PROPUESTA METODOLÓGICA DE VALORACIÓN DE EMPRESAS BAJO EL MODELO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS, VIABILIDAD FINANCIERA APLICADA A LA ESE "BELLOSALUD".

INVESTIGADORES

LUIS EVELIO GRANADA RODRÍGUEZ

LUIS ERASMO CORREA VELÁSQUEZ

TESIS DE GRADO PARA OPTAR EL TÍTULO DE

MAGISTER EN ADMINISTRACIÓN DE SALUD

ASESOR

DOCTOR ÓSCAR EDUARDO MEDINA ARANGO

UNIVERSIDAD CES- UNIROSARIO

FACULTAD DE MEDICINA

MEDELLÍN

JUNIO 2010

Nota de aceptación

_____

_____

_____

_____

_____

Firma del presidente del jurado

_____

Firma del jurado

_____

Firma del jurado

_____

Firma del Asesor de tesis

Medellín, Julio 2010

AGRADECIMIENTOS

Los Autores expresan sus agradecimientos a:

Dr. Óscar Eduardo Medina Arango por su orientación durante todo el proceso de este trabajo de investigación. Su disposición, aportes y consejos motivaron la finalización de esta tarea académica.

A los profesores y compañeros en quienes siempre encontramos una fuente permanente de amistad, aprendizaje y conocimiento.

A las Universidades, del CES sede Medellín y Universidad del Rosario sede Bogotá, a las que, a través del convenio interadministrativo del programa de Maestría en Administración de Salud, nos brindaron la oportunidad crecer como personas, de mejorar y perfeccionar nuestras habilidades y conocimientos profesionales.

TABLA DE CONTENIDO

		Pág.
PORTADA		i
PÁGINA DE ACEPTACIÓN		ii
AGRADECIMIENTOS		iii
TABLA DE CONTENIDO		iv
LISTA DE TABLAS		viii
LISTA DE GRAFICOS		ix
RESUMEN		x
ABSTRACT		xi
INTRODUCCION		12
1.	FORMULACIÓN DEL PROBLEMA	14
1.1.	PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	14
1.2.	JUSTIFICACIÓN DE LA PROPUESTA	17
1.3.	PREGUNTAS DE LA INVESTIGACIÓN	18
2.	MARCO TEÓRICO	20
2.1.	DEFINICIÓN DE VALORACIÓN DE EMPRESAS	24
2.1.1.	Objetivos de la valoración de empresas	26
2.1.1.1.	Como instrumento estratégico de medición y gestión de resultados	27
2.1.1.2.	Para ofertar en la bolsa de valores o banca de inversión	27
2.1.1.3.	Emisión y adquisición de acciones	27
2.1.1.4.	Para fusiones	27
2.1.1.5.	Solicitud y obtención de recursos financieros de terceros	28
2.1.1.6.	Para emisión o adquisición de títulos valores por la empresa	28
2.1.2.	Metodologías que se utilizan en la valoración de empresas	28
2.1.2.1.	Métodos clásicos	29
2.1.2.1.1.	Método de valor sustancial	29
2.1.2.1.2.	Beneficios descontados	29
2.1.2.2.	Métodos mixtos	31
2.1.2.2.1.	Valor medio	31
2.1.2.3.	Nuevos métodos de valoración	31
2.1.2.3.1.	Descuento de flujo de caja libre	31
2.1.2.3.2.	Valor económico agregado	35
2.1.2.3.3.	Método de opciones reales	36

2.2. GERENCIA BASADA EN VALOR 36
2.2.1. Definición gerencia de valor 36
2.2.2. Sistema de creación de valor 37
3. OBJETIVOS 41
3.1. OBJETIVO GENERAL 41
3.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS 41
4. DISEÑO METODOLÓGICO 42
4.1. ENFOQUE METODOLÓGICO DE LA INVESTIGACIÓN 42
4.2. RECOPILACIÓN DE LA INFORMACIÓN 42
4.3. ANÁLISIS ESTRATÉGICO Y COMPETITIVO 43
4.4. EVALUACIÓN DE IMPACTO EN LA TOMA DE DECISIONES 43
4.5. TIPO DE ESTUDIO 43
4.6. DESCRIPCIÓN DE LA POBLACIÓN 44
4.7. DISEÑO MUESTRAL 44
4.8. DESCRIPCIÓN DE VARIABLES 44
4.9. DIAGRAMA DE VARIABLES 45
5. TÉCNICAS DE RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN 51
5.1. FUENTES DE INFORMACIÓN 51
5.1.1. Fuentes de información directas 51
5.1.2. Fuentes de información indirectas 51
5.2. INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN 52
5.3. PROCESO DE OBTENCIÓN DE LA INFORMACIÓN (QUÉ, QUIÉN, CÓMO, CUANDO) 52
5.4. TÉCNICAS DE PROCESAMIENTO Y ANÁLISIS DE LOS DATOS 53
5.5. CONSIDERACIONES ÉTICAS 54
6. VALORACIÓN “ESE BELLOSALUD”, BAJO EL MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS 55
6.1. PREÁMBULO 55
6.2. METODOLOGÍA Y DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN 57
6.3. PROYECCIÓN DE VARIABLES 59
6.3.1. Ingresos 59
6.3.1.1. Ingresos operacionales 59
6.3.1.1.1. EPS. Régimen subsidiado 59
6.3.1.1.2. EPS. Régimen contributivo 60
6.3.1.1.3. SGP. Prestación de servicios de salud de primer nivel de atención 61

6.3.1.1.4. Salud pública- D.L.S. 62
6.3.1.1.5. IPS. Publicas, compañías de seguros accidentales de transito, venta a particulares, arrendamientos, comercialización de mercancías, cuotas de recuperación, otros 62
6.3.1.2. Ingresos no operacionales 64
6.3.1.2.1. Ingresos financieros 64
6.3.1.2.2. Recuperación de glosas 64
6.3.1.2.3. Otros ingresos ordinarios 64
6.3.1.2.4. Margen de contratación servicios de salud 65
6.3.1.2.5. Ingresos extraordinarios 65
6.3.1.2.6. Ajustes de ejercicios anteriores 65
6.3.2. Costos de servicios 66
6.3.3. Gastos operacionales 67
6.3.3.1. De administración 67
6.3.3.1.1. Sueldos y salarios 67
6.3.3.1.2. Agotamiento y depreciación 68
6.3.4. Activos 69
6.3.4.1. Activos corrientes 69
6.3.4.1.1. Disponible 69
6.3.4.1.2. Cuentas por cobrar (deudores) 69
6.3.4.1.3. Inventarios 69
6.3.4.1.4. Otros activos de corto plazo 69
6.3.4.2. Activos no corrientes (Largo plazo) 70
6.3.4.2.1. Propiedad planta y equipo, PPE 70
6.3.4.2.2. Depreciación acumulada 71
6.3.4.2.3. Otros activos largo plazo 72
6.3.5. Pasivos 72
6.3.5.1. Pasivos corrientes 72
6.3.5.1.1. Proveedores 72
6.3.5.1.2. Cuentas y gastos por pagar y obligaciones laborales 73
6.3.5.2. Pasivos no corrientes (Largo Plazo) 73
6.3.5.2.1. Obligaciones laborales (Largo Plazo) 73
6.3.6. Tesorería 75
6.3.7. Flujo de caja libre operativo (FCLO) 76
6.3.8. Costo promedio ponderado de capital –Wacc 77

6.3.9. Análisis de valor proyectado 80
6.3.10. Valorizaciones 82
6.3.10.1 Determinación del valor presente del flujo de caja libre proyectado de la Ese Bellosalud 82
CONCLUSIONES 84
RECOMENDACIONES 88
BIBLIOGRAFIA 90

LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Supuestos macroeconómicos. 58

Tabla 2. Ingresos prestación de servicios régimen subsidiado, año 2010 59

Tabla 3. Ingresos prestación de servicios régimen contributivo, año 2010 60

Tabla 4. Ingresos prestación de servicios de primer nivel de atención básica, año 2010 61

Tabla 5. Ingresos prestación de servicios IPS públicas, Compañías de seguros accidentales de transito, venta a particulares, arrendamientos, comercialización de mercancías, otros, cuotas de recuperación, año 2010 62

Tabla 6. Participación de cada servicio dentro de los ingresos totales, año 2010 63

