de los años los aumentos de costos superaron a los aumentos en los ingresos. Tal vez Telsur debiera propender una excelencia operacional que termine con la situación y así poder aumentar los ingresos utilizando los mismos recursos.

El Bonmia se ve que el año 2003 fue su mayor disminución refiriéndose a lo descrito en el párrafo anterior, lo que lleva a que exista ese detrimento de valor económico dentro de esta entidad, Telsur.

²⁷ Tomado del cuadro 3.9 Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL.



Capítulo V "Identificación y Análisis de los Conductores de Valor"

Como consecuencia de lo anterior, se tiene que el Bait tiene aumentos bajos y, también tiene disminuciones bajas lo que es bueno porque como podemos apreciar en el año 2003 con aumentos de costos por sobre los aumentos de los ingresos en un 5%, el Bait tuvo una baja de un 4,8% lo que se ajusta a los aumentos antes comentados.

Del gasto impositivo vemos que su mayor alza fue en el año 2003 dejando para los siguientes años aumentos del orden del 1% al 8%.

Lo cierto es entonces que la destrucción de valor de Telsur pasa por varios factores teniendo como principal causante el año 2003.

5.1.3 Bonmia Entel S.A.

Cuadro 5.3 Variación de los factores del Bonmia en Entel S.A.

Años	Ingresos Operac.	% Var	Gastos Operac.	% Var	Gasto Impto.	% Var	BAIT	% Var	BONMIA ²⁸	% Var
2001	\$708.613.824	-	\$626.640.810	-	\$776.529	-	\$81.973.014	-	\$79.982.890	-
2002	\$802.065.951	13,2	\$707.307.070	12,8	\$4.295.735	453	\$ 94.864.827	15,7	\$84.086.739	5,1
2003	\$729.164.943	-9,8	\$621.040.017	-12	\$8.071.253	87,8	\$108.124.926	13,9	\$84.621.137	0,6
2004	\$689.531.957	-5,4	\$604.230.092	-2,7	\$12.027.904	49	\$85.301.865	-21	\$56.189.118	-33,6
2005	\$761.625.316	10,5	\$637.009.130	5,4	\$17.210.963	43	\$124.616.186	46	\$86.129.656	53,3

Entel fue la empresa que generó un mayor nivel de valor económico seguida de Madeco. Entel represento un 56,4% del total generado con lo cual se posiciona como la empresa con mayor creación de valor.

²⁸ Tomado del cuadro 3.9 Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL.



La relación que existe entre los aumentos de los ingresos y los aumentos de los gastos esta nivelada para el año 2002, es decir, el aumento en el costo fue muy cercano al aumento en los ingresos quedando sólo una diferencia de 0,4% superior en los ingresos. Ahora bien, en el año 2003 los costos tuvieron una disminución respecto de los ingresos un 2,2% más bajos lo que llevo a un aumento de un 13,9% en el Bait.

Cabe mencionar que el año 2005 fue destacado por el aumento obtenido en los ingresos que fue superior al de los costos en un 5,1%.

En lo que respecta al gasto impositivo este tuvo variaciones por encima del 40% lo que se refleja en el Bonmia al no tener mayores aumentos. La menor tasa de aumento se dio en el año 2005 donde también el Bonmia se vio beneficiado al tener su mayor tasa de crecimiento al igual que el Bait obtuvo su mayor tasa de aumento.

Con lo anterior, se deja que el año 2005 fue el año que mayor beneficio apporto al Bonmia y por tanto a la creación de valor.

5.1.4 Bonmia Madeco S.A.

Cuadro 5.4 Variación de los factores del Bonmia en Madeco S.A.

Años	Ingresos Operac.	% Var	Gastos Operac.	% Var	Gasto Impto.	% Var	BAIT	% Var	BONMIA ²⁹	% Var
2001	\$331.888.667	-	\$321.245.846	-	\$418.358	-	\$10.642.821	-	\$12.408.838	-
2002	\$256.179.822	-22,8	\$252.279.140	-21,4	\$1.402.348	235	\$3.900.682	-63	\$ 14.301.082	15
2003	\$237.667.369	-7,2	\$230.209.259	-8,7	\$1.592.412	13,5	\$7.458.110	91	\$ 9.993.108	-30
2004	\$323.776.709	36	\$298.858.943	29,8	\$1.542.246	-3,2	\$24.917.766	234	\$ 30.610.481	206
2005	\$365.193.247	12,7	\$337.647.104	12,9	\$1.466.780	-4,9	\$27.546.143	10,5	\$ 33.602.282	9,8

²⁹ Tomado del cuadro 3.9 Flujo de Efectivo de Libre Disposición, FEL.



Muy cercano a Entel, Madeco logró un valor económico creado igual a \$220.897.961 que representa un 43,6% del total del valor creado.

Existe un aumento en los ingresos llegando a ser el más alto en variación un 36% como también existen disminuciones siendo la mayor un 22,8%. Lo cierto es que los costos también aumentan o disminuyen junto con los ingresos. Por ello se puede apreciar en el cuadro 5.4 que las variaciones en los ingresos son muy similares a la de los costos. Sin embargo, hay que destacar que en el año 2004 los ingresos aumentaron por sobre los costos en un 6,2% y que además el gasto disminuyó en un 3,2%, lo que lleva a tener un Bait superior de hecho el mayor aumento del Bait fue en este año con una variación positiva de 234% e igualmente tenemos que el Bonmia tuvo su mayor aumento en 206%.

5.2 CNIN, Volumen de Inversión.

Cuanto más altos sean los requerimientos de inversión mayores los resultados económicos, a través del Bonmia, y mayor el RCI que se requiere en la empresa para compensar ese volumen de inversión.

El siguiente cuadro 5.5 muestra la Operación de la inversión Operacional bruta del año 2002 respecto del año 2001:

Cuadro 5.5: Variación en el Volumen de Inversiones.

AÑO	CCU S.A.	Var. %	TELSUR S.A.	Var.%	ENTEL S.A.	Var. %	MADECO S.A.	Var.%
2001	693.632.989	-	172.539.986	-	1.390.781.077	-	402.363.259	-
2002	696.396.886	0,4	191.703.287	11,1	1.533.511.322	10,3	412.247.738	2,5
2003	640.228.134	-8,1	194.559.978	1,5	1.615.490.895	5,3	366.997.830	-10,9
2004	674.929.215	5,4	208.836.326	7,3	1.770.649.570	9,6	329.110.606	-10,3
2005	726.069.915	7,6	216.483.536	3,7	1.839.012.672	3,9	319.491.904	-2,9



En el análisis de este conductor de valor que se ve afectado principalmente por aquellas inversiones que la empresa vaya realizando en tiempo.

Entel fue la empresa que aportó un mayor valor económico dentro del grupo, ahora bien se puede apreciar que sus necesidades de inversión fueron mayores en el año 2002 que también fue la entidad que mayores aumentos en sus inversiones obtuvo durante los 5 años en análisis.

También se puede señalar que Telsur como única empresa que destruyó valor, dentro de sus necesidades de inversión se puede apreciar que si bien aumentaron estos incrementos no fueron del todo relevante ya que su mayor aumento fue de un 11% seguido de un 7% en el 2004.

En general se puede apreciar que los volúmenes de inversión se mantenían con aumentos y en algunos casos con disminuciones del orden del -3% hasta 10%.

También podemos indicar que el CPPC más alto lo tuvo CCU S.A. empresa que destruyó valor, destrucción menor a la de Telsur. Además, de que el mayor RCI es de la empresa Madeco quién posee el segundo mayor CPPC.

5.3 CPPC, Costo Promedio Ponderado de Capital.

El CPPC representa la buena o mala gestión de la empresa, puesto que indica lo mínimo que debe ganarse para poder crear valor. Además, a los inversionistas les indica el costo de oportunidad, o sea, el rendimiento mínimo que ellos esperan obtener si optarán por invertir sus recursos en una cartera con un riesgo similar.

Entonces, volviendo al cuadro 5.6 se puede concluir que las empresas tienen una buena actuación ya que el RCI supera al CPPC, es decir, que su retorno del capital invertido es superior al retorno mínimo esperado. Lo anterior, hace suponer que existe una ventaja competitiva.



Cuadro 5.6 CPPC

	CCU S.A.	TELSUR S.A.	ENTEL S.A.	MADECO S.A.
CPPC	31,34%	8,06%	21,21%	24,85%

El CPPC de CCU es el más alto del grupo manifestado principalmente por el costo de la deuda. En contraposición, se tiene que Telsur es quien tiene el CPPC más bajo ya que también posee un costo de deuda más bajo con un 1,8% y también se adjudica el costo de los fondos propios menor con una tasa del 6,18%

Madeco se adjudica el segundo lugar con un CPPC igual 24% donde se puede destacar que posee el mayor costo de fondos propios igual a una tasa de 21,15%.

Es necesario comentar además que la beta más baja la posee Telsur con un 0,24 seguida por CCU con una beta igual a 0,82. Por el contrario Madeco posee la beta más alta con un 1,38.

Telsur posee la beta más baja 0,24 lo cual indica que tiene la casi la mitad de riesgo que el mercado. Por el contrario, Madeco posee la beta más alta 1,38 lo cual significa que tiene un nivel de riesgo muy similar a la del mercado.

5.4 N, Período de Ventaja Competitivo.

Toda empresa debe estar alerta a la búsqueda de oportunidades, ya sea en la misma actividad o de otros nuevos negocios, que le permitan mantener o acrecentar su ventaja competitiva en dichos negocios. Si esta ventaja competitiva puede ser sostenida en el largo plazo esto permitirá que la empresa esté en condiciones de crear o aumentar su valor.

CCU S.A. este caso cuenta con un proceso de planificación estratégica que define planes estratégicos en un horizonte de tres años y prioridades estratégicas a un año. Este Plan Estratégico que va desde 2005 a 2007 y presenta los siguientes objetivos:



1.- Maximizar el valor de los negocios en su dimensión actual optimizando márgenes directos, reduciendo gastos y –en general- generando excelencia operacional (hacer las cosas mejor y a menor costo en forma permanente) en todos sus procesos, y optimizando el capital empleado.

2.- Incrementar la dimensión actual del valor en los negocios actuales, vía nuevos productos, atender nuevas necesidades, nuevos canales, nuevas ocasiones de consumo y quitarle mercado a la competencia, o entrando a nuevos negocios y categoría.

Lo anterior, estaría ayudando en el aumento del valor económico creado al conseguir y mantener una ventaja competitiva frente a sus competidores.

Entel S.A. durante 2006 profundiza su actividad relacionada con la integración de servicios, con la oferta de soluciones integrales para sus clientes corporativos. En este sentido se amplió el giro de la empresa para incorporar todos aquellos servicios vinculados con las tecnologías de la información en dicha integración, con el objeto de aumentar los ingresos.

Además, realiza inversiones cercanas a los US\$6,5 millones dirigidas a soportar los servicios brindados a grandes clientes, como Fonasa, Tesorería General de la República y la Banca. En estos casos, los servicios se caracterizan por la operación y explotación de los procesos operativos centrales de estos clientes. Entel se convierte entonces en un socio estratégico de estas empresas y se consolida en este nuevo foco de negocio.

El objetivo de la sociedad es obtener el máximo de rentabilidad de su patrimonio a través del estudio, construcción y explotación de sistemas de telecomunicaciones y la prestación de todo tipo de servicios relacionados con los mismos en Chile y el extranjero. Para el adecuado cumplimiento de tal objetivo, la empresa realiza inversiones tendientes, fundamentalmente, a satisfacer la demanda de sus clientes y usuarios, de modo de mantener un nivel de eficiencia, tanto técnico como económica, así como niveles adecuados en cuanto a la mantención de sus instalaciones y un desarrollo de sus actividades que mantenga una armonía con el sector de telecomunicaciones del país. En consecuencia, será preocupación



de la empresa que las inversiones que realice tengan una tasa de retorno estable en el tiempo que sea, a lo menos, igual al costo de capital de la estructura de financiamiento.