Tabla 7. Cálculo de los ingresos operacionales proyectados. 64

Tabla 8. Cálculo de los ingresos no operacionales proyectados. 65

Tabla 9. Cálculo de los costos operacionales proyectados. 67

Tabla 10. Cálculo de los gastos operacionales proyectados. 68

Tabla 11. Cálculo del activo corriente proyectado. 70

Tabla 12. Cálculo de Propiedad planta y equipo proyectados. 71

Tabla 13. Cálculo de Depreciación acumulada proyectados. 72

Tabla 14. Cálculo del pasivo corriente proyectado. 73

Tabla 15. Cálculo del pasivo a largo plazo proyectado. 74

Tabla 16. Cálculo del flujo de Tesorería proyectado. 75

Tabla 17. Cálculo del Flujo de caja libre operativo proyectado. 76

Tabla 18. Cálculo del costo promedio ponderado de capital WACC proyectado. 79

Tabla 19. Cálculo del Capital de trabajo operacional proyectado. 81

Tabla 20. Determinación del valor presente del flujo de caja libre proyectado de la ESE “ BELLOSALUD”. 82

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico Nº 1.	Tendencia de los ingresos operacionales (servicios de salud) proyectados.	63
Gráfico Nº 2.	Tendencia de los ingresos no operacionales proyectados.	66
Gráfico Nº 3.	Tendencia de los costos operacionales proyectados.	67
Gráfico Nº 4.	Tendencia de los gastos operativos proyectados.	69
Gráfico Nº 5.	Tendencia del balance general proyectado.	74
Gráfico Nº 6.	Tendencia Excedentes (déficit) del ejercicio neto proyectado.	75
Gráfico Nº 7.	Tendencia del flujo de caja operativo proyectado.	77

RESUMEN

Este trabajo de investigación busca desarrollar y aplicar una propuesta de valoración de empresas bajo el modelo de flujo de caja descontado, enfocado en la aplicación de estrategias, las cuales se expresarán en las recomendaciones dadas por los autores al logro de la viabilidad y perdurabilidad de la ESE Bellosalud, entidad del sector público, que presta servicios de salud de primer nivel de atención básica.

La metodología a utilizar es el flujo de caja descontado, el cual posibilita la obtención de unos resultados técnicamente adecuados, tomando como referencia las variables críticas de la empresa y las variables macroeconómicas que afectan directamente el comportamiento financiero.

Para el cálculo de los flujos de efectivo futuros, se toman como base los estados financieros históricos proyectados, los cuales se soportan en la estrategia de la empresa o su plan de negocios y en las proyecciones estimadas de las principales variables macroeconómicas como la inflación, el incremento del crecimiento real de la salud; parámetros estimados por los autores considerando las características derivadas de su naturaleza jurídica y concertadas con la alta dirección.

Una vez calculado el valor de la empresa utilizando la metodología de flujos de caja descontados, se procederá a presentar las conclusiones y las recomendaciones de la investigación.

Este trabajo de investigación servirá como documento de consulta para conocer como se valora una empresa por el método de flujo de caja libre descontada e igualmente gracias a las explicaciones que se encuentran, permitirá al lector dar sus primeros pasos y avanzar en el tema de la valoración de empresas.

Palabras clave: Valoración de empresas, Flujo de Caja Libre Descontado, WACC, Value, Equity Value.

ABSTRACT

This research seeks to develop and implement a proposal for valuing companies under the model of discounted cash flow focused on the implementation of strategies which are expressed in the recommendations given by the authors to achieve, viability of ESE Bellosalud, entity the government sector, which provides health services in basic primary care. The methodology used is the discounted cash flow, which makes it possible to obtain technically adequate results, with reference to the critical business variables and macroeconomic variables that directly affect financial performance.

For the calculation of future cash flows, historical financial statements are used to project the figures, which are supported in the strategy of the company or its business plan estimates, and the projections of key macroeconomic variables such as inflation, increased real growth of health parameters estimated by the authors considering the characteristics derived from their legal nature and agreed with senior management.

Once the value of the company is calculated using the method of discounted cash flows, conclusions and recommendations of the investigation are presented.

This research will serve as a reference document to learn how a company is measured by the method of discounted free cash flow as well as a basic reference for the reader as to company valuation.

Keywords: company valuation, Discounted Free Cash Flow, WACC, Value, Equity Value.

INTRODUCCIÓN

La valoración de empresas es el resumen de una serie de conocimientos ordenados de distintas áreas como son la financiera, de mercados, económica y la estadística, todas ellas estudiadas, las cuales van a servir de aplicación y soporte para la realización de este trabajo de investigación, con el objetivo de conocer el valor económico actual y poder así determinar una serie de estrategias que servirán de apoyo a la alta gerencia para la toma de decisiones enmarcadas a la sostenibilidad, viabilidad y perdurabilidad en el tiempo de la ESE Bellosalud.

Esta valoración a pesar de ser un caso concreto a una empresa del sector de la salud, primer nivel de atención básica, podrá ser utilizada para las empresas de la misma naturaleza jurídica o cualquier tipo de empresa después de haber ajustado las variables propias de la empresa a valorar, además de actualizar la información macroeconómica al momento de la realización de la valoración, la cual se toma como parámetro para la elaboración de las proyecciones.

El tema de la valoración de empresas en Colombia no ha sido muy desarrollado, aunque presenta avances importantes, por lo cual toma una mayor relevancia la elaboración de un trabajo de estas características.

La contabilidad tradicional y las finanzas en las organizaciones operan de tiempo atrás con una serie de indicadores, que han facilitado un sistema de medición y evaluación de la gestión de la alta gerencia, sin embargo, los requerimiento de la gerencia moderna hacen necesaria la actualización de esos indicadores, es así como hoy, la reingeniería financiera además de los indicadores de liquidez, endeudamiento, los indicadores de utilidad o excedentes y de rentabilidad, tan habituales nuestro medio, agregan a este lote, indicadores de gran importancia como los que tienen que ver con el valor económico agregado EVA y el valor de la empresa.

De otra parte, El objetivo principal de la alta dirección en la empresa es la generación de valor agregado y maximización de utilidades o excedentes en la empresa; de ahí, su necesaria implementación mediante un sistema de medición adecuado que permita saber cuál ha sido el resultado de la valoración periódica de la empresa.

Durante el desarrollo de este trabajo de investigación se encontrará la definición de un marco teórico, el cual dará un preámbulo a los lectores en el tema de la valoración de empresas, definiendo los conceptos, modelos de valoración y la gerencia del valor.

Luego se desarrolla de una manera ordenada y explícita el contenido guía de la tesis atendiendo los parámetros dados por la universidad del CES y que involucran la valoración de la empresa ESE Bellosalud bajo el método de flujo de caja libre descontado, la cual permite conocer su valor actual bajo unos supuestos de estrategias al interior de la empresa, teniendo en cuenta parámetros macroeconómicos, los cuales se proyectaran permitiendo conocer su dinámica y efecto en el valor de la empresa, para llegar a unas conclusiones y recomendaciones, las cuales se presentaran como estrategias a resultados futuros. Este trabajo de investigación será de gran ayuda para los directivos de la empresa, ya que permitirá el establecimiento de unas políticas tendientes al cumplimiento de las estrategias planteadas.

1. FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

1.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Cuando nos encontramos frente a una problemática tan compleja como la salud en el contexto de la seguridad social y sus políticas de estado, que generan una cantidad de situaciones, tanto al margen de lo social como de lo económico-financiero de sostenibilidad, la primera, en el orden de atención y calidad de los servicios para la población, en especial de la población pobre y vulnerable, agregando niveles de cobertura en esta población, en segundo término, y particularmente a la salud pública en concreto, el análisis del tema de los recursos financieros del sistema, la asignación y distribución, intermediación, beneficiarios y su plan de beneficios, lo que en conjunto implica mejorar sus parámetros de eficiencia y efectividad en el conjunto de actividades que realiza para sus resultados.

Frente a estas consideraciones, la financiación de los hospitales públicos, establecido por el sistema, no garantiza el pago oportuno, además de los trámites que implica el proceso de dificultades formales, para su cancelación y recaudo, lo que implica un deterioro global con un grave diagnóstico estructural y que no va a permitir atender la demanda real de servicios a la población.

Es considerada a la problemática; otra situación del grupo de hospitales cuyas responsabilidades internas de gestión gerencial y generación de valor son subestimadas, agregando la corrupción en la contratación y sobrefacturación en las compras, que deterioran la situación de tesorería, en cuanto que aumentan su déficit.