Telefónica del Sur enmarcado dentro del plan estratégico de la Compañía continuó consolidando las inversiones en Banda Ancha, en la red multiservicio, Telefonía, sistemas informáticos. WIFI y Televigilancia, inversiones en áreas de negocio sobre las cuales se centrará el desarrollo futuro de la empresa.

Las inversiones realizadas por Telefónica del Sur y sus empresas Filiales, buscan potenciar la presencia en los negocios en que operan, manteniendo altos estándares tecnológicos y calidad de servicio.

Un patrón común de las inversiones realizadas por Telefónica del Sur y sus empresas filiales, es la búsqueda permanente de altos estándares tecnológicos, calidad de servicio y la incorporación de los últimos avances tecnológicos.

Madeco S.A. durante el año 2005 terminó de ejecutar satisfactoriamente el Plan de Negocios 2003-2005, el cual se enfocaba en 1) aumentar las ventas, 2) implementar mejoras de eficiencias operacionales en las plantas, 3) disminuir gastos de administración y ventas 4) rentabilizar los activos de la Compañía.

Al continuar con el exitoso Plan de Negocios trienal pasado, la Compañía ha comenzado exitosamente la implementación de su nuevo Plan de Negocios 2006-2008. Destacándose entre otros, los logros alcanzados en la consolidación de la unidad de negocio de Cables en los países que esta unidad opera, la rentabilización de la unidad de Envases Flexibles debido a mejoras en las gestiones operacionales y comerciales, la implementación de un proyecto de gestión por competencias tendiente a mejorar la gestión de recursos humanos de toda la Compañía y la consolidación de una excelente situación financiera, que deja a la empresa en un muy buen pie para iniciar nuevos proyectos. Además, la entidad inició la implementación de SAP en Perú y Chile apuntando a la utilización de las mejores prácticas en el grupo. El plan de Negocios 2006-2008 es el siguiente:



- 1) Consolidar el desempeño de la unidad de negocios Cables.
- 2) Diversificar y buscar oportunidades de crecimiento y rentabilidad en la unidad de negocios Tubos y Planchas.
- 3) Rentabilizar la unidad de negocio Envases Flexibles.
- 4) Sostener la posición de liderazgo de la unidad Perfiles.
- 5) Buscar opciones de homologación de procesos y mejores prácticas entre las distintas unidades de negocios, alcanzando excelencia operacional.
- 6) Implementar una gestión estratégica de recursos humanos.
- 7) Consolidar la posición financiera de la empresa.

Por lo tanto, en la medida que la empresa sea capaz de mantener en el largo plazo la competitividad de sus negocios, estará en condiciones de poder incrementar el Bonmia y, por ende, lograr que su RCI sea superior al CPPC, lo que implicará que se estará creando valor. En caso contrario, cualquier pérdida de competitividad será mermada su capacidad para mantener el RCI por sobre el CPPC y se estará, por lo tanto, destruyendo valor.

5.5 RCI, Tasa de Retorno del Capital Invertido.

Cuadro 5.6 RCI versus CPPC

	CCU S.A.	TELSUR S.A.	ENTEL S.A.	MADECO S.A.
RCI	32,16%	13,04%	39,41%	50,62%
CPPC	31,34%	8,06%	21,21%	24,85%

Según los datos analizados, se puede concluir que las empresas se encuentran en ventaja puesto que sus tasas de retornos sobre el capital invertido son mayores a la tasa de financiamiento de las inversión con lo cual se deduce que se está haciendo un buen uso de la inversión sin aumentar los recursos.



“Conclusiones”

La capacidad de una empresa para potenciar su valor económico está en su beneficio operacional, en donde este beneficio operacional está directamente relacionado con los negocios de la empresa, por lo que, en la medida que estos negocios sean exitosos, se estará en condiciones de cimentar una estrategia tendiente a la creación de valor económico.

Entonces, de esta Memoria se ha determinado que dentro del grupo de empresas en análisis se creó valor por un total de \$295.505.254. Donde CCU y Telsur destruyeron valor por \$210.830.648, en cambio Entel y Madeco crearón valor por \$506.335.902.

De lo anterior, Entel fue la empresa que generó mayor valor y Telsur fue quien destruyó más valor.

Por otra parte, CCU es la empresa con un mayor CPPC en contraposición de Telsur quien posee el menor CPPC. Dentro de este CPPC Entel posee el mayor costo de deuda y Telsur el menor costo de deuda.

De las betas se puede indicar que Telsur posee la beta más baja con un 0,24 , teniendo la más alta Madeco 1,38.

También es importante señalar que en la determinación del valor económico se pudo apreciar que todas las filiales poseían un RCI, mayor al CPPC lo que indica que existía una ventaja competitiva, puesto que dicha ventaja genera la situación de que el RCI sea superior al CPPC.

Según el párrafo anterior, Telsur poseía una ventaja competitiva, sin embargo igual tuvo un detrimento de valor económico.



"Conclusiones"

Para reflexionar se debe comprender que la dirección de una empresa siempre se ve enfrentada a tomar decisiones sobre diferentes aspectos que atañen a la organización, por lo que cada una de las decisiones que se adopten deberá enmarcarse y, por ende, propender a la creación de valor. Por tanto, implica que la dirección de la entidad deberá adoptar las decisiones pertinentes que le permitan aprovechar apropiadamente las oportunidades de negocios que se vislumbren y determinar la cifra de inversión necesaria para su consecución, además de identificar aquellos conductores de valor para así poner énfasis en potenciarlos.

Es por tanto, que frente a las oportunidades de negocio, la dirección deberá adoptar aquellas decisiones que privilegien la mantención en el largo plazo de una ventaja competitiva que redunde en un incremento del BONMIA y, por ende del FEL, y que se traduzca, además, en una mejora en el rendimiento de la inversión.

En el caso personal como profesional del área de la auditoría, esta Memoria conllevó a comprender otro tipo de valor, un valor económico, no contable. Valor que puede ser apreciado por distintos usuarios de diferente forma.

En la creencia de que en el desarrollo de esta Memoria se pudieron desarrollar ciertas aptitudes que no se logró conciliar hasta ahora, ellas son la constancia, la concentración el saber que todo tiene un porque y que ese porque no esta lejos sino a la vuelta de la esquina y que con un poco de imaginación se pueden deducir muchas cosas que al final van de la mano.

No se puede dejar pasar de comentar que el tema desarrollado fue de gran utilidad, que si bien es cierto existe el ramo dentro de la malla de la carrera donde este tema es el eje, no fue sino hasta esta instancia donde se logra comprender que tan importante puede llegar a ser la generación de valor económico en una empresa para la toma de decisiones, como este valor dista del contable, en su análisis, porque los datos son los mismos datos contables sólo que se deben ajustar por ciertas partidas.



"Conclusiones"

Además, existe un reconocimiento profesional el cual indica que no hubo ninguna equivocación al tomar este tema para el desarrollo de esta Memoria muy por el contrario fue un beneficio muy bien recepcionado en el ámbito profesional y personal.



“Bibliografía”

Copeland, T., Koller, T. Y Murrin, J. (2004): “Valoración, Medición y Gestión del Valor”, Editorial Deusto, Bilbao.

Medina Giacomozzi, A. (2006): “Gestión del Valor Económico en la Empresa”. Ediciones Universidad del Bío-Bío. Fac. de Ciencias Empresariales.

Weston, J. Fred (1994): “Fundamentos de Administración Financiera”. 5a Edición española, McGraw-Hill, México.

Van Horne, James C.(2002): “Fundamentos de Administración Financiera”. Pearson Educación, México.

Brealey, Richard A (1998): “Fundamentos de financiación empresarial”. 3a Edición española, McGraw-Hill, Madrid.

www.ccu.cl

www.entel.cl

www.madeco.cl

www.telsur.cl

www.cb.cl

www.bcentral.cl

www.bovalpo.com

www.bci.cl



“Anexos”

“Anexos”



Anexo 1 : Balances y Estados de Resultados según FECUs.

BALANCES CCU S.A.							
ACTIVOS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Disponible	\$ 6.497.085	\$ 9.629.395	\$ 10.424.160	\$ 10.865.692	\$ 11.829.776	\$ 9.852.872	\$ 13.891.304
Depósitos a plazo	\$ 37.087.781	\$ 29.104.948	\$ 27.113.928	\$ 20.428.174	\$ 49.155.407	\$ 42.208.917	\$ 11.260.485
Valores negociables,neto	\$ 659.140	\$ 27.255.648	\$ 13.707.521	\$ 21.173.206	\$ 4.210.682	\$ 6.031.768	\$ 3.633.152
Deudores por venta, neto	\$ 36.612.649	\$ 35.468.217	\$ 38.037.215	\$ 38.812.253	\$ 48.894.848	\$ 54.178.372	\$ 63.964.746
Documentos por cobrar, neto	\$ 28.050.388	\$ 25.663.735	\$ 22.799.314	\$ 23.640.475	\$ 24.673.939	\$ 27.631.028	\$ 27.767.150
Deudores varios, neto	\$ 6.977.589	\$ 4.633.003	\$ 8.117.746	\$ 8.337.847	\$ 9.232.036	\$ 3.646.127	\$ 13.833.380
Documentos y ctas por cobrar empresas relac.	\$ 2.745.415	\$ 697.612	\$ 2.566.475	\$ 676.390	\$ 1.353.416	\$ 3.257.435	\$ 4.279.611
Existencias, neto	\$ 37.794.995	\$ 41.826.139	\$ 47.258.539	\$ 55.043.589	\$ 53.815.989	\$ 70.789.038	\$ 74.701.153
Impuestos por recuperar	\$ 1.866.470	\$ 2.205.238	\$ 2.445.598	\$ 2.165.654	\$ 2.761.819	\$ 2.877.588	\$ 2.398.895
Gastos pagados por anticipado	\$ 4.947.603	\$ 2.346.793	\$ 2.684.059	\$ 3.263.586	\$ 4.110.497	\$ 3.762.057	\$ 3.469.627
Impuestos diferidos	\$ 1.664.581	\$ 2.145.577	\$ 1.770.388	\$ 243.455	\$ 2.866.231	\$ 2.950.218	\$ 2.698.579
Otros activos circulantes	\$ 26.401.328	\$ 20.055.610	\$ 42.161.444	\$ 14.890.795	\$ 10.323.447	\$ 13.691.520	\$ 41.956.943
Contratos de leasing neto	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Activos para leasing neto	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Total Activos circulantes	\$ 191.305.024	\$ 201.031.915	\$ 219.086.387	\$ 199.541.116	\$ 223.228.087	\$ 240.876.940	\$ 263.855.025
Terrenos	\$ 16.718.204	\$ 17.317.618	\$ 16.632.674	\$ 19.315.972	\$ 19.292.025	\$ 20.640.073	\$ 20.243.299
Construcciones y obras de infraestructura	\$ 73.027.868	\$ 78.014.927	\$ 83.386.555	\$ 88.791.709	\$ 91.144.429	\$ 97.955.822	\$ 101.668.513
Maquinarias y equipos	\$ 237.599.761	\$ 250.187.727	\$ 260.394.517	\$ 253.469.168	\$ 260.164.612	\$ 273.589.788	\$ 294.688.836
Otros activos fijos	\$ 184.598.722	\$ 208.949.546	\$ 208.905.826	\$ 213.067.814	\$ 231.281.513	\$ 266.354.238	\$ 306.505.632
Mayor valor por retas. Tca del activo fijo	\$ 8.618.951	\$ 9.198.359	\$ 9.373.564	\$ 8.996.664	\$ 8.640.911	\$ 8.669.956	\$ 8.880.418
Depreciación, menos	-\$ 191.056.356	-\$ 221.116.650	-\$ 248.035.129	-\$ 269.836.791	-\$ 309.265.625	-\$ 346.730.557	-\$ 390.614.393
Total activos fijos	\$ 329.507.150	\$ 342.551.527	\$ 330.658.007	\$ 313.804.536	\$ 301.257.865	\$ 320.479.320	\$ 341.372.305
Inversiones en empresas relacionadas	\$ 30.247.822	\$ 23.612.619	\$ 40.361.853	\$ 5.512.207	\$ 9.495.481	\$ 13.337.566	\$ 12.635.439
Inversiones en otras sociedades	\$ 35.492	\$ 681.991	\$ 760.974	\$ 50.325	\$ 37.931	\$ 26.702	\$ 15.950
Menor valor de inversiones	\$ 44.473.878	\$ 34.301.978	\$ 33.875.323	\$ 29.048.233	\$ 26.498.820	\$ 34.099.222	\$ 31.304.239
Mayor valor de inversiones, menos	-\$ 675.795	-\$ 726.082	-\$ 747.136	-\$ 576.291	-\$ 502.402	-\$ 1.070.567	-\$ 680.768
Deudores a largo plazo	\$ 0	\$ 220.325	\$ 20.911	\$ 98.447	\$ 19.130	\$ 18.933	\$ 58.873
Doctos y ctas por cobrar empresas relac.	\$ 2.648.019	\$ 169.788	\$ 35.659	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 277.418
Impuestos diferidos largo plazo	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Intangibles	\$ 6.001.529	\$ 7.576.902	\$ 8.064.802	\$ 7.496.419	\$ 10.387.595	\$ 10.881.462	\$ 26.554.189
Amortización, menos		-\$ 1.446.832	-\$ 1.947.427	-\$ 2.187.334	-\$ 2.557.846	-\$ 3.070.537	-\$ 3.789.949
Otros	\$ 21.922.531	\$ 21.429.106	\$ 22.789.360	\$ 23.810.589	\$ 24.376.065	\$ 27.693.782	\$ 30.804.317
Contratos de leasing largo plazo, neto	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Total otros activos	\$ 104.653.476	\$ 85.819.795	\$ 103.214.319	\$ 63.252.595	\$ 67.754.774	\$ 81.916.563	\$ 97.179.708
Total activos	\$ 625.465.650	\$ 629.403.237	\$ 652.958.713	\$ 576.598.247	\$ 592.240.726	\$ 643.272.823	\$ 702.407.038

“Anexos”



PASIVOS CCU S.A.	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Oblig. Con bancos e inst. feras corto plazo	\$ 17.814.577	\$ 12.398.718	\$ 28.131.618	\$ 35.812.212	\$ 31.883.540	\$ 2.313.185	\$ 5.589.389
Oblig. Con bancos e inst. feras C/P p. L/P	\$ 15.113.240	\$ 16.507.465	\$ 18.036.433	\$ 1.339.747	\$ 8.145.975	\$ 4.661.750	\$ 19.700.954
Oblig con el público (pagarés)		\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Oblig con el público porción C/P (bonos)	\$ 5.353.135	\$ 1.638.805	\$ 1.675.440	\$ 1.664.168	\$ 1.848.532	\$ 4.006.907	\$ 3.909.228
Oblig largo plazo con vcto dentro de un año	\$ 241.944	\$ 195.720	\$ 372.566	\$ 31.864	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Dividendos por pagar	\$ 10.737.457	\$ 10.813.565	\$ 7.343.850	\$ 11.280.528	\$ 9.313.164	\$ 10.281.295	\$ 11.881.153
Cuentas por pagar	\$ 28.447.771	\$ 35.688.318	\$ 41.510.203	\$ 38.228.633	\$ 36.866.107	\$ 39.637.168	\$ 43.925.508
Documentos por pagar	\$ 2.558.816	\$ 574.640	\$ 755.616	\$ 159.387	\$ 2.564.975	\$ 5.276.673	\$ 5.602.511
Acreedores varios	\$ 4.435.647	\$ 3.892.387	\$ 3.977.506	\$ 4.573.303	\$ 3.231.312	\$ 5.187.697	\$ 6.097.403
Documentos y cuentas por pagar emp relac	\$ 7.358	\$ 588.343	\$ 917.557	\$ 1.132.501	\$ 1.437.882	\$ 1.930.819	\$ 2.155.303
Provisiones	\$ 13.830.714	\$ 13.711.739	\$ 12.323.243	\$ 14.632.561	\$ 17.743.018	\$ 19.701.947	\$ 26.380.310
Retenciones	\$ 9.840.944	\$ 9.398.575	\$ 7.099.208	\$ 9.958.054	\$ 12.067.550	\$ 12.221.592	\$ 13.921.816
Impuesto a la renta	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 1.507.271	\$ 0	\$ 3.638.464	\$ 5.006.789
Ingresos percibidos por adelantado	\$ 18.146	\$ 38.594	\$ 42.193	\$ 36.285	\$ 14.779	\$ 27.644	\$ 14.437
Impuestos diferidos	\$ 254.333	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Otros pasivos circulantes	\$ 0	\$ 8.969	\$ 81.785	\$ 246.447	\$ 100.516	\$ 121.248	\$ 2.381.027
Total pasivos circulantes	\$ 108.654.082	\$ 105.455.838	\$ 122.267.218	\$ 120.602.961	\$ 125.217.350	\$ 109.006.389	\$ 146.565.828
Oblig con bancos e inst feras	\$ 32.302.821	\$ 19.884.419	\$ 3.596.731	\$ 82.717.705	\$ 60.870.485	\$ 78.009.520	\$ 61.838.434
Oblig con el público largo plazo (bonos)	\$ 21.039.701	\$ 20.382.533	\$ 19.632.480	\$ 18.470.999	\$ 32.902.395	\$ 57.699.140	\$ 55.513.390
Documentos por pagar largo plazo	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Acreedores varios	\$ 1.193.388	\$ 1.108.477	\$ 710.636	\$ 433.400	\$ 41.926	\$ 12.018	\$ 321.891
Documentos y cuentas por pagar emp relac	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 610.093
Provisiones largo plazo	\$ 2.218.780	\$ 2.069.872	\$ 1.164.114	\$ 2.400.532	\$ 2.030.834	\$ 4.078.678	\$ 8.892.983
Impuestos diferidos a largo plazo	\$ 0	\$ 15.849.932	\$ 18.862.475	\$ 14.687.189	\$ 12.938.069	\$ 12.171.278	\$ 15.663.727
Otros pasivos a largo plazo	\$ 25.704.222	\$ 13.207.512	\$ 11.753.897	\$ 20.238.024	\$ 17.432.714	\$ 22.898.325	\$ 21.649.188
Total pasivos a largo plazo	\$ 82.458.912	\$ 72.502.745	\$ 55.720.333	\$ 138.947.849	\$ 126.216.423	\$ 174.868.959	\$ 164.489.706
Interés minoritarios	\$ 32.397.602	\$ 39.869.865	\$ 41.486.478	\$ 38.275.838	\$ 38.703.208	\$ 40.366.992	\$ 42.123.961
Total patrimonio	\$ 401.955.054	\$ 411.574.789	\$ 433.484.684	\$ 278.771.599	\$ 302.103.745	\$ 319.030.483	\$ 349.227.543
Capital pagado	\$ 158.478.348	\$ 163.391.177	\$ 168.292.912	\$ 169.975.841	\$ 174.225.237	\$ 180.497.346	\$ 184.287.790
Reserva revalorización capital	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Sobreprecio en venta de acciones propias	\$ 12.394.153	\$ 12.778.372	\$ 13.161.723	\$ 13.293.340	\$ 13.625.673	\$ 14.116.197	\$ 14.412.637
Otras reservas	\$ 11.022.173	\$ 14.053.631	\$ 21.275.445	\$ 3.434.112	\$ 308.948	\$ -11.023.966	\$ -9.929.039
Utilidades retenidas	\$ 220.060.380	\$ 221.351.609	\$ 230.754.604	\$ 92.068.306	\$ 113.943.887	\$ 135.440.906	\$ 160.456.155
Reserva futuros dividendos	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Utilidades acumuladas	\$ 204.843.601	\$ 194.480.336	\$ 217.187.266	\$ 48.696.684	\$ 77.512.308	\$ 97.282.479	\$ 116.418.752
Pérdidas acumuladas, menos	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Utilidad (pérdida) del ejercicio	\$ 25.727.374	\$ 38.377.295	\$ 22.064.886	\$ 54.088.124	\$ 45.393.866	\$ 48.177.127	\$ 55.832.734
Dividendos provisorios, menos	\$ -10.510.595	\$ -10.510.595	\$ -7.007.063	\$ -10.510.595	\$ -8.599.577	\$ -9.555.086	\$ -11.147.601
Déficit acumulado período de desarrollo	\$ 0	\$ -995.427	\$ -1.490.485	\$ -205.907	\$ -362.710	\$ -463.614	\$ -647.730
Total pasivos	\$ 625.465.650	\$ 629.403.237	\$ 652.958.713	\$ 576.598.247	\$ 592.240.726	\$ 643.272.823	\$ 702.407.038