El Sistema General de Seguridad Social en Salud establece la libre competencia entre los prestadores de servicios de salud públicos y privados, como un mecanismo que favorezca el mejoramiento de las condiciones de calidad de los servicios que se

ofrecen a los usuarios. Asimismo, instituye la condición de ESE como entidades de naturaleza pública, descentralizada con personería jurídica, patrimonio propio y autonomía administrativa como figura en la que deben convertirse las IPS públicas y mejorar su competitividad, viabilidad financiera y sostenibilidad socio-económica.

Ante este incierto panorama las Empresas Sociales del Estado (Eses), Hospitales Públicos, están en alto riesgo de su sostenibilidad y viabilidad económica, que garantice con el desarrollo de acciones un modelo de prestación de servicios viable, con equilibrio financiero, circunstancias ajenas a la buena gestión, obedeciendo en cambio a que no les pagan los servicios y actividades en salud prestadas en desarrollo de las orientaciones básicas de la ley, como es la de atender a la totalidad de los Colombianos en su naturaleza: Los del régimen contributivo, los del régimen subsidiado y los que por no estar adscritos a ninguno de los dos, se les denominó población vinculada.

En el Municipio de Bello, el proceso de conversión de los hospitales públicos en Empresas Sociales del Estado (para el caso la E.S.E. Hospital Zamora París Fontidueño y la E.S.E. Hospital Rosalpi), se llevó a cabo con el propósito de dotar a dichas instituciones de una autonomía que facilitara su desarrollo institucional y permitiera elevar los niveles de calidad en los servicios para los usuarios, con énfasis en la población pobre y vulnerable del Municipio de Bello, cumpliendo el precepto de obtener el equilibrio entre la rentabilidad social y financiera que, como entidades estatales, les establece la normatividad vigente.

Sin embargo, a pesar de este hecho, el nivel de desarrollo de las dos ESE en el Municipio no fue uniforme, y las condiciones de funcionamiento de los hospitales amenazaron seriamente su sostenibilidad y viabilidad financiera en el mercado del sector salud. Como consecuencia de lo anterior, el Alcalde Municipal expide acto administrativo 00572 del 17 de diciembre del año 2008, mediante el cual, en su artículo primero decreta que la Empresa Social del Estado Hospital Rosalpi absorbe, vía fusión, a la Empresa Social del Estado Hospital Zamora París Fontidueño, decretando además, en el mismo acto que la entidad absorbente a partir de la

vigencia del referido decreto se denominara EMPRESA SOCIAL DEL ESTADO BELLOSALUD.

Se hace necesario entonces, avanzar e implementar estrategias de mejoramiento que fortalezcan la gestión institucional, definir la carta de navegación a través de un plan de desarrollo con sus respectivos programas y proyectos, que incluyan su nueva plataforma estratégica, acorde a las necesidades de la nueva institución.

Los recursos humanos, la inversión en tecnología, las previsiones y prospectivas financieras, la eficiente administración institucional, son elementos obligados dentro del análisis de la viabilidad financiera, donde se busca también mediante la utilización de indicadores financieros tradicionales y no tradicionales, además de la aplicación del modelo de valoración por el método de flujos descontados, la formulación de unas estrategias que permitan mantener aspectos positivos de la gestión, precedente a la fusión y la total reingeniería financiara en aquellos asociados al debilitamiento.

La valoración de empresas es un proceso esencial en todos los ordenamientos de las operaciones de adquisición o fusión**,** planeación estratégica y competitiva, interpretación de resultados, además de la toma de decisiones que permitan medir el impacto de las políticas de la empresa, en la generación, transferencia y pérdida de valor; más aun en épocas de crisis.

En los últimos años, la valoración de empresas ha ganado un espacio de análisis, teniendo un fuerte impacto en la investigación contable y financiera, ya que constituye la aproximación al valor de la empresa, en este contexto, como parte del planteamiento del problema la nueva Ese “BELLOSALUD”, soportada en la información histórica que da origen a la fusión retoma el tema y precisa el proceso de cuantificación, analizando los elementos que componen el patrimonio, su actividad y potenciabilidad, susceptibles de medición o valoración de acuerdo a la metodología más utilizada en el medio de las fusiones y adquisiciones como son los pronósticos de flujos de caja futuros o también el método de beneficios descontados

o flujo de caja descontados. Hecho que permitirá, en primera instancia, conocer el valor real actual al momento de su valoración, seguidamente determinar acciones y directrices a seguir en un plan estratégico y de mejoramiento continuo en el tiempo.

1.2. JUSTIFICACIÓN DE LA PROPUESTA

Se viene deliberando en la última década sobre las implicaciones del concepto "construcción de la sostenibilidad financiera", considerando que esta sostenibilidad va más allá del examen tradicional de recursos para satisfacer los vacíos financieros en el manejo mismo de la organización, se ha argumentado que la viabilidad financiera de la organización se genera en la paulatina posibilidad de suficiencia económica formada en las propuestas de manejo establecidas en los diferentes instrumentos de planificación y manejo de las mismas.

En este sentido es pertinente efectuar un análisis de sostenibilidad financiera empleando indicadores y variables tradicionales y no tradicionales con la observación de las cifras financieras históricas que han brindado una idea inicial de la viabilidad de la nueva empresa, además de facilitar la identificación de eventuales oportunidades de reestructuración con el fin de mejorar su valor.

Existe la necesidad de optimizar la eficiencia del gasto de los recursos destinados a la salud pública en el Municipio de Bello en las condiciones actuales, donde siempre las necesidades en salud sobrepasan los recursos existentes. En este orden de ideas, las administraciones han realizado análisis de los elementos del gasto involucrados en la producción y entrega de servicios de salud que presta la institución actualmente.

El aporte de este trabajo investigativo es brindar elementos de juicio que aumenten la oportunidad de tener una nueva Empresa "Bellosalud", mas fortalecida económicamente y financieramente, debido a que Bello pasaría de tener dos Empresas Sociales del Estado con presupuestos de manera independiente a tener una sola Empresa con unos ingresos operacionales de $23 mil millones[1],

mostrándose como una empresa con más capacidad de negociación, fortalecida financieramente y mejor preparada para competir en el mercado.

Por otra parte, la importancia de valorar la empresa ESE “BELLOSALUD”, bajo el modelo hoy más utilizado, flujos de caja descontados, permite establecer condiciones prospectivas de riesgo y rentabilidad, por ende, identifican parámetros para el diseño y aplicación de estrategias en el corto, mediano y largo plazo, que desde luego deben ser concertadas y aplicadas por la organización, en su competencia.

La valoración constituye un instrumento básico para los procesos financieros y para la toma de decisiones. Es importante valorar las instituciones del sector de la de la salud, dado la categoría que ésta tiene desde el punto de vista de los recursos que moviliza, además de la trascendencia de las decisiones de quienes gestionan el sector a fin de lograr su sostenibilidad, permitiendo obtener como resultado el valor total de la empresa**.**

Es por ello que mediante este estudio de investigación, se establecerán unas propuesta para la implementación de un modelo de estrategias y de información gerencial, para la toma de decisiones acertadas y oportunas, encaminadas al desarrollo en términos de efectividad y eficiencia.

1.3. PREGUNTAS DE LA INVESTIGACIÓN

Bajo este contexto y teniendo en cuenta el planteamiento del problema, la formulación a manera de preguntas sería:

¿Cómo desarrollar y aplicar una propuesta de valoración de empresas a la ESE “BELLOSALUD, bajo el modelo de flujos de caja descontados, que permita desarrollar estrategias de control presentes y futuras en los aspectos operacionales, de recurso humano y rentabilidad que permitan su viabilidad empresarial?

¿Dentro de un contexto de los fundamentos del modelo de valoración aplicado a la ESE “BELLOSALUD” y de acuerdo a las proyecciones determinar su análisis?

¿Qué aspectos integrales administrativos y/o financieros, de gestión gerencial, influyen en la ESE “BELLOSALUD”, para el logro y mejoramiento del valor económico agregado en la organización?

2. MARCO TEÓRICO

Los hospitales públicos deben realizar una profunda revisión de la estructura y funcionalidad con las que vienen operando en sus procesos administrativos, gerenciales, logísticos, asistenciales y financieros, entre otros, con objeto de cumplir las exigencias del modelo de prestación de servicios de salud en el marco de las leyes 100 de 1993, 1122 de 2007, y posteriores normas reglamentarias.

En este contexto, con la fusión de los Hospitales Rosalpi y Zamora París Fontidueño, en el Municipio de Bello, se persigue la sostenibilidad y perdurabilidad de la nueva empresa creada eludiendo los errores que dieron con el fracaso financiero de los dos Eses referidas.