ESTADOS DE RESULTADOS CCU S.A.							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ingresos de explotación	\$ 317.376.417	\$ 343.561.608	\$ 345.890.599	\$ 384.064.231	\$ 420.638.093	\$ 492.046.912	\$ 545.797.132
Costos de explotación	\$ 152.338.730	\$ 168.536.801	\$ 170.622.026	\$ 189.203.934	\$ 202.622.248	\$ 235.708.927	\$ 259.889.497
Margen de explotación	\$ 165.037.687	\$ 175.024.807	\$ 175.268.573	\$ 194.860.297	\$ 218.015.845	\$ 256.337.985	\$ 285.907.635
Gastos de administración y ventas	\$ 125.597.812	\$ 131.372.654	\$ 137.674.324	\$ 148.997.512	\$ 159.308.914	\$ 189.868.073	\$ 206.215.457
Resultado de explotación	\$ 39.439.875	\$ 43.652.153	\$ 37.594.249	\$ 45.862.785	\$ 58.706.931	\$ 66.469.912	\$ 79.692.178
Ingresos financieros	\$ 4.562.931	\$ 3.428.023	\$ 1.635.362	\$ 2.529.007	\$ 110.788	\$ 800.023	\$ 2.565.089
Utilidad Inversiones emp. relacionadas	\$ 1.230.944	\$ 959.262	\$ 1.185.384	\$ 19.919.343	\$ 239.956	\$ 391.866	\$ 407.923
Otros ingresos fuera de la explotación	\$ 6.197.027	\$ 18.853.058	\$ 3.586.979	\$ 2.000.517	\$ 3.981.874	\$ 2.003.620	\$ 4.797.553
Pérdida inversión emp. Relacionada	-\$ 11.537	-\$ 269.394	-\$ 323.788	-\$ 179.718	\$ 0	-\$ 384.900	-\$ 300.185
Amortiz menor valor de inversion	-\$ 2.390.645	-\$ 2.391.400	-\$ 2.563.185	-\$ 2.217.480	-\$ 2.178.025	-\$ 2.577.285	-\$ 3.579.478
Gastos financieros	-\$ 6.976.448	-\$ 6.207.342	-\$ 3.833.091	-\$ 5.661.161	-\$ 5.929.989	-\$ 7.412.355	-\$ 7.613.423
Otros egresos fuera de la explotación	-\$ 10.515.007	-\$ 8.310.044	-\$ 2.904.353	-\$ 4.051.378	-\$ 2.456.807	-\$ 1.943.337	-\$ 5.553.185
Corrección monetaria	-\$ 64.149	\$ 1.006.851	\$ 147.630	\$ 1.220.231	\$ 780.596	-\$ 544.854	-\$ 412.941
Diferencias de cambio	\$ 0	-\$ 3.405.693	-\$ 3.821.628	\$ 41.405	-\$ 726.230	\$ 352.302	-\$ 220.753
Resultado fuera de explotación	-\$ 7.966.884	\$ 3.663.321	-\$ 6.890.690	\$ 13.600.766	-\$ 6.177.837	-\$ 9.314.920	-\$ 9.909.400
Resultado antes de impto a la renta	\$ 31.472.991	\$ 47.315.474	\$ 30.703.559	\$ 59.463.551	\$ 52.529.094	\$ 57.154.992	\$ 69.782.778
Impto a la renta	-\$ 4.558.385	-\$ 7.145.864	-\$ 7.436.435	-\$ 4.977.027	-\$ 5.898.614	-\$ 9.114.839	-\$ 14.234.704
Impto. Diferidos	-\$ 461.460						\$ 0
Items extraordinarios	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Utilidad (pérdida) antes de interes min.	\$ 26.453.146	\$ 40.169.610	\$ 23.267.124	\$ 54.486.524	\$ 46.630.480	\$ 48.040.153	\$ 55.548.074
Interés minoritario	-\$ 759.483	-\$ 1.837.615	-\$ 1.251.953	-\$ 439.494	-\$ 1.275.176	\$ 85.004	\$ 235.549
Utilidad (pérdida) líquida	\$ 25.693.663	\$ 38.331.995	\$ 22.015.171	\$ 54.047.030	\$ 45.355.304	\$ 48.125.157	\$ 55.783.623
Amortiz mayor valor de inversiones	\$ 33.711	\$ 45.300	\$ 49.715	\$ 41.094	\$ 38.562	\$ 51.970	\$ 49.111
Utilidad (pérdida) del ejercicio	\$ 25.727.374	\$ 38.377.295	\$ 22.064.886	\$ 54.088.124	\$ 45.393.866	\$ 48.177.127	\$ 55.832.734
Depreciación del ejercicio	\$ 36.992.486	\$ 40.197.684	\$ 42.270.056	\$ 40.161.075	\$ 39.448.381	\$ 40.592.251	\$ 41.492.084
Con cargo a costo de explotación	\$ 27.469.941	\$ 28.733.136	\$ 28.905.260	\$ 28.282.500	\$ 28.087.297	\$ 29.423.231	30.165.686
Con cargo de administración	\$ 9.522.545	\$ 11.464.548	\$ 13.364.796	\$ 11.878.575	\$ 11.361.084	\$ 11.169.020	11.326.398



BALANCES TELSUR S.A.							
ACTIVOS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Disponible	\$ 203.938	\$ 386.560	\$ 464.059	\$ 927.195	\$ 491.076	\$ 710.152	204.026
Depósitos a plazo	\$ 0	\$ 0	\$ 14.535	\$ 0	\$ 5.571.758	\$ 0	0
Valores negociables neto	\$ 244.088	\$ 387.592	\$ 1.480.720	\$ 1.636	\$ 1.677	\$ 0	0
Deudores por venta neto	\$ 12.299.876	\$ 14.719.202	\$ 14.419.180	\$ 16.145.051	\$ 14.211.887	\$ 13.847.695	14.938.508
Documentos por cobrar neto	\$ 883.701	\$ 959.149	\$ 1.122.206	\$ 1.059.955	\$ 1.012.889	\$ 870.925	1.011.511
Deudores varios neto	\$ 580.648	\$ 401.464	\$ 429.248	\$ 707.185	\$ 1.103.580	\$ 957.463	1.254.908
Doctos y cuentas por cobrar emp relac	\$ 1.456.106	\$ 5.341.983	\$ 93.365	\$ 289.995	\$ 4.816.213	\$ 1.174.697	7.274.262
Existencias neto	\$ 1.301.832	\$ 1.694.057	\$ 1.647.703	\$ 894.635	\$ 963.335	\$ 842.290	1.087.717
Impuestos por recuperar	\$ 495.142	\$ 0	\$ 1.393.812	\$ 1.180.790	\$ 537.136	\$ 133.677	98.310
Gastos pagados por anticipado	\$ 771.840	\$ 487.051	\$ 677.597	\$ 757.771	\$ 478.615	\$ 669.928	580.189
Impuestos diferidos	\$ 379.167	\$ 480.223	\$ 314.579	\$ 299.825	\$ 258.037	\$ 511.452	893.623
Otros activos circulantes	\$ 108.084	\$ 352.177	\$ 330.421	\$ 1.269.659	\$ 2.451.803	\$ 1.740.567	183.658
Contratos de leasing neto	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	0
Activos para leasing neto	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	0
Total Activos Circulantes	\$ 18.724.422	\$ 25.209.458	\$ 22.387.425	\$ 23.533.697	\$ 31.898.006	\$ 21.458.846	\$ 27.526.712
Terrenos	\$ 801.985	\$ 1.016.522	\$ 1.595.226	\$ 1.626.264	\$ 1.666.473	\$ 1.733.140	1.775.311
Construcción y obras de infraestructura	\$ 70.998.502	\$ 74.001.138	\$ 83.214.385	\$ 85.596.722	\$ 89.922.376	\$ 91.395.248	93.780.854
Maquinarias y equipos	\$ 68.339.674	\$ 79.316.343	\$ 93.649.187	\$ 98.399.134	\$ 105.435.153	\$ 115.467.092	123.158.764
Otros activos fijos	\$ 11.808.488	\$ 18.100.009	\$ 14.646.766	\$ 13.280.538	\$ 13.115.001	\$ 16.060.870	19.407.812
Mayor valor por retas. tca del activo fijo	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	0
Depreciación	-\$ 58.567.009	-\$ 68.839.654	-\$ 81.692.395	-\$ 94.137.723	-\$ 108.303.326	-\$ 124.929.395	-140.316.222
Total Activos Fijos	\$ 93.381.640	\$ 103.594.358	\$ 111.413.169	\$ 104.764.935	\$ 101.835.677	\$ 99.726.955	\$ 97.806.519
Inversiones en empresas relacionadas	\$ 0	\$ 701.594	\$ 440.080	\$ 574.510	\$ 556.042	\$ 4.392.746	2.699.565
Inversiones en otras sociedades	\$ 1.974	\$ 1.944	\$ 2.002	\$ 2.022	\$ 2.073	\$ 2.148	2.193
Menor valor de inversiones	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	0
Mayor valor de inversiones (menos)	\$ 0	-\$ 181.347	-\$ 103.771	\$ 0	\$ 0	\$ 0	0
Deudores a largo plazo	\$ 0	\$ 0	\$ 1.009.790	\$ 918.938	\$ 1.588.687	\$ 1.283.490	955.744
Doctos y ctas por cobrar emp relac largo pla	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	0
Impuestos diferidos a largo plazo	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	0
Intangibles	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	0
Amortización menos	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	0
Otros	\$ 1.390.540	\$ 2.405.152	\$ 2.383.726	\$ 2.001.843	\$ 1.950.233	\$ 1.742.433	1.523.470
Contratos de leasing largo plazo neto	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	0
Total otros activos	\$ 1.392.514	\$ 2.927.343	\$ 3.731.827	\$ 3.497.313	\$ 4.097.035	\$ 7.420.817	\$ 5.180.972
TOTAL ACTIVOS	\$ 113.498.576	\$ 131.731.159	\$ 137.532.421	\$ 131.795.945	\$ 137.830.718	\$ 128.606.618	\$ 130.514.203

“Anexos”



PASIVOS TELSUR S.A.	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Oblig con bancos e inst feras a corto plazo	\$ 0	\$ 92.589	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Oblig con bancos e inst feras a C/P - p. L/P	\$ 4.494.847	\$ 3.513.824	\$ 4.767.289	\$ 5.834.619	\$ 6.109.165	\$ 6.302.753
Obligaciones con el público (pagarés)	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Obliga con el público - porción C/P (bonos)	\$ 2.268.979	\$ 2.659.619	\$ 5.236.630	\$ 5.386.499	\$ 8.210.391	\$ 789.295
Obligac largo plazo con vto dentro un año	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Dividendos por pagar	\$ 565.365	\$ 422.711	\$ 218.722	\$ 223.386	\$ 262.367	\$ 317.239
Cuentas por pagar	\$ 2.210.033	\$ 989.757	\$ 1.564.802	\$ 1.377.395	\$ 869.669	\$ 1.829.146
Documentos por pagar	\$ 67.516	\$ 30.618	\$ 1.440	\$ 1.440	\$ 1.440	\$ 1.440
Acreedores varios	\$ 2.437.671	\$ 1.937.320	\$ 1.485.625	\$ 2.161.975	\$ 1.575.057	\$ 1.524.984
Documentos y ctas por pagar emp relac	\$ 147.885	\$ 46.922	\$ 5.331	\$ 27.286	\$ 67.981	\$ 0
Provisiones	\$ 2.578.028	\$ 2.869.496	\$ 3.324.398	\$ 2.102.301	\$ 2.964.788	\$ 3.928.602
Retenciones	\$ 578.721	\$ 785.990	\$ 992.652	\$ 565.227	\$ 806.911	\$ 559.239
Impuesto a la renta	\$ 31.881	\$ 242.672	\$ 31.726	\$ 103.065	\$ 0	\$ 211.237
Ingresos percibidos por adelantado	\$ 0	\$ 0	\$ 544.728	\$ 17.887	\$ 162.739	\$ 161.982
Impuestos diferidos	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Otros pasivos circulantes	\$ 11.609	\$ 11.594	\$ 27.956	\$ 6.258	\$ 81	\$ 304
Total Pasivos Circulantes	\$ 15.392.535	\$ 13.603.112	\$ 18.201.299	\$ 17.807.338	\$ 21.030.589	\$ 15.626.221
Oblig con bancos e inst feras	\$ 19.039.854	\$ 20.659.323	\$ 22.203.517	\$ 16.742.835	\$ 23.551.188	\$ 19.179.122
Oblig con el público largo plazo (bonos)	\$ 23.699.946	\$ 38.536.764	\$ 34.915.819	\$ 30.321.058	\$ 21.270.960	\$ 17.813.037
Documentos por pagar largo plazo	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Acreedores varios largo plazo	\$ 1.691	\$ 1.691	\$ 1.007.256	\$ 669.959	\$ 425.677	\$ 282.409
Documentos y ctas por pagar emp relac L/P	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 24.826	\$ 8.738	\$ 0
Provisiones largo plazo	\$ 960.621	\$ 282.495	\$ 232.944	\$ 270.532	\$ 1.110.304	\$ 269.817
Impuestos diferidos a largo plazo	\$ 0	\$ 2.905.183	\$ 2.778.621	\$ 4.123.820	\$ 5.535.976	\$ 6.822.643
Otros pasivos a largo plazo	\$ 1.627.644	\$ 0	\$ 100.722	\$ 87.460	\$ 66.717	\$ 37.875
Total Otros Pasivos	\$ 45.329.756	\$ 62.385.456	\$ 61.238.879	\$ 52.240.490	\$ 51.969.560	\$ 44.404.903



“Anexos”

PASIVOS TELSUR S.A.	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Interés minoritario	\$ 674.654	\$ 746.948	\$ 782.518	\$ 830.628	\$ 835.098	\$ 882.375
Total Patrimonio	\$ 52.101.631	\$ 54.995.643	\$ 57.309.725	\$ 60.917.489	\$ 63.995.471	\$ 67.693.119
Capital pagado	23623669	\$ 24.356.003	\$ 25.086.683	\$ 25.337.550	\$ 25.970.989	\$ 26.905.944
Reserva revalorización capital	0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Sobrepeso en venta de acciones propias	0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Otras reservas	0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Utilidades Retenidas	\$ 28.477.962	\$ 30.639.640	\$ 32.223.042	\$ 35.579.939	\$ 38.024.482	\$ 40.787.175
Reservas futuros dividendos	\$ 24.891.814	\$ 28.798.455	\$ 33.142.953	\$ 31.059.078	\$ 34.883.973	\$ 37.706.660
Utilidades acumuladas	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Pérdidas acumuladas	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Utilidad (pérdida) del ejercicio	\$ 7.434.767	\$ 8.481.719	\$ 6.027.466	\$ 7.429.816	\$ 6.860.646	\$ 7.677.324
Dividendos provisorios	-\$ 2.604.959	-\$ 2.849.657	-\$ 2.153.753	-\$ 2.619.695	-\$ 2.515.534	-\$ 2.893.579
Déficit acumulado período de desarrollo	-\$ 1.243.660	-\$ 3.790.877	-\$ 4.793.624	-\$ 289.260	-\$ 1.204.603	-\$ 1.703.230
TOTAL PASIVOS	\$ 113.498.576	\$ 131.731.159	\$ 137.532.421	\$ 131.795.945	\$ 137.830.718	\$ 128.606.618



ESTADO DE RESULTADOS TELSUR S.A.							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ingresos de explotación	\$ 41.588.733	\$ 45.340.744	\$ 46.645.619	\$ 51.468.755	\$ 52.939.879	\$ 54.724.063	\$ 56.041.744
Costos de explotación	-\$ 18.222.334	-\$ 18.375.292	-\$ 19.291.971	-\$ 25.264.342	-\$ 26.263.612	-\$ 27.207.313	-\$ 28.432.375
Margen de explotación	\$ 23.366.399	\$ 26.965.452	\$ 27.353.648	\$ 26.204.413	\$ 26.676.267	\$ 27.516.750	\$ 27.609.369
Gastos de administración y ventas	-\$ 11.457.893	-\$ 13.524.005	-\$ 14.205.522	-\$ 13.887.621	-\$ 14.115.125	-\$ 14.534.086	-\$ 15.462.505
Resultado de explotación	\$ 11.908.506	\$ 13.441.447	\$ 13.148.126	\$ 12.316.792	\$ 12.561.142	\$ 12.982.664	\$ 12.146.864
Ingresos financieros	\$ 266.330	\$ 361.086	\$ 356.448	\$ 70.752	\$ 106.908	\$ 396.807	\$ 213.457
Utilidad inversiones empresas relacionadas	\$ 0	\$ 10.200	\$ 0	\$ 9.182	\$ 24.775	\$ 16.003	\$ 0
Otros ingresos fuera de la explotación	\$ 346.115	\$ 512.415	\$ 614.953	\$ 772.737	\$ 60.851	\$ 173.636	\$ 303.800
Pérdida inversión empresas relacionadas	\$ 0	\$ 0	-\$ 55.832	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Amortización menor valor de inversiones	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Gastos financieros	-\$ 2.671.186	-\$ 2.945.589	-\$ 3.255.384	-\$ 3.027.495	-\$ 2.770.582	-\$ 2.349.486	-\$ 1.755.335
Otros egresos fuera de la explotación	-\$ 339.733	-\$ 634.858	-\$ 1.013.214	-\$ 481.421	-\$ 641.394	-\$ 703.493	-\$ 916.626
Corrección monetaria	-\$ 415.765	-\$ 372.019	-\$ 410.696	-\$ 141.167	-\$ 265.039	-\$ 462.969	-\$ 268
Diferencias de cambio	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Resultado fuera de explotación	-\$ 2.814.239	-\$ 3.068.765	-\$ 3.763.725	-\$ 2.797.412	-\$ 3.484.481	-\$ 2.929.502	-\$ 2.154.972
Resultado antes de impto renta e items extraord.	\$ 9.094.267	\$ 10.372.682	\$ 9.384.401	\$ 9.519.380	\$ 9.076.661	\$ 10.053.162	\$ 9.991.892
Impuesto a la renta	-\$ 1.539.808	-\$ 1.790.540	-\$ 1.780.041	-\$ 2.040.530	-\$ 2.080.869	-\$ 2.253.043	-\$ 1.996.759
Items extraordinarios	\$ 0	\$ 0	-\$ 1.525.665	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Utilidad (pérdida) antes de interes minoritario	\$ 7.554.459	\$ 8.582.142	\$ 6.078.695	\$ 7.478.850	\$ 6.995.792	\$ 7.800.119	\$ 7.995.133
Interés minoritario	-\$ 119.692	-\$ 160.872	-\$ 134.246	-\$ 153.843	-\$ 135.146	-\$ 122.795	-\$ 139.703
Utilidad (pérdida) líquida	\$ 7.434.767	\$ 8.421.270	\$ 5.944.449	\$ 7.325.007	\$ 6.860.646	\$ 7.677.324	\$ 7.855.430
Amortización mayor valor de inversiones	\$ 0	\$ 60.449	\$ 83.017	\$ 104.809	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Utilidad (pérdida) del ejercicio	\$ 7.434.767	\$ 8.481.719	\$ 6.027.466	\$ 7.429.816	\$ 6.860.646	\$ 7.677.324	\$ 7.855.430
Depreciación del ejercicio	\$ 8.437.672	\$ 9.454.713	\$ 10.576.862	\$ 12.696.750	\$ 13.015.692	\$ 13.537.296	\$ 14.186.721
Con cargo a costo de explotación	\$ 7.616.573	\$ 8.494.025	\$ 9.984.235	\$ 11.356.516	\$ 11.838.208	\$ 12.860.432	\$ 13.477.385
Con cargo de administración	\$ 821.099	\$ 960.688	\$ 592.627	\$ 1.340.234	\$ 1.177.484	\$ 676.864	\$ 709.336



BALANCES ENTEL S.A							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ACTIVO	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	
Disponible	\$ 6.270.640	\$ 10.593.746	\$ 13.752.506	\$ 14.672.321	\$ 11.746.976	\$ 5.598.470	\$ 5.992.624
Dépositos a plazo	\$ 7.246.894	\$ 5.534.060	\$ 10.179.612	\$ 26.315.699	\$ 70.510.132	\$ 71.503.634	\$ 158.103.774
Valores Negociables	\$ 10.415	\$ 856.343	\$ 3.022.690	\$ 975.367	\$ 914.831	\$ 0	\$ 1.556.470
Deudores por venta, neto	\$ 137.565.963	\$ 182.102.232	\$ 199.405.029	\$ 185.390.870	\$ 149.083.958	\$ 150.259.995	\$ 155.053.399
Documentos por cobrar, neto	\$ 7.317.503	\$ 7.274.710	\$ 9.613.120	\$ 8.342.200	\$ 7.649.896	\$ 7.200.996	\$ 8.251.113
Deudores varios, neto	\$ 9.056.488	\$ 18.989.769	\$ 10.837.749	\$ 8.224.915	\$ 6.600.066	\$ 3.543.336	\$ 5.614.913
Doctos y ctas por cobrar a emp. Relac.	\$ 11.925.583	\$ 15.782.417	\$ 17.710.133	\$ 0	\$ 1.810.781	\$ 0	\$ 0
Existencias	\$ 19.789.587	\$ 18.032.585	\$ 10.930.461	\$ 10.751.860	\$ 13.138.905	\$ 14.498.755	\$ 20.634.016
Impuestos por recuperar	\$ 22.090.930	\$ 15.943.908	\$ 8.642.438	\$ 14.611.096	\$ 5.433.144	\$ 18.460.659	\$ 14.350.834
Gastos pagados por anticipado	\$ 7.313.431	\$ 9.621.854	\$ 9.264.278	\$ 10.813.549	\$ 7.344.916	\$ 8.493.264	\$ 7.415.023
Impuestos diferidos	\$ 3.587.684	\$ 9.176.835	\$ 14.268.273	\$ 13.843.737	\$ 8.199.757	\$ 7.604.408	\$ 9.381.666
Otros activos circulantes	\$ 25.832.347	\$ 24.598.796	\$ 50.978.720	\$ 70.846.874	\$ 14.847.439	\$ 14.481.584	\$ 954.112
Contratos de leasing, neto				\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
activos para leasing, neto				\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Total activo circulante	\$ 258.007.465	\$ 318.507.255	\$ 358.605.009	\$ 364.788.488	\$ 297.280.801	\$ 301.645.101	\$ 387.307.944
Terrenos	\$ 6.239.769	\$ 7.096.393	\$ 7.679.885	\$ 7.524.989	\$ 7.665.272	\$ 7.835.543	\$ 7.454.966
Const. y obras de infraestructura	\$ 205.305.098	\$ 198.850.267	\$ 196.081.059	\$ 200.313.715	\$ 190.718.251	\$ 194.936.588	\$ 223.432.476
Maquinarias y equipos	\$ 734.979.660	\$ 949.321.605	\$ 1.116.710.435	\$ 1.177.309.391	\$ 1.304.904.540	\$ 1.393.667.420	\$ 1.460.422.173
Otros activos fijos	\$ 192.492.426	\$ 177.435.169	\$ 173.194.012	\$ 180.420.178	\$ 192.249.830	\$ 215.787.548	\$ 233.637.733
Mayor valor por retas. tca. del A. fijo		\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Depreciación acumulada menos	-\$ 454.808.609	-\$ 558.040.574	-\$ 680.748.247	-\$ 795.057.905	-\$ 932.189.677	-\$ 1.057.535.431	-\$ 1.161.615.080
Total activo fijo neto	\$ 684.208.344	\$ 774.662.860	\$ 812.917.144	\$ 770.510.368	\$ 763.348.216	\$ 754.691.668	\$ 763.332.268
Inversiones en empresas relacionadas	\$ 3.390.828	\$ 1.534.808	\$ 192.875	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Inversiones en otras sociedades	\$ 10.249.455	\$ 10.924.221	\$ 11.920.619	\$ 9.889.718	\$ 8.130.908	\$ 229.248	\$ 9.102
Menor valor de inversión	\$ 62.748.795	\$ 58.593.270	\$ 57.064.593	\$ 53.036.586	\$ 50.622.117	\$ 48.562.763	\$ 43.788.807
Mayor valor de inversión				-\$ 1.032.115	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Deudores a largo plazo	\$ 14.855.866	\$ 13.678.442	\$ 15.481.310	\$ 9.308.572	\$ 9.300.100	\$ 6.860.044	\$ 5.234.842
Doctos y ctas por cobrar a emp. Relac.		\$ 44.687	\$ 46.669	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Impuesto diferido largo plazo				\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Intangibles	\$ 3.937.374	\$ 12.676.048	\$ 15.037.853	\$ 15.728.341	\$ 15.950.461	\$ 15.303.674	\$ 13.225.941
Amortización de intangibles	-\$ 534.615	-\$ 1.068.107	-\$ 1.825.387	-\$ 3.658.593	-\$ 5.075.656	-\$ 6.099.789	-\$ 6.090.359
Otros	\$ 10.640.552	\$ 8.349.007	\$ 21.121.435	\$ 13.365.017	\$ 15.436.995	\$ 14.256.570	\$ 8.056.251
Contratos de leasing largo plazo, neto		\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Total otros activos	\$ 105.288.255	\$ 104.732.376	\$ 119.039.967	\$ 96.637.526	\$ 94.364.925	\$ 79.112.510	\$ 64.224.584
TOTAL ACTIVO	\$ 1.047.504.064	\$ 1.197.902.491	\$ 1.290.562.120	\$ 1.231.936.382	\$ 1.154.993.942	\$ 1.135.449.279	\$ 1.214.864.796