El diagnostico realizado a las ESES del Municipio de Bello para su fusión observamos entre otras situaciones lo siguiente:

Atendiendo el mandato de las leyes 10 de 1990 y 100 de 1993, el Honorable Concejo del Municipio de Bello promulgó el acuerdo 052 de 1995, por medio del cual se crearon dos Empresas Sociales del Estado; una es la ESE Hospital Rosalpi y la otra es la ESE Hospital Paris Acevedo Fontidueño, con una población asignada a atender de acuerdo al área de influencia o ubicación más cercana a las sedes de atención.

En la actualidad otrora, por el hecho de ser dos Empresas se cuenta con dos Juntas Directivas, dos equipos directivos, dos grupos contables, cada uno orientado por un contador; dos revisores fiscales y dos asesores jurídicos y, así sucesivamente se van fortaleciendo sus estructuras con unas plantas de cargos y además con procesos de tercerización, de acuerdo al crecimiento y complejidad de las dos instituciones; situación que no sólo hace oneroso el funcionamiento y accionar administrativo del sistema Municipal de salud de Bello, sino que no permite la optimización y la racionalización de los recursos con los que se cuentan.

De igual manera es dispendiosa la contratación de los servicios de salud, es decir, cada Empresa Promotora de Salud EPS bien sea del Régimen contributivo o del Subsidiado debe manejar contratos para la prestación de servicios de salud de

manera separada con cada ESE del orden Municipal, en este caso un contrato con Rosalpi y otro contrato con Zamora, soportando cada contrato con una base de datos con los usuarios que viven en cada área de influencia, situación que le está impidiendo al usuario consultar o demandar el servicio de salud donde él lo considere o le quede más cerca al punto de atención, muchas veces sin tener en cuenta los efectos de costos en el desplazamiento del usuario, dadas las circunstancias de que en la definición del área de influencia no siempre se considera como variable el servicio de transporte; situación que atenta contra el acceso a los servicios de salud que es uno de los postulados de la legislación colombiana en materia de salud.

El Municipio de Bello, en estos momentos del diagnostico, presenta una cobertura en el Régimen Subsidiado muy por debajo del promedio Nacional y Departamental, cuando éstos presentan coberturas aproximadamente del 70%, la cobertura de Bello escasamente llega al 46%; mostrando de esta manera un índice de población pobre no afiliada muy alto, con gran incidencia e impacto económico en las Dos Empresas Sociales del Estado del Municipio de Bello.

En materia económica cada una de las dos Empresas tiene un manejo de registros contables de manera diferente, es decir El Hospital de Rosalpi en cumplimiento de la resolución 035 de 2000, registra como gasto el mayor valor facturado al Municipio de Bello, por concepto de servicios de salud prestados a la población pobre no afiliada o población vinculada como comúnmente se le ha conocido y la ESE Hospital de Zamora no lo hace de esta manera, situación que muestra dos Instituciones con criterios no uniformes en sus procesos contables y por ende con resultados que para medirlos debe procederse a su homologación.

La facturación por el mayor valor facturado a la población pobre no afiliada al Régimen Subsidiado es muy alta, cada ESE factura por encima de los 1000 millones de pesos al año, lo que hace que cada Empresa en varias oportunidades muestren en caso de presentarse, utilidades muy mínimas y en otras oportunidades pérdidas, contribuyendo con tal situación a la destrucción del patrimonio institucional, y a la afectación de la autosostenibilidad de las dos Empresas.

Sin duda, uno de los cambios más dramáticos de nuestra legislación, en orden a obtener la autonomía financiera y administrativa prevista, consistió en transformar los subsidios de los recursos del Estado de la oferta a la demanda, lo que obliga a las Empresas Sociales del Estado a orientar sus objetivos corporativos a la necesidad de sobrevivir, crecer, desarrollarse, y garantizar el cumplimiento de su misión social y sostenibilidad financiera, mediante la implementación de una serie

de estrategias de competitividad para mejorar el acceso y la cobertura de usuarios de los servicios en las condiciones más favorables posibles, y lograr un mayor número de contratos con volúmenes de producción de servicios y, por ende, de ingresos cada vez mayores.

Para enfrentar estos retos, de manera decidida se ha planteado desde el programa de gobierno la iniciativa de reestructurar el Sistema de prestación de los servicios de salud, organizando la red existente, optimizar los recursos financieros, a través de la estrategia de la fusión de las Dos Empresas Sociales del Estado del orden Municipal de Bello; iniciativa que no sólo está en el programa de gobierno, sino que ha sido reiterada en el Plan de Desarrollo 2008- 2011.

Dentro de las medidas para hacer frente al debilitamiento de las dos ESE del Municipio de Bello, se tuvieron en cuenta tres específicas :

- **Continuar con las dos empresas funcionando:** Esto en el evento de que el estudio técnico lo recomendara, lo cual sería un riesgo por la poca capacidad de negociación que tienen en la actualidad las dos empresas.

- **Fusión por absorción:** En este escenario una de las dos empresas, puede absorber a la otra, de acuerdo a la viabilidad, estabilidad y proyección financiera. Esta alternativa puede efectuarse en el menor tiempo posible y posteriormente se puede cambiar de nombre a la ESE que absorbió.

- **Creación de una nueva ESE:** En este caso desaparecen las dos Empresas Sociales del Estado y en su reemplazo se crearía una nueva.

Para diciembre de 2008, se adoptó la segunda opción, es decir, la fusión por absorción, la creación de una nueva empresa como consecuencia del deterioro financiero y lejanas expectativas de sostenibilidad en el mediano y largo plazo de las dos ESE fusionadas, en la cual la ESE Hospital Rosalpi absorbe patrimonialmente a la ESE Zamora Paris Fontidueño, como resultado del estudio del análisis financiero comparativo, dada por la comisión para el pre diagnóstico de las empresas sociales del estado del orden municipal.

Dentro de las razones de orden organizacional y estructural se encontraron, entre otras, la baja capacidad de respuesta de los hospitales a las necesidades y expectativas de los usuarios, resultando una creciente demanda insatisfecha relacionada con dificultades financieras presentadas en el sector.

Igualmente una deficitaria relación entre los ingresos por venta de servicios y los costos de operación de los dos hospitales municipales, reduciendo la posibilidad de alcanzar un punto de equilibrio y por tanto, de autosostenibilidad.

Dentro de las razones de orden técnico y científico se encontraron una serie de potencialidades derivadas de la opción de la fusión. Así, una institución más grande y competitiva y con estructuras más flexibles puede responder a las necesidades de sus usuarios, socialmente más efectivas y financieramente más rentables.

Junto con lo anterior se pretende una estructura administrativa o logística que apoye la prestación de servicios, si se tiene en cuenta que la fusión de las dos entidades permitiría integrar en un solo equipo, los recursos humanos, físicos y de tecnología, financieros, que ejecutaron acciones similares en cada una de ellas.

A partir de las teorías existentes sobre valoración de empresas, utilizaremos el modelo más aplicado en los procesos de valoración, cual es, el modelo de flujos de caja descontados; en el objeto del estudio resulta necesario realizar un compendio bibliográfico del modelo de análisis, dada la notabilidad y eficacia que ha cobrado en los últimos tiempos en el área administrativa y financiera para la toma de decisiones, de los datos históricos de consumo y gastos de los seis últimos años, los cuales sirven para hacer la proyección de compras de elementos necesarios y de egresos, para el razonamiento adecuado del funcionamiento de todas las dependencias de la nueva entidad, tanto misionales como de apoyo.

Cobran importancia las proyecciones de los indicadores económicos que nos permitirán la prospectiva en el período de la investigación.

Una vez realizadas las tareas anteriores, el grupo de investigadores podrá identificar, proyectar y evaluar su impacto, de estrategias y componentes que garanticen la viabilidad y sostenibilidad financiera de la ESE “BELLOSALUD”.

Finalmente, se pretende una agregación del modelo de valoración, en su aplicación ajustada, de tal forma que sea una herramienta al momento de la ejecución de decisiones del valor patrimonial actual y futuro de la empresa de salud, además de sus contenidos organizacionales para la adopción de estrategias en la toma de decisiones.

2.1. DEFINICIÓN DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

> Una valoración es una estimación del valor que nunca llevará a determinar una cifra exacta y única, sino que esta dependerá de la situación de la empresa, del momento de la transacción y del método utilizado.
>
> **SAMUEL IMMANUEL BRUGGER JAKOB**

En el marco de la economía moderna globalizada y el nuevo entorno competitivo, se presenta como un requerimiento organizacional y estratégico en la condición actual, el involucrarse con los conceptos amplios de valoración de empresas y el tema de creación de valor[2], que en conjunto es cada día más necesaria, debido fundamentalmente a la toma de decisiones ordenadas que involucran a los ejecutivos no solo en la dimensión empresarial, sino además en la estructura del negocio, selección de inversiones y obtención de financiación apropiada y al menor coste para éstas, entre otras.

Al valorar una empresa se procura fijar un proceso de intervalo de valores moderados dentro del cual estará circunscrito el valor categórico. Se trata entonces de determinar el valor específico propio de un negocio y no su cuantía de mercado, ni por supuesto, su monto económico. El valor no es un hecho real ya que maneja variables subjetivas, dadas en gran parte por la veracidad, el acceso a la

información financiera y la combinación y concertación de una serie de razonamientos y proyecciones que permitan estimar el intervalo antes mencionado, de tal forma que proporciona un concepto de opinión y una proximidad a su realidad.

La valoración de una empresa es una acción técnica que requiere de unos conocimientos previos de distintas áreas como son la financiera-contable, de mercados, económica y estadística, de tal forma que respondan a ciertos interrogantes, como: ¿qué se está ejecutando, misión-visión?, ¿por qué se está valorando y en cumplimiento de unos objetivos?, ¿hacia qué y para quién se está valorando?

La contabilidad tradicional y las finanzas corporativas, han determinado un sistema de medición estandarizado mediante unos indicadores, usualmente utilizados en su análisis de gestión y actividad en la organización, a lo cual, la gerencia moderna ante la evolución, dinámica y avances de la actividad empresarial deberá precisar formalmente en indicadores de valor económico agregado y maximización del valor de la empresa, fundamentado como el principal objetivo para realizar su análisis pertinente comparativamente y periódicamente, cabe resaltar que el tema de valoración de empresas puede establecer unos propósitos diferentes a la medición de la gestión gerencial directiva, como se abordara más adelante.

En el mercado financiero y el mundo de los negocios en general es muy usual en la actualidad, el deseo o la necesidad de conocer el valor de una empresa, la réplica a esta necesidad no es fácil de determinar hoy en día, cuando el valor de las empresas está dado más por factores y activos intangibles que por los propios activos tangibles que posee. Hace algunos años era sencillo establecer su valor en el mercado, ya que éste estaba representado básicamente por los bienes materiales que poseía más otros activos como las licencias, concesiones o patentes adquiridas valoradas a costes de mercado; toda esta información se extracta fácilmente los estados financieros, terminada con los indicadores financieros y económicos, por lo que era fácil y rápido establecer su valor en cualquier momento.

Un postulado de mayor sentido en el tema de valoración, en síntesis, lo expresa textualmente en su blogs que relacionamos en pie de página "La literatura existente ha relacionado siempre el valor de la empresa con cuatro temas fundamentales: Los objetivos de la empresa, la estructura financiera, la política de dividendos y, más recientemente, el tamaño. "La Economía Financiera es la pretendida Ciencia del Valor" (Martín Marín y Trujillo Ponce). La importancia de esta actividad radica en su capacidad para medir la gestión y perspectivas futuras de las compañías, así como la generación de valor para sus accionistas[3]."

Se puede definir la valoración de la empresa como el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma, susceptible de ser valorada.

Finalmente, y aunque el tema será tratado, como subtítulo en los métodos de valoración; no existe una técnica única para realizar la valoración de empresas y este ejercicio solicita del analista un amplio conocimiento de las técnicas analíticas, las variables macroeconómicas de los mercados en los que opera el negocio, la situación actual y perspectivas futuras de la empresa en cuanto a productos o servicios, ciclo de vida por el que atraviesan, estructura organizacional interna, capacidad de gestión de la alta dirección, incidencia y participación de los accionistas o propietarios, innovación tecnológica, se observa entonces que la valoración de empresas reviste de cierta complejidad, lo que provoca la obtención de unos resultados sujetos a incertidumbre y a cierto grado de inexactitud.

2.1.1. Objetivos de la valoración de empresas

De acuerdo a los diferentes estudios que se han realizado sobre el tema, existen numerosas razones por las que se hace necesaria la posible valoración de una empresa; intereses marcados de acuerdo a un escenario en relación a los objetivos y requerimientos que se tengan, desde la creación de valor futuro para los propietarios, inversionistas, entidades financieras, proveedores y clientes, hasta

observar, medir y analizar la gestión para la alta gerencia, garantizando la supervivencia de la organización, la cual involucre a sus empleados; observándose en cada uno de los actores diversas posiciones al respecto, así en la valoración de una empresa se pueden procurar distintos objetivos:

2.1.1.1. Como instrumento estratégico de medición y gestión de resultados. En el meridiano organizacional los indicadores respecto a la gestión gerencial y de resultados, literalmente independientemente de la rentabilidad, está dada por la valorización, la cual es retroalimentada mediante un seguimiento periódico, hecho que le permitirá al gestor proyectar planes, objetivos y estrategias en el tiempo, las cuales serán evaluadas permanentemente para continuar concluyendo acciones de mejoras que permitan realizar las correcciones y generar los mejores resultados.

2.1.1.2. Para ofertar en la bolsa de valores o banca de inversión. Para las empresas que cotizan en bolsa el valor intrínseco está dado por la sumatoria del valor de sus acciones en su totalidad. Ahora bien, las empresas que desean cotizar en bolsa, para posibilitar su ingreso a posibles inversionistas e incluso en la oxigenación de nuevos recursos para su crecimiento y expansión, han de tener una valoración actualizada que se derive de técnicas y métodos generalmente utilizados, la cual servirá de base para solicitantes demandantes atraídos, quienes estudiaran si su inversión gozará de un valor mayor, de acuerdo a las expectativas de su capital aportado y minimizando el riesgo.

2.1.1.3. Emisión y adquisición de acciones. Para la emisión o adquisición de acciones, tanto el comprador como el emisor deberán conocer la valoración para soportar su transacción en forma fiable y de acuerdo a los escenarios que circunscriben el del mercado.

2.1.1.4. Para fusiones. Las fusiones entre empresas del mismo sector, encaminan sus logros a resultados administrativos, disminución de costes, de mejor aprovechamiento del mercado, de maximización de la utilidad. Según la valorización

de cada una de ellas, por lo general en la fluctuación de sus flujos de caja, será la participación y dinamismo en la empresa resultante.

2.1.1.5. Solicitud y obtención de recursos financieros de terceros. Para los requerimientos de recursos financieros de terceros, las entidades crediticias en su rigor, soportan su crédito a la capacidad de la organización en generar recursos, en el corto, mediano y largo plazo, como garantía suficiente y calificación de riesgo para el pago periódico y gradual de los intereses y amortización de la deuda solicitada, de tal forma entonces, que la valoración de la empresa determina estos flujos de caja vislumbrando con la mayor exactitud los valores referentes a la estructura de capital y sus pronósticos de flujo de efectivo o tesorería futuros.

2.1.1.6. Para la emisión o adquisición de títulos valores avalados por la empresa. No siempre las empresas contestan a la solicitud de los requerimientos de recursos con entidades financieras o al aumento de su estructura de capital y propiedad en la parte del endeudamiento, optando por la opción de la emisión de títulos valores avalados por la empresa, entre otros por las ventajas comparativas como lo es el costo de capital. De ahí, que la valoración de la empresa soporta en su técnica y en sus valores económicos de la inversión que se realice en la entidad.

2.1.2. Metodologías que se utilizan en la valoración de empresas

Existen diversos métodos de valoración que se han utilizado a lo largo del tiempo en diferentes circunstancias, cada método presenta un riesgo propio de error, de ahí que los analistas para disminuir el grado de riesgo de desvío, toman otro o varios métodos obteniendo diversos escenarios dentro de un contexto para lograr una valoración más ajustada. En la actualidad, un número definido de metodologías son las generalmente aceptadas y consideradas como los mejores enfoques para estimar el valor de una compañía. En su mayor parte, se encuentran recogidas en las Normas Internacionales de Valoración[4].

Estos métodos varían en su forma de trabajo y objetivos, con sus correspondientes ventajas y desventajas en su aplicación. En los siguientes apartes del trabajo, expondremos de una manera práctica, sencilla y resumida los enfoques más universalmente usados y analizados para valorar empresas, que son:

2.1.2.1. Métodos clásicos

2.1.2.1.1. Del Valor sustancial. El valor sustancial de una empresa es considerado como la diferencia entre el activo y el pasivo exigible a valor de mercado, en resumen, es el valor teórico contable teniendo en cuenta los ajustes, actualizado también a valor de mercado.