“Anexos”

PASIVOS ENTEL S.A.	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Oblig. con bcos e inst. feras porción c/p	\$ 1.784.985	\$ 4.609.670	\$ 5.541.618	\$ 5.981.219	\$ 4.184.761	\$ 0	\$ 0
Oblig. Con bcos e inst. feras l/p - porc c/p	\$ 1.156.461	\$ 10.155.721	\$ 17.622.490	\$ 12.717.849	\$ 45.280.265	\$ 671.891	\$ 821.303
Obligaciones con el público (pagarés)		0	0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Oblig con el público - porc c/p (bonos)	\$ 3.858.206	\$ 5.530.885	\$ 6.894.507	\$ 25.952.653	\$ 4.196.657	\$ 2.594.705	\$ 80.631.986
Oblig. L/p con venc dentro de 1 año	\$ 46.452.983	\$ 19.769.615	\$ 5.135.706	\$ 62.175.835	\$ 31.330.428	\$ 1.901.501	\$ 1.571.782
Dividendos por pagar	\$ 466.946	\$ 931.016	\$ 39.889	\$ 73.918	\$ 89.370	\$ 291.305	\$ 205.551
Cuentas por pagar	\$ 97.516.555	\$ 115.612.327	\$ 112.926.089	\$ 97.976.653	\$ 113.894.921	\$ 120.571.600	\$ 154.549.971
Documentos por pagar		\$ 125.132	\$ 500	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Acreedores varios	\$ 20.420.847	\$ 1.897.344	\$ 7.414.729	\$ 25.874.124	\$ 17.983.034	\$ 5.897.517	\$ 1.169.872
Doctos y ctas por pagar emp. Rel				\$ 1.455.353	\$ 1.430.406	\$ 0	\$ 0
Provisiones	\$ 4.790.734	\$ 5.690.805	\$ 5.841.777	\$ 6.208.022	\$ 5.261.927	\$ 8.221.196	\$ 7.443.470
Retenciones	\$ 2.347.304	\$ 3.295.668	\$ 4.192.041	\$ 4.220.330	\$ 4.683.156	\$ 12.984.129	\$ 12.445.882
impuesto a la renta				\$ 0	\$ 0	\$ 6.096.617	\$ 6.090.462
Ingresos percibidos por adelantado	\$ 4.401.350	\$ 11.042.554	\$ 4.901.059	\$ 4.861.664	\$ 3.521.108	\$ 4.379.860	\$ 7.698.341
impuestos diferidos	\$ 3.040.617			\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Otros pasivos circulantes	\$ 33.892	\$ 0	\$ 69.057	\$ 407.615	\$ 230.244	\$ 454.495	\$ 126.487
Total pasivo circulante	\$ 186.270.880	\$ 178.660.737	\$ 170.579.462	\$ 247.905.235	\$ 232.086.277	\$ 164.064.816	\$ 272.755.107
Obligaciones con bancos e inst. feras	\$ 173.060.960	\$ 242.814.107	\$ 258.699.600	\$ 190.016.000	\$ 133.776.000	\$ 307.500.000	\$ 319.434.000
Oblig con el público largo plazo (bonos)	\$ 57.067.398	\$ 55.322.886	\$ 153.966.466	\$ 132.976.497	\$ 134.528.108	\$ 106.334.886	\$ 29.433.773
Documentos por pagar largo plazo	\$ 138.630.719	\$ 196.202.909	\$ 132.877.380	\$ 47.862.517	\$ 17.328.869	\$ 16.345.845	\$ 15.191.980
Acreedores varios largo plazo	\$ 17.914.961	\$ 6.853.767	\$ 230.344	\$ 1.006.272	\$ 0	\$ 19.129.162	\$ 20.430.417
Doctos y ctas por pagar emp. Relac. l/p		\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Provisiones largo plazo	\$ 6.200.117	\$ 6.592.726	\$ 5.402.271	\$ 6.608.611	\$ 4.901.357	\$ 5.522.270	\$ 5.766.886
Impuestos diferidos a largo plazo		\$ 3.866.007	\$ 8.462.072	\$ 12.048.063	\$ 6.710.778	\$ 7.154.837	\$ 10.769.354
Otros pasivos a largo plazo	\$ 4.035.229	\$ 0	\$ 7.967.229	\$ 3.570.452	\$ 318.242	\$ 11.655.629	\$ 1.288.462
Total pasivo a largo plazo	\$ 396.909.384	\$ 511.652.402	\$ 567.605.362	\$ 394.088.412	\$ 297.563.354	\$ 473.642.629	\$ 402.314.872
Interés minoritario	\$ 4.181.787	\$ 5.708.208	\$ 7.480.434	\$ 6.127.415	\$ 2.685.012	\$ 2.498.993	-\$ 1.313
Capital pagado	\$ 384.296.796	\$ 396.209.997	\$ 408.096.297	\$ 412.177.259	\$ 422.481.690	\$ 437.691.031	\$ 446.882.543
Reserva revalorizacion capital				\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Sobreprecio en venta de accs propias				\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Otras reservas	\$ 1.865.251	\$ 5.963.108	\$ 8.607.083	-\$ 2.498.466	-\$ 3.954.047	-\$ 7.314.131	-\$ 4.056.524
Utilidades retenidas	\$ 73.979.966	\$ 99.708.039	\$ 128.193.482	\$ 174.136.527	\$ 204.131.656	\$ 64.865.941	\$ 96.970.111
Reserva futuros dividendos					\$ 0	\$ 0	\$ 0
Utilidades acumuladas	\$ 48.970.045	\$ 69.007.338	\$ 94.582.242	\$ 117.696.536	\$ 160.325.808	\$ 5.662.207	\$ 20.434.774
Pérdidas acumuladas					\$ 0	\$ 0	\$ 0
Utilidad (pérdida) del ejercicio	\$ 27.375.158	\$ 34.203.963	\$ 41.095.877	\$ 59.977.203	\$ 47.364.347	\$ 71.029.919	\$ 100.187.707
Dividendos provisorios	-\$ 2.365.237	-\$ 2.365.237	-\$ 2.365.237	-\$ 3.537.212	-\$ 3.558.499	-\$ 11.826.185	-\$ 23.652.370
Déficit acum. en período de desarrollo		-\$ 1.138.025	-\$ 5.119.400	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Total patrimonio	\$ 460.142.013	\$ 501.881.144	\$ 544.896.862	\$ 583.815.320	\$ 622.659.299	\$ 495.242.841	\$ 539.796.130
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$ 1.047.504.064	\$ 1.197.902.491	\$ 1.290.562.120	\$ 1.231.936.382	\$ 1.154.993.942	\$ 1.135.449.279	\$ 1.214.864.796



ESTADOS DE RESULTADOS ENTEL S.A.							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ingresos de Explotación	\$ 521.499.318	\$ 709.806.942	\$ 804.761.667	\$ 729.251.899	\$ 692.484.874	\$ 766.361.974	\$ 809.328.186
Costos de explotación	-\$ 277.541.649	-\$ 406.184.376	-\$ 475.081.061	-\$ 407.628.886	-\$ 386.758.270	-\$ 424.202.284	-\$ 442.894.047
Margen de explotación	\$ 243.957.669	\$ 303.622.566	\$ 329.680.606	\$ 321.623.013	\$ 305.726.604	\$ 342.159.690	\$ 366.434.139
Gastos de adm. Y venta	-\$ 174.910.925	-\$ 220.456.434	-\$ 232.120.063	-\$ 213.411.131	-\$ 217.471.822	-\$ 212.806.846	-\$ 198.020.206
Resultado operacional	\$ 69.046.744	\$ 83.166.132	\$ 97.560.543	\$ 108.211.882	\$ 88.254.782	\$ 129.352.844	\$ 168.413.933
Ingresos financieros	\$ 3.002.664	\$ 3.204.547	\$ 2.600.998	\$ 3.013.148	\$ 2.904.801	\$ 3.245.497	\$ 9.571.625
Utilidad empresas relacionadas				\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Otros ingresos fuera de la explot	\$ 4.481.554	\$ 3.253.323	\$ 2.289.623	\$ 283.568	\$ 3.542.333	\$ 5.230.365	\$ 11.059.267
Pérdida por inversión en emp relac	-\$ 51.072	-\$ 2.335.636	-\$ 1.630.257	-\$ 193.838	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Amortiz menor valor de inversión	-\$ 1.262.420	-\$ 3.467.296	-\$ 3.568.574	-\$ 3.816.503	-\$ 3.492.471	-\$ 3.562.704	-\$ 3.577.414
Gastos financieros (menos)	-\$ 28.737.606	-\$ 33.314.018	-\$ 29.444.917	-\$ 25.897.476	-\$ 21.330.887	-\$ 21.840.703	-\$ 26.906.126
Otros egresos fuera de la explotación	-\$ 8.155.616	-\$ 12.992.893	-\$ 18.316.762	-\$ 12.967.711	-\$ 16.503.259	-\$ 27.140.691	-\$ 36.186.792
Corrección monetaria	-\$ 5.785.226	-\$ 8.233.984	-\$ 7.547.330	-\$ 8.471.831	\$ 1.386.137	-\$ 4.388.147	\$ 3.049.967
Diferencias de cambio		\$ 6.588.579	\$ 4.737.452	\$ 7.937.277	\$ 1.473.399	\$ 7.918.613	-\$ 2.281.809
Resultado no operacional	-\$ 36.507.722	-\$ 47.297.378	-\$ 50.879.767	-\$ 40.113.366	-\$ 32.019.947	-\$ 40.537.770	-\$ 45.271.282
Resultado antes de impto a la renta	\$ 32.539.022	\$ 35.868.754	\$ 46.680.776	\$ 68.098.516	\$ 56.234.835	\$ 88.815.074	\$ 123.142.651
Impuesto a la renta	-\$ 4.391.499	-\$ 776.529	-\$ 4.295.735	-\$ 8.071.253	-\$ 12.027.904	-\$ 17.210.963	-\$ 22.546.737
Ítemes extraordinarios		\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Utilidad antes de interés minoritario	\$ 28.147.523	\$ 35.092.225	\$ 42.385.041	\$ 60.027.263	\$ 44.206.931	\$ 71.604.111	\$ 100.595.914
Interés minoritario	-\$ 772.365	-\$ 888.262	-\$ 1.289.164	-\$ 85.650	\$ 2.948.864	-\$ 574.192	-\$ 408.207
Utilidad (Pérdida) líquida	\$ 27.375.158	\$ 34.203.963	\$ 41.095.877	\$ 59.941.613	\$ 47.155.795	\$ 71.029.919	\$ 100.187.707
Amortización mayor valor de inv	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 35.590	\$ 208.552	0	0
Utilidad (Pérdida) del ejercicio	\$ 27.375.158	\$ 34.203.963	\$ 41.095.877	\$ 59.977.203	\$ 47.364.347	\$ 71.029.919	\$ 100.187.707
*Total depreciación del ejercicio	\$ 36.992.486	\$ 100.981.961	\$ 118.307.070	\$ 118.392.796	\$ 119.378.718	\$ 125.457.584	\$ 141.221.726
Con cargo a Costos de explot	\$ 27.469.941	\$ 86.644.350	\$ 97.836.762	\$ 95.288.124	\$ 94.862.950	\$ 101.280.020	122.526.628
Con cargo a gtos de adm y venta	\$ 9.522.545	\$ 14.337.611	\$ 20.470.308	\$ 23.104.672	\$ 24.515.768	\$ 24.177.564	18.695.098