El valor sustancial corresponde al valor real de los medios de producción, autónomamente de la forma en que estén financiados, No se consideran los bienes no operativos ni la estructura financiera de la empresa.

El método representa la inversión que debería efectuarse para construir una empresa en idénticas condiciones. Normalmente se considera el valor sustancial como el valor mínimo de la empresa.

Fórmula:
Valor sustancial bruto = Activos operativos totales
Valor sustancial neto = Activos operacionales totales- Pasivos

Es considerado un método estático por cuanto considera la situación actual de la empresa, sin expectativas futuras.

2.1.2.1.2. Beneficios descontados. Este método se encausa en la utilidad, consiste en calcular los flujos de liquidez o caja futuros ajustados según su valor en el tiempo, descontados a una tasa que personifique el costo de oportunidad de obtención del capital utilizado. El valor total de la empresa se expresa del valor

actual de los flujos de fondos dentro del período de pronóstico más un valor de continuación que represente los fondos de liquidez después del período del pronóstico.

Este método puede ser muy detallado o muy general, dependiendo como se pronostique los beneficios. Existen dos alternativas de pronosticar:

a) Se desarrolla un pronóstico muy detallado período por período, lo cual finalmente da un resultado de mayor exactitud, o

b) Se detallan beneficios a perpetuidad constantes.

En este caso de perpetuidad se puede crear un escenario de ganancias futuras o tomar los beneficios pasados y suponer que el futuro sea igual. Por lo general se hace una combinación de los dos métodos. Para los primeros 3 ó 5 años se hace un pronóstico muy exacto y para el futuro se calcula un beneficio a perpetuidad. Se debe ser cuidadoso en los cálculos de los escenarios futuros por la incertidumbre para evitar un alto grado de riesgo de error.

Fórmula:

Valor de la empresa = Suma (Beneficios esperados/ tasa de riesgo del capital social) **VE**= U/r, donde:

VE: Valor de la empresa

U: Utilidad de la empresa

r: Interés que los inversionistas o accionistas esperan del negocio

Si suponemos que la empresa tiene un crecimiento de beneficios constantes (g), la formula cambiaria a:

Valor de la empresa = Suma (Beneficios esperados/ tasa de riesgo del capital social – crecimiento de beneficios constante g)

VE= U/r-g, donde:

U: Utilidad

r: Interés que los inversionistas o accionistas esperan del negocio

g: Crecimiento de beneficios constante

Tomado de valoración de empresas. Prof. Samuel Immanuel Brugger Jakob, pág. 3

2.1.2.2. Métodos mixtos

2.1.2.2.1. Valor medio. El valor medio es una composición estructural entre el método del valor sustancial y el método beneficios descontados, el cual admite un valor presente y el valor futuro, o sea, un valor estático y dinámico de la empresa, donde el valor estático es el valor sustancial neto en caso de su venta por separado, siendo el valor dinámico los resultados creados por la empresa mayores al costo de los fondos propios.

De tal forma, que su valor de beneficios descontados es un valor máximo en su valoración, con una connotación en el período de tiempo del pronóstico en su exactitud.

2.1.2.3. Nuevos métodos de valoración

Basados por la perspectiva de los resultados futuros que se esperan generar a través de la estimación de los flujos de sus fondos futuros, flujos de fondos que se descontaran a una tasa en situación del riesgo que conlleve la inversión.

Se basan pues, en la búsqueda permanente del valor de la empresa, son considerados los más correctos y de mayor aplicación universalmente, por cuanto su fundamento lo contemplan en los activos actuales y las oportunidades de crecimiento futuras, teniendo en cuenta el riesgo de la obtención de los flujos de caja futuros identificando los factores que crean valor, con base en hipótesis sobre el futuro de la empresa.

2.1.2.3.1. Método del descuento de flujos de caja (DCF). Considerado por los estudiosos del tema, como el método más consistente y único conceptualmente del desde el punto de vista de análisis financiero[5], su utilización es amplia, genera una dinámica general, ya que toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo evaluando los resultados de las variables utilizadas como consecuencia de sus rendimientos y comportamientos futuros, debido a los pronósticos tenidos en cuenta

en las proyecciones e hipótesis y expectativas de crecimiento a largo plazo, cabe resaltar la importancia de su procedimiento en la parte de la subjetividad de los datos de entrada debido a que pueden ser muy sensibles en su aplicación.

En síntesis, este método se expresa como la sumatoria de los flujos de caja actualizados de previsión explícito más el valor residual actualizado.

Por ser este método el utilizado para la valoración en la investigación objetivo de la tesis y en concordancia con su complejidad y utilización universal, detallaremos brevemente su metodología[6] de aplicación explicando sus componentes fundamentales:

Flujo de caja libre se calculan de la siguiente forma:

Fórmula:
Ingresos y/o Ventas
Costo de Ingresos Y/o Ventas
= Beneficio Bruto
Menos (-) Gastos de ventas
Mas (+) Otros ingresos
Menos (-) Otros egresos
EBIT (Beneficios antes de intereses e impuestos)
Menos (-) Impuestos sobre el EBIT
=NOPLAT (Beneficios operativos – Impuestos ajustados)
Mas (+) Amortizaciones y otros apuntes contables
= Flujo de caja bruto
Menos (-) CAPEX (Inversiones en capital fijo)
Menos (-) Cambios contables en provisiones operativas
= Caja de flujo libre

Normalmente se realiza un pronóstico proyectado de 5 a 10 años a partir de la fecha de su valoración, dependiendo de la información de datos que se tengan y que se utilicen para su elaboración.

Al analizar estos pronósticos y proyecciones se deberán tener en cuenta aspectos como:

- Las consideraciones proyectadas de su crecimiento en sus rubros, las cuales deberán ser objetivas y ajustadas al contexto real y posibles potencialidades futuras en el radio de acción de su competencia. Se trata entonces de reducir el impacto de la incertidumbre en las estimaciones de los flujos de caja futuros.

- Las proyecciones para estimar la tasa de retorno deberán ser ajustadas a una situación de realidad dentro de un contexto y enfoque a los resultados pasados y sus posibles efectos futuros, es importante analizar la predicción de otros analistas.

- El cálculo de la tasa de inflación proyectada en periodos debe estar en correlación con las expectativas del mercado.

- Coste de capital. Al terminar el proceso de datos estimados y utilizados en desarrollo de la valoración, se procede al cálculo de los flujos de caja libre estimados para cada uno de los períodos, se estima su valor actual a través de la tasa aplicada para actualizar o descontar los flujos de caja futuros, teniendo en cuenta el riesgo de la empresa, la inflación y el apalancamiento financiero.

El coste de capital para los flujos de caja libre está determinado por dos grandes grupos en la estructura de capital:

- El coste de capital facilitado por los accionistas o dueños de la empresa, los cuales exigen una rentabilidad de sus fondos y el coste de capital proveído por los

acreedores financieros de la empresa, los cuales obtendrían un rendimiento tasado en interés por sus recursos en calidad de prestamistas.

- Horizonte temporal de la valoración. Es el número de períodos que se tiene para evaluar la empresa, este horizonte está marcado por dos períodos de tiempo diferentes, donde el primero conocido como período proyectado explícito que oscila entre 5 y 10 años, estabilizando las inversiones. El segundo período denominado terminal o residual que se extiende después del período explícito, siendo ilimitado, determinan su valor residual.

- Valor residual. Es el valor imputado a la empresa a partir de la terminación del período proyectado explicito, definido como una renta perpetua o infinita.

Su cálculo se determina actualizando los flujos de caja esperados a partir del la terminación del horizonte temporal.**Fórmula:**

VR=(FC* (1-g)) / (k-g)

Siendo:

VR: Valor Residual

FC: Flujo del último año proyectado

g: Crecimiento del flujo a partir del año n

k: Tasa de actualización

De tal forma que podemos definir el valor de una empresa como:

VE= $CF1 /(1+k) + CF2 /(1+k)^2 + \ldots + (CFn + VRn) / (1+k)^n$

Siendo:

VE: Valor de la empresa

CF: Flujos de fondos generados en dicho período

VR: Valor residual de la empresa en el año n

k: Tasa de descuento

2.1.2.3.2. Valor económico agregado (EVA). En la economía moderna ante la globalización de los mercados y como consecuencia del ingreso de nuevos competidores, además de las crisis financieras; hacen de la empresa y de la alta gerencia, la utilización de una herramienta empresarial; el valor económico agregado (EVA) y la gerencia del valor, en la obtención de dos condiciones, siendo la primera maximizar las utilidades o excedentes, es decir, cumplen con las expectativas generando un retorno de la inversión de los accionistas mayor al costo de capital; la segunda maximizar el precio de las acciones para sus propietarios, para las empresas que cotizan en bolsa, lo cual es una medida de desempeño financiero, de hecho entonces, el EVA nos permitirá además de valorar la empresa, servir de mecanismo de control para la verificación de la generación de valor.

De tal forma, que compara el rendimiento obtenido (ROIC), con el costo de capital promedio (WACC).

Fórmula:

ROIC= UODI / IC

Siendo:

ROIC: Rentabilidad operativa sobre el capital invertido

UODI: Utilidad operativa después de impuestos.

Entonces:

EVA= (ROIC – WACC)*IC

Donde:

EVA= Valor Económico agregado

WACC: Costo de capital promedio

Se observa entonces, que el EVA, bajo estos parámetros alcanza valores positivos, genera valor o por el contrario es negativo destruye valor. De ahí que se constituye, como lo habíamos manifestado, en una herramienta empresarial y gerencial fundamental para la planeación estratégica, toma de decisiones, control y evaluación de la gestión; así mismo advierte de cómo destinar o invertir los recursos

financieros de la empresa, a aquellos inductores de valor que dinamizan dicha generación.

2.1.2.3.3. Método de opciones reales. Existe una opción real cuando se presenta la posibilidad de actuar en el futuro sistemáticamente para crear valor a través de decisiones estratégicas, entre otras, como fusiones y adquisiciones desinversiones etc.

Muestra cierto grado de incertidumbre.

Las opciones reales son decisivas para la caracterización de diferentes vías hacia decisiones de inversión o proyectos con altos niveles de incertidumbre en las condiciones del negocio, de hecho valorar cada opción se presenta en términos de viabilidad y objetividad financiera, las cuales se deben priorizar basados en métodos cualitativos y así, razonar en el tiempo el momento ventajoso para ejecutar la inversión (expansión, abandono, crecimiento, etc.); direccionando las opciones existentes y en desarrollo con el objetivo de maximizar el valor de la empresa.

2.2. Gerencia basada en valor (GBV)

> "En el mundo actual hay tres valores que ya están al alcance de cualquier empresa: La competencia, la información y la tecnología punta. La clave del éxito radica en saber combinarlas para generar un mayor valor."
> **Edward De Bono**

2.2.1. Definición de gerencia de valor (gv)

Cadena de procesos que permiten la distribución del personal de la alta dirección con el direccionamiento estratégico de la empresa, de tal forma, que las decisiones que se propendan dinamicen el permanente aumento del valor de la empresa.

Las herramientas o enfoques gerenciales relevantes en las teorías de la administración y las finanzas de los últimos años, se han convertido en la práctica, en el interés de su objetivo básico financiero como lo es, la generación de valor para los inversionistas o propietarios de la empresa a través de los demás objetivos que fundamentan la organización.

El temor latente de los administradores de turno por los resultados y gestión empresarial, ha generado de hecho una firme preocupación por la generación de valor y en consecuencia por la gerencia del valor y su utilización en la valoración de empresas, que permitan observar su efecto sobre el patrimonio de los propietarios.

De ahí pues, como lo comentábamos anteriormente, la globalización de los mercados y por ende el flujo de grandes capitales, el ingreso de nuevos competidores, consecuencia de la apertura, además de las crisis financieras, la necesidad de blindaje para la empresas por medio del control y la evaluación del desempeño, hacen del día a día la demanda de réplica, del alto desempeño la generación de valor, para garantizar la supervivencia, la sostenibilidad y crecimiento de la organización.

De tal forma entonces, que aumentar permanente la riqueza, es el objetivo fundamental de toda empresa, independiente de su tamaño, sector o naturaleza.

2.2.2. Sistema de creación de valor

Crear valor en una empresa significa tomar decisiones por parte de la alta gerencia de forma acertada que se irradian a través de alternativas como: direccionamiento estratégico, la gestión financiera y el talento humano, una vez se institucionalicen generan una rentabilidad mayor a la de los costos de recursos utilizados.

Alternativas, anteriormente mencionadas, que congregan procesos y que forman la integridad del sistema de creación de valor, cuyo fundamento está en garantizar su cultura organizacional y misional.

Bajo este contexto entonces, adentrémonos al estudio de los procesos que hacen parte del sistema de creación de valor y que es aplicable a cualquier tipo de empresa, las dificultades que se presenten en las empresas para su implantación varían de acuerdo a los factores tan diversos como, el apoyo de la alta gerencia incluyendo juntas directivas, la cultura organizacional existente, los problemas técnicos y tecnológicos para medir la creación de valor, el sistema de control y el seguimiento de la gestión vigente, entre otras.

✓ **El direccionamiento estratégico,** como identifica para su implementación dos procesos para el logro del sistema de creación de valor, siendo el primero de ellos: La adopción de la mentalidad estratégica; como mecanismo para generar cultura de la creación de valor con enfoque de futuro, siendo el resultado el valor de éxito en las estrategias de la empresa, que se basan en el diagnóstico mismo, estratégico y financiero. El segundo de los proceso, tiene que ver con la implementación de la estrategia, que basa su fundamento en el dinamismo de las actividades a desarrollar logística y operativamente, en concordancia a las políticas de la alta dirección.

Se trata entonces, de desarrollar estrategias de corto y largo plazo para maximizar el valor.

✓ **La gestión financiera,** en su contenido congrega cuatro procesos, a saber:

-*Gestión de los inductores de valor*: Alfred **Rappaport** define siete inductores financieros de creación de valor a saber:

- Ebit (Beneficios antes de intereses e impuestos).
- Tasa impositiva (T).
- Coste de capital (WACC).
- Inversiones incrementales en activos fijos (AF).
- Inversiones incrementales en necesidades operativas de fondos (NOF).
- Crecimiento de la cifra del negocio (cn).

- Período de sostenibilidad o ventaja comparativa (o período de creación de valor).

Inductores básicos para la alta gerencia en los alcances de la toma de decisiones, se trata entonces de asociar cuál de estas variables están asociadas directa o indirectamente con la operatividad de la empresa, para seguidamente a través de los niveles jerárquicos de la empresa, alinear sus decisiones hacia el logro de mejoramiento de estos inductores.

A grosso modo, podríamos traducir la estrategia, en metas de corto y largo plazo, con un enfoque en los principales inductores de valor procurándoles su crecimiento.

-*Gestión de los microinductores de valor*[7]: En desarrollo del proceso contenido en la función financiera, congrega los sistemas de medición y resultados con base en sus indicadores de gestión y desempeño, que permiten observar su comportamiento para enfrentar las condiciones del mercado y sus competidores.

-*Valorar la empresa*: Definida como un ejercicio de planificación y estrategia de futuro, para determinar su valor de estimación en su crecimiento o disminución, en esta etapa muestra la forma de como se dinamiza la creación de valor en la empresa en el enfoque del direccionamiento estratégico y la gestión financiera, lo que nos muestra además, los requerimientos operativos en la aplicación de estrategias de acuerdo al objeto de la valoración, determinando la información necesaria para sus proyecciones y aplicación de uno de los métodos de valoración.

-*Monitorear el valor:* *S*e refiere este proceso a la adopción de mecanismos al monitoreo y control de los resultados que se incorporan al valor agregado, es decir la utilización de indicadores financieros, para los cuales, al definirlos, se les deberán diligenciar procedimientos y periodicidad de cálculo.

✓ **La gestión del talento humano:** Que contienen dos procesos, a saber:

-Educar, entrenar y comunicar: Es la forma de capacitación, manejo y comunicación de las decisiones de la alta gerencia enmarcadas en la creación de valor, fundamentadas en los conceptos de afecto, sentido de pertenencia, auto estímulo, continuidad permanente, cultura, compromiso, etc.

-Compensación por resultados asociados con la creación de valor: *Se* refiere este proceso al diseño de un plan en los incentivos procurando el objetivo y las metas trazadas, ajustado a indicadores de desempeño organizacional, asociados a la creación de valor; su articulación se desprende de la alta gerencia en concertación con los propietarios de la empresa.

Es importante destacar que, en la práctica, se deberá trabajar simultáneamente en la implementación de los diferentes procesos teniendo en cuenta la realidad de la empresa y su sector.