BALANCES MADECO S.A.							
ACTIVOS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Disponible	\$ 2.269.473	2.696.507	3.659.133	2.037.981	2.993.446	4.281.988	\$ 4.733.667
Depósitos a plazo	\$ 4.018.705	1.349.581	4.099.568	21.792.217	4.068.995	94.128	\$ 261.552
Valores negociables (neto)	\$ 2.066.249	16.786	0	314.022	44.490	150.000	\$ 306.019
Deudores por venta (neto)	\$ 56.131.505	44.385.894	32.097.302	36.963.399	47.393.222	55.516.781	\$ 83.677.985
Documentos por cobrar (neto)	\$ 10.723.043	7.391.185	6.456.512	5.807.472	5.214.400	4.480.149	\$ 5.175.607
Deudores varios (neto)	\$ 3.541.153	3.499.215	1.909.551	1.954.096	2.087.402	1.917.505	\$ 5.595.435
Doctos y cuentas por cobrar empresas relac	\$ 524.511	517.166	761.074	570.882	1.116.518	941.655	\$ 1.547.139
Existencias (neto)	\$ 72.250.155	66.676.322	50.732.401	52.658.310	70.751.698	74.293.061	\$ 97.601.073
Impuestos por recuperar	\$ 8.200.665	6.183.584	3.134.580	3.614.341	3.483.947	6.242.745	\$ 9.392.070
gastos pagados por anticipado	\$ 975.474	514.402	1.403.251	1.085.200	438.730	402.171	\$ 483.748
Impuestos diferidos	\$ 2.341.542	2.465.499	1.936.208		2.574.327	3.326.386	\$ 5.574.606
Otros activos circulantes	\$ 16.438.984	13.603.334	14.605.536	1.670.794	11.090.868	7.275.805	\$ 17.934.869
Contratos de leasing (neto)		0	0	16.803.323	0	0	\$ 0
Activos para leasing (neto)		0	0	0	0	0	\$ 0
Total Activos circulantes	179.481.459	149.299.475	120.795.116	145.272.037	151.258.043	158.922.374	\$ 232.283.770
Terrenos	\$ 15.565.071	15.488.988	15.266.733	13.699.149	10.091.118	10.239.855	\$ 11.709.492
Construcción y obras de infraestructura	\$ 70.569.675	61.491.521	62.474.514	54.452.992	53.437.531	50.790.008	\$ 53.890.923
Maquinarias y equipos	\$ 203.380.606	228.080.911	252.843.356	211.135.464	202.063.728	205.943.256	\$ 215.024.032
Otros activos fijos	\$ 27.100.507	34.109.330	30.418.882	28.956.161	29.405.833	29.830.075	\$ 32.669.091
Mayor valor por retas. tca del activo fijo	\$ 14.409.944	15.840.073	17.037.951	15.049.019	14.586.932	13.179.936	\$ 13.069.983
Depreciación (menos)	\$ 128.900.999	155.034.139	176.808.938	160.533.309	159.318.218	165.119.102	\$ 178.415.120
Total Activos Fijos	202.124.804	199.976.684	201.232.498	162.759.476	150.266.924	144.864.028	\$ 147.948.401
Inversiones en empresas relacionadas	\$ 8.996.594	9.703.540	10.439.470	8.736.656	8.268.916	8.060.828	\$ 8.984.605
Inversiones en otras sociedades	\$ 388.644	458.842	204.468	70.049	28.713	2.666.058	\$ 3.564.375
Menor valor de inversiones	\$ 29.198.923	32.770.098	33.483.950	24.904.060	21.753.955	18.490.060	\$ 17.466.054
Mayor valor de inversiones (menos)	-\$ 184.674	-183.868	-55.415	0	0	-490.183	-\$ 482.755
Deudores a largo plazo	\$ 3.370.443	3.259.235	1.104.057	463.160	775.921	347.302	\$ 441.838
Doctos y cuentas por cobrar emp. relac l/p		0	106.398	458.197	577.916	0	\$ 0
Impuestos diferidos a largo plazo		205.340	2.482.380	1.825.100	241.455	0	\$ 0
Intangibles	\$ 366.635	384.058	354.891	442.486	547.657	548.408	\$ 557.965
Amortización (menos)	-\$ 38.324	-52.613	-67.759	-112.357	-225.641	-179.248	-\$ 245.545
Otros	\$ 15.104.131	8.878.559	8.072.023	8.856.926	9.416.412	11.108.055	\$ 6.263.116
Contratos de leasing largo plazo (neto)		0	0	0	0	0	\$ 0
Total Otros Activos	57.202.372	55.423.191	56.124.463	45.644.277	41.385.304	40.551.280	\$ 36.549.653
TOTAL ACTIVOS	438.808.635	404.699.350	378.152.077	353.675.790	342.910.271	344.337.682	\$ 416.781.824

“Anexos”



PASIVOS MADECO S.A.	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Oblig. con bancos e inst. feras a c/p	\$ 82.731.033	92.665.055	79.009.885	16.228.812	17.610.416	24.428.720	\$ 15.490.509
Obliga. con bcos e inst feras a c/p	\$ 33.893.879	11.058.971	58.655.405	5.307.755	4.884.832	2.514.163	\$ 16.240.836
Obligaciones con el público (pagarés)		0	0	0	0	0	\$ 0
Oblig. con el público - porción c/p (bonos)	\$ 1.577.377	3.481.623	5.487.577	26.908.042	3.918.184	4.254.251	\$ 4.536.996
Oblig. largo plazo con venc. dentro un año	\$ 791.830	931.360	49.182	685.190	905.554	409.818	\$ 488.364
Dividendos por pagar	\$ 357.094	540.560	282.412	31.606	2.544	2.543	\$ 82.882
Cuentas por pagar	\$ 14.884.231	12.223.667	9.507.018	8.986.866	12.712.813	17.015.172	\$ 22.242.989
Documentos por pagar	\$ 26.084.264	9.970.159	8.790.741	8.352.547	9.159.602	661.194	\$ 1.273.675
Acreedores varios	\$ 1.798.714	1.345.268	1.232.815	640.964	2.485.695	352.875	\$ 709.758
Doctos y cuentas por pagar emp. Rel.	\$ 304.607	496.504	6.250.357	479.212	347.852	8.442.155	\$ 446.605
Provisiones	\$ 10.156.321	7.131.680	7.358.994	7.231.466	8.389.035	7.171.302	\$ 8.110.554
Retenciones	\$ 2.886.036	1.758.186	1.897.370	1.436.354	1.908.180	1.816.939	\$ 1.554.113
Impuesto a la renta		0	0	0	0	0	\$ 0
Ingresos percibidos por adelantado	\$ 358.212	46.711	302.798	1.596.591	138.658	1.457.600	\$ 7.848.440
Impuestos diferidos	\$ 539.605	0	0	0	0	0	\$ 0
Otros pasivos circulantes	\$ 655.424	3.396.824	614.437	633.804	1.150.156	964.665	\$ 1.217.712
Total Pasivos Circulantes	177.018.627	145.046.568	179.438.991	78.519.209	63613521	69.491.397	80.243.433
Oblig. con bancos e instituciones feras	\$ 37.587.010	36.638.632	9.066.228	67.483.297	65.498.469	24.618.328	\$ 41.470.811
Oblig. con el público largo plazo (bonos)	\$ 42.370.592	65.050.639	63.517.864	30.597.509	27.342.312	24.208.382	\$ 20.226.108
Documentos por pagar largo plazo	\$ 136.563	126.277	113.725	66.039	5.246	0	\$ 0
Acreedores varios largo plazo	\$ 725.292	6.911.091	6.603.254	6.556.151	5.960.024	5.532.453	\$ 5.241.111
Doctos y ctas por pagar emp rel l/p	\$ 5.610.780	5.786.092	1.439.395	7.456.126	7.631.094	0	\$ 0
Provisiones largo plazo	\$ 5.054.266	6.554.939	4.818.859	3.984.539	3.093.213	3.960.591	\$ 5.501.964
Impuestos diferidos a largo plazo		0	0	0	0	347.588	\$ 490.056
Otros pasivos a largo plazo	\$ 2.273.964	560.749	537.075	1.504.714	921.714	592.060	\$ 585.424
Total Pasivo Largo Plazo	93.758.467	121.628.419	86.096.400	117.648.375	110.452.072	59.259.402	73.515.474
Interés Minoritario	\$ 12.647.093	14.681.225	13.385.059	9.939.187	10332140	10.206.822	11.467.736
Capital pagado	\$ 112.099.647	115.574.736	119.731.402	187.967.126	198.492.593	249.372.391	\$ 264.072.357
Reserva revalorización capital	\$ 0	0	0	0	0	0	\$ 0
Sobreprecio en ventas de accs propias	\$ 5.580.348	5.753.339	5.925.939	33.406.119	38.458.668	39.265.083	\$ 40.089.649
Otras reservas	\$ 24.347.106	38.339.722	51.154.551	21.286.167	10.516.560	-3.114.064	-\$ 1.253.472
Utilidades Retenidas	13.357.347	-36.324.659	-77.580.265	-95.090.393	-88.955.283	-80.143.349	-51.353.353
Reservas futuros dividendos	\$ 0	0	0	0	0	0	\$ 0
Utilidades acumuladas	\$ 30.143.751	13.771.425	0	0	0	0	\$ 0
Pérdidas acumuladas (menos)		0	-37.414.398	-78.356.069	-97.467.650	-92.157.672	-\$ 81.557.327
Utilidad (Pérdida) del ejercicio	-\$ 16.786.404	-50.096.084	-40.165.867	-16.734.324	8.512.367	12.014.323	\$ 30.203.974
Dividendos provisorios (menos)	\$ 0	0	0	0	0	0	\$ 0
Déficit acumulado período de desarrollo	\$ 0	0	0	0	0	0	\$ 0
Total Patrimonio	155.384.448	123.343.138	99.231.627	147.569.019	158.512.538	205.380.061	251.555.181
TOTAL PASIVOS	438.808.635	404.699.350	378.152.077	353.675.790	342.910.271	344.337.682	416.781.824



ESTADO DE RESULTADOS MADECO S.A.							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ingresos de explotación	\$ 302.902.628	331.911.876	256.282.595	237.666.031	324.034.957	365.487.500	\$ 559.141.475
Costos de explotación (menos)	-\$ 264.673.476	-286.887.789	-224.587.050	-208.437.385	-276.621.429	-313.547.675	-\$ 478.969.394
Margen de Explotación	38.229.152	45.024.087	31.695.545	29.228.646	47.413.528	51.939.825	80.172.081
Gastos de administración y ventas (menos)	-\$ 28.240.626	-34.358.057	-27.692.090	-21.771.874	-22.237.514	-24.099.429	-\$ 28.406.345
Resultado de Explotación	9.988.526	10.666.030	4.003.455	7.456.772	25.176.014	27.840.396	51.765.736
Ingresos financieros	\$ 1.972.040	1.921.673	1.570.236	1.114.271	943.405	805.116	\$ 1.604.896
Utilidad inversiones empresas relacionadas	\$ 115.979	788	281.341	38.458	19.881	281.074	\$ 688.274
Otros ingresos fuera de la explotación	\$ 3.133.935	3.978.982	421.599	729.266	1.453.591	2.320.581	\$ 116.652
Pérdida inversión empresas relacionadas	-\$ 3.278	-50.327	0	-70.089	-42.894	0	\$ 0
Amortización menor valor de inversiones	-\$ 2.224.415	-2.600.645	-2.302.910	-1.843.722	-1.741.449	-1.659.957	-\$ 1.721.235
Gastos financieros (menos)	-\$ 18.380.387	-21.269.528	-19.091.665	-12.461.680	-11.001.511	-9.359.495	-\$ 11.410.435
Otros egresos fuera de la explotación	-7.171.781	-30.413.277	-20.010.994	-11.322.657	-3.680.951	-3.277.408	-\$ 2.851.583
Corrección monetaria	-5.578.248	-3.963.202	3.720.306	2.031.074	-665.791	-1.999.829	-\$ 1.606.724
Diferencias de cambio	0	-9.251.159	-12.162.657	-291.348	414.944	-752.074	\$ 334.636
Resultado fuera de explotación	-28.136.155	-61.646.695	-47.574.744	-22.076.427	-14.300.775	-13.641.992	-14.845.519
Result antes de Impto a la Renta e ítem ext.	-18.147.629	-50.980.665	-43.571.289	-14.619.655	10.875.239	14.198.404	36.920.217
Impuesto a la Renta	\$ 1.456.282	-418.358	1.402.348	-1.592.412	-1.542.246	-1.466.780	-\$ 5.204.542
Ítemes extraordinarios	\$ 0	0	0	0	0	0	\$ 0
Utilidad (Pérdida) antes de Interés Min.	-16.691.347	-51.399.023	-42.168.941	-16.212.067	9.332.993	12.731.624	31.715.675
Interés Minoritario	-\$ 113.145	1.282.776	1.997.934	-578.227	-820.626	-736.399	-\$ 1.538.153
Utilidad (Pérdida) Líquida	-16.804.492	-50.116.247	-40.171.007	-16.790.294	8.512.367	11.995.225	30.177.522
Amortización mayor valor de inversiones	\$ 18.088	20.163	5.140	55.970	0	19.098	\$ 26.452
UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO	-16.786.404	-50.096.084	-40.165.867	-16.734.324	8.512.367	12.014.323	30.203.974

*Total depreciación del ejercicio	\$ 13.740.520	\$ 14.772.331	\$ 12.785.692	\$ 11.072.480	\$ 10.784.938	\$ 11.243.246	\$ 13.391.201
Con cargo a Costos de explotación	\$ 12.435.170	\$ 13.503.767	\$ 12.185.557	\$ 10.497.355	\$ 10.250.783	\$ 10.606.468	\$ 11.963.280
Con cargo a gastos de adm y venta	\$ 1.305.350	\$ 1.268.564	\$ 600.135	\$ 575.125	\$ 534.155	\$ 636.778	\$ 1.427.921



Anexo 2: Resumen Corrección Monetaria según Nota Explicativa al Balance

CORRECCIÓN MONETARIA Y DIFERENCIA DE CAMBIO, CCU S.A.						
ACTIVOS	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo Circulante	\$ 2.056.983	\$ 2.179.686	-\$ 2.640.905	-\$ 1.278.249	\$ 1.355.022	\$ 1.702.785
Inversiones Temporales	\$ 1.760.281	\$ 1.131.822	\$ 244.069	\$ 294.103	\$ 1.658.523	\$ 719.803
Activo Fijo	\$ 8.306.123	\$ 8.305.053	\$ 2.493.723	\$ 6.221.487	\$ 9.512.008	\$ 5.561.361
Otros Activos	\$ 3.805.407	\$ 6.331.438	\$ 1.634.119	\$ 3.831.887	\$ 5.929.890	\$ 3.708.028
TOTAL	\$ 15.928.794	\$ 17.947.999	\$ 1.731.006	\$ 9.069.228	\$ 18.455.443	\$ 11.691.977
PASIVOS						
Capital	-\$ 11.703.844	-\$ 12.007.692	-\$ 2.237.729	-\$ 6.542.091	-\$ 10.083.816	-\$ 6.287.674
Deuda Financiera Corto Plazo	-\$ 656.755	-\$ 1.633.833	\$ 1.079.238	\$ 42.026	-\$ 1.187.207	-\$ 387.002
Pasivos circulantes	-\$ 931.716	-\$ 313.638	\$ 325.482	\$ 326.191	\$ 770.532	-\$ 367.228
Deuda Financiera largo plazo	-\$ 1.505.800	-\$ 521.095	\$ 740.308	-\$ 40.662	-\$ 4.260.183	-\$ 2.849.704
Pasivo de Largo plazo	-\$ 12.911	-\$ 10.146	\$ 160.306	\$ 19.733	\$ 59.650	-\$ 44.879
Otros pasivos	-\$ 1.992.253	-\$ 5.628.187	-\$ 400.949	-\$ 1.469.124	-\$ 506.127	-\$ 729.247
Interés minoritario	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	-\$ 1.473.447	-\$ 836.668
TOTAL	-\$ 16.803.279	-\$ 20.114.591	-\$ 333.344	-\$ 7.663.927	-\$ 16.680.598	-\$ 11.502.401

CORRECCIÓN MONETARIA NETA	-\$ 2.398.842	-\$ 3.673.998	\$ 1.261.636	\$ 54.366	-\$ 192.552	-\$ 757.011
CORRECCIÓN MONETARIA CTAS DE RESULTADO	-\$ 1.524.357	-\$ 1.507.406	-\$ 136.026	-\$ 1.350.935	-\$ 1.967.397	-\$ 946.587

CORRECCIÓN MONETARIA Y DIFERENCIA DE CAMBIO ENTEL S.A.						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo circulante	\$ 36.525.356	\$ 19.832.629	-\$ 34.897.815	-\$ 5.941.379	-\$ 5.041.316	\$ 496.401
Inversiones temporales	\$ 0	0	0	\$ 0	\$ 3.748.077	\$ 2.402.523
Activo fijo	\$ 23.459.046	\$ 24.722.010	\$ 7.876.693	\$ 19.998.398	\$ 28.706.832	\$ 16.966.445
Otros activo	\$ 35.389.022	\$ 19.828.023	-\$ 22.292.310	-\$ 42.238	\$ 4.260.155	\$ 779.013
Total abonos corrección monetaria	\$ 95.373.424	\$ 64.382.662	-\$ 49.313.432	\$ 14.014.781	\$ 31.673.748	\$ 20.644.382
Deuda financiera corto plazo	-\$ 4.263.983	-\$ 6.264.754	-\$ 2.586.892	-\$ 4.945.125	-\$ 8.728.772	-\$ 4.316.353
Pasivo corto y largo plazo	-\$ 23.233.232	-\$ 6.803.258	\$ 1.212.946	\$ 74.810	\$ 3.054.819	-\$ 2.131.815
Deuda financiera largo plazo	-\$ 53.069.562	-\$ 38.423.408	\$ 55.055.848	\$ 6.508.445	-\$ 488.901	\$ 49.516
Otros pasivos corto y largo plazo	-\$ 1.164.745	\$ 1.829.734	\$ 690.707	\$ 4.283.947	-\$ 783.702	-\$ 1.610.315
Capital	-\$ 14.094.105	-\$ 14.835.348	-\$ 5.506.917	-\$ 14.124.405	-\$ 16.460.068	-\$ 9.546.249
Interés minoritario	-\$ 85	\$ 209	\$ 142	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Resultado operación	-\$ 1.193.118	-\$ 2.695.716	-\$ 86.956	-\$ 2.952.917	-\$ 4.736.658	-\$ 2.321.008
Total cargos corrección monetaria	-\$ 97.018.829	-\$ 67.192.540	\$ 48.778.878	-\$ 11.155.245	-\$ 28.143.282	-\$ 19.876.224
SALDO NETO	-\$ 1.645.405	-\$ 2.809.878	-\$ 534.554	\$ 2.859.536	\$ 3.530.466	\$ 768.158



“Anexos”

CORRECCION MONETARIA TELSUR S.A.						
ACTIVOS	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo Circulante	\$ 51.067	\$ 49.812	\$ 73.102	\$ 37.484	\$ 42.716	\$ 39.197
Inversiones Temporales	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Activo Fijo	\$ 2.960.395	\$ 3.100.433	\$ 1.011.178	\$ 2.414.374	\$ 3.506.135	\$ 2.058.021
Otros Activos	\$ 178.917	\$ 291.780	\$ 87.101	\$ 692.369	\$ 1.098.346	\$ 203.779
Total activos	\$ 3.190.379	\$ 3.442.025	\$ 1.171.381	\$ 3.144.227	\$ 4.647.197	\$ 2.300.997
Capital	-\$ 1.545.943	-\$ 1.552.477	-\$ 591.446	-\$ 1.941.546	-\$ 2.980.054	-\$ 1.384.402
Deuda Financiera Corto Plazo	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Pasivos circulantes	-\$ 1.833.290	-\$ 2.084.756	-\$ 719.621	-\$ 1.294.740	-\$ 1.900.486	-\$ 860.861
Deuda Financiera largo plazo	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Pasivo de Largo plazo	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Otros pasivos	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Interés minoritario	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
TOTAL	-\$ 3.379.233	-\$ 3.637.233	-\$ 1.311.067	-\$ 3.236.286	-\$ 4.880.540	-\$ 2.245.263
(pérdida) utilidad por C.M.	-\$ 188.854	-\$ 195.208	-\$ 139.686	-\$ 92.059	-\$ 233.343	\$ 55.734
CO. MONETARIA CTAS DE RESULTADO	-\$ 183.165	-\$ 215.488	-\$ 1.481	-\$ 172.980	-\$ 229.626	-\$ 56.002

CORRECCIÓN MONETARIA Y DIFERENCIA DE CAMBIO MADECO S.A.						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activo circulante	-\$ 1.194.997	\$ 2.564.714	\$ 56.179	-\$ 288.597	-\$ 294.531	\$ 1.247.075
Inversiones temporales	\$ 226.837	\$ 68.030	-\$ 569.572	-\$ 56.813	-\$ 27.049	\$ 159.346
Activo fijo	\$ 2.854.577	\$ 2.555.296	\$ 842.533	\$ 1.971.672	\$ 2.855.755	\$ 1.672.488
Otros activo	\$ 8.780.390	\$ 13.696.670	\$ 231.444	\$ 3.361.102	\$ 4.085.843	\$ 2.262.791
Total abonos corrección monetaria	\$ 10.666.807	\$ 18.884.709	\$ 560.584	\$ 4.987.365	\$ 6.620.018	\$ 5.341.699
Deuda financiera corto plazo	-\$ 8.898.113	-\$ 8.072.259	-\$ 3.282.831	-\$ 2.366.154	-\$ 2.655.866	-\$ 1.618.549
Pasivo corto y largo plazo	-\$ 1.534.865	-\$ 1.030.397	\$ 4.396.848	\$ 482.058	\$ 858.455	-\$ 381.626
Deuda financiera largo plazo	-\$ 1.435.583	-\$ 2.162.621	\$ 0	\$ 717.806	\$ 0	\$ 246.974
Otros pasivos corto y largo plazo	-\$ 6.892.628	-\$ 11.990.806	\$ 1.373.102	\$ 176.492	-\$ 1.347.453	\$ 4.982
Capital	-\$ 4.816.918	-\$ 3.706.832	-\$ 1.220.292	-\$ 3.778.082	-\$ 5.619.968	-\$ 4.382.419
Interés minoritario	-\$ 279.852	-\$ 261.372	-\$ 89.023	-\$ 212.084	-\$ 312.836	-\$ 184.121
Resultado operación	-\$ 23.209	-\$ 102.773	\$ 1.338	-\$ 258.248	-\$ 294.253	-\$ 299.028
Total cargos corrección monetaria	-\$ 23.881.168	-\$ 27.327.060	\$ 1.179.142	-\$ 5.238.212	-\$ 9.371.921	-\$ 6.613.787
Corrección monetaria neta	-\$ 13.214.361	-\$ 8.442.351	\$ 1.739.726	-\$ 250.847	-\$ 2.751.903	-\$ 1.272.088
Corrección monetaria ctas de resultado	-\$ 23.209	-\$ 102.773	\$ 1.338	-\$ 258.248	-\$ 294.253	-\$ 299.028