La gestión orientada al valor, es una filosofía de creación de valor, de comunicación, de participación de toda la organización, de medición y control, que debe contagiar a todos los niveles de la empresa, debiendo ser consistente con la misión, visión y los objetivos estratégicos de la organización.

3. OBJETIVOS

3.1. OBJETIVO GENERAL

Aplicar una propuesta de valoración de empresas bajo el modelo de flujos de caja descontados, que permita el análisis de estrategias en pro de la viabilidad y sostenimiento financiero en la ESE “BELLOSALUD”, a la alta dirección la formulación de recomendaciones que orienten su gestión empresarial hacia una cultura de generación de valor.

3.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

-Describir y evaluar el método de valoración de empresas basado en el descuento de flujos de fondos, soportado en los estados financieros básicos y las proyecciones mismas, asimismo realizar un acercamiento de los conceptos de gerencia de valor y otros financieros.

-Identificar y evaluar estrategias de generación de valor que garanticen la viabilidad y sostenibilidad financiera de la ESE “BELLOSALUD”.

-Generar un modelo de aplicación bajo el método de flujos de caja descontado, que permita evaluar periódicamente el comportamiento de la valoración, mediante las cifras arrojadas en la gestión financiera de la ESE “BELLOSALUD”.

4. DISEÑO METODOLÓGICO

4.1. ENFOQUE METODOLÓGICO DE LA INVESTIGACIÓN

La propuesta de investigación requiere de unos conocimientos preliminares de la herramienta de valoración de empresas utilizando el método de flujos de caja descontados, para su aplicación a la empresa ESE “BELLOSALUD”, la cual requiere de varias etapas:

4.2. RECOPILACIÓN DE LA INFORMACIÓN

Partiendo de un análisis crítico de la información cualitativa y cuantitativa de la ESE “BELLOSALUD”, donde los insumos básicos para el análisis de la información cualitativa proceden de la situación actual de la empresa concerniente a su línea de negocio que es la prestación de servicios de salud pública, infraestructura, productividad, entorno económico- social y normativo; para el análisis cuantitativo los insumos básicos serán la información de los estados financieros y toda la información de fusión realizada en diciembre 31 de 2.009, además de la información financiera de cada una de las ESES de la fusión, en su orden ESE “ROSALPI” y ESE “PARIS, ACEVEDO, FONTIDUEÑO”, información financiera de los últimos cinco años de operaciones, para así, realizar las predicciones del potencial futuro y observar la capacidad de la empresa para crecer y prosperar en el entorno, generar valor, como también responder a los desarrollos económicos futuros.

Es importante resaltar en esta etapa la operatividad en la proyección, que fundamenta la posición estratégica de la organización en su desarrollo de escenarios de desempeño, en la proyección de las cuentas individuales del balance general y del estado de resultados, basados en los supuestos.

4.3. ANÁLISIS ESTRATÉGICO Y COMPETITIVO

Una vez, concebido el análisis de flujos de caja descontados, se procederá a todo un plan estratégico concebido exclusivamente sobre la base de dicho análisis, la principal ventaja es la capacidad para realizar un análisis cuantitativo detallando tanto los recursos de la organización como del reto estratégico a enfrentar**,** facilitando así la elaboración de planes estratégicos concretos, para obtener un rendimiento superior, lo cual permitirá el diseño de una construcción apropiada de estrategias para sus recursos, para que éstos puedan funcionar y desarrollarse en forma armónica. Sólo así se podrán generar las condiciones necesarias para alcanzar la sostenibilidad viable financieramente en el corto mediano y largo plazo.

4.4. EVALUACIÓN DE IMPACTO EN LA TOMA DE DECISIONES

La revisión y evaluación periódica al proceso de estimación de impactos, así como la necesidad de avanzar en su integración progresiva en los procesos formales de la toma de decisiones, estará marcada en la agenda ya sea por sí sola o como parte de otras evaluaciones de impacto en el avance.

Hay que dar a conocer todas las relaciones, entre decisores administrativos de la alta dirección en su concertación y los gestores para facilitar su apropiación e integración en procesos de planificación estratégica.

4.5. TIPO DE ESTUDIO

Los autores utilizarán un diseño de carácter exploratorio-descriptivo-analítico de enfoque contable Financiero y de prospectiva; para abordar el estudio de investigación se selecciona material bibliográfico y antecedentes financieros–contables de la empresa ESE “BELLOSALUD” donde se realizará la aplicación de la investigación.

4.6. DESCRIPCIÓN DE LA POBLACIÓN

El universo de estudio será la Empresa Social del Estado “BELLOSALUD”, entidad pública descentralizada del orden municipal, adscrita al Municipio de Bello, Antioquia, de tamaño grande y de operaciones territoriales y nacionales por pertenecer a la red pública de salud y al sistema nacional de salud pública.

4.7. DISEÑO MUESTRAL

El diseño muestral dispone de fuentes primarias para la obtención de la información estadística financiera con una confiabilidad del 99% y un margen de error del 1%

4.8. DESCRIPCIÓN DE VARIABLES

OBJETIVOS		
Objetivo general:		
Aplicar una propuesta de valoración de empresas bajo el modelo de flujos de caja descontados, que permita el análisis de estrategias en pro de la viabilidad y sostenimiento financiero en la ESE “BELLOSALUD”, que revele cual es la verdadera situación económica de la empresa y permita a la alta dirección la formulación de recomendaciones que orienten su gestión empresarial hacia una cultura de generación de valor.		
Objetivos Específicos:	**Tipo de variable**	**Variable**
-Describir y evaluar el método de valoración de empresas basado en el descuento de flujos de fondos, soportado en los estados financieros básicos y las proyecciones mismas, asimismo realizar un acercamiento de los conceptos de gerencia de valor y otros financieros. -Identificar y evaluar estrategias de generación de valor que garanticen la viabilidad y sostenibilidad financiera de la ESE “BELLOSALUD”	Macroeconómicas.	Inflación. Crecimiento nominal. Crecimiento real (Salud).
	De gestión financiera.	**Liquidez:**
		Razón corriente. Prueba acida. Capital neto de trabajo. Índice de tesorería.
		Endeudamiento o apalancamiento:
		Endeudamiento. Deuda sobre patrimonio.

Objetivos Específicos:	Tipo de variable	Variable
-Generar un modelo de aplicación bajo el método de flujos de caja descontado, que permita evaluar periódicamente el comportamiento de la valoración, mediante las cifras arrojadas en la gestión financiera de la ESE "BELLOSALUD	De utilización en la valoración.	**Actividad o eficiencia:**
		Rotación de cuentas por pagar. Plazo promedio de cuentas por pagar Rotación de cartera. Plazo promedio de cartera. Rotación de inventarios. Rotación del activo total.
		Rentabilidad:
		EBITDA

4.9. DIAGRAMA DE VARIABLES

Tipo de Variable	Variable	Descripción Conceptual	Indicador	Nivel de Medición
Macroeconómicas.	Inflación (IPC).	Aumento continuo sustancial y general del nivel de precios de la economía, que trae consigo aumento en el costo de vida y pérdida del poder adquisitivo de la moneda.	R=(IPC M.F/IPC M.I)*100-100 Siendo : IPC: Índice de precios al consumidor MI: Momento Inicial MF: Momento Final	Cuantitativa.
	Crecimiento nominal.	Es la variación entre el crecimiento real y la inflación (IPC)	CR + IPC + (CR*IPC) Siendo: CR: Crecimiento Real IPC: Índice de precios al consumidor	Cuantitativa
	Crecimiento real (Salud).	Es el incremento que se obtiene con datos valorados a precios constantes, respecto a un periodo base.	Dado por el Acto legislativo No 4 de 2007	Cuantitativa

Tipo de Variable	Variable	Descripción Conceptual	Indicador	Nivel de Medición
De gestión Financiera.	**Liquidez**	**El concepto de liquidez significa la capacidad que tiene un activo de ser convertido en efectivo al final de un periodo de tiempo. Los indicadores de liquidez, miden la capacidad de pago que tiene la empresa.**		
	Razón corriente	Indica la capacidad de la entidad para cumplir con sus obligaciones en el corto plazo.	Activo Corriente / Pasivo Corriente	Cuantitativa
De gestión Financiera.	Prueba acida.	Mide con mayor rigor el grado de liquidez de la entidad ya que, en algunas circunstancias, los inventarios y otros activos a corto plazo pueden ser difíciles de liquidar, es decir básicamente con los saldos de efectivo.	Activo Corriente- Inventarios / Pasivo Corriente.	Cuantitativa
	Capital neto de trabajo.	Esta razón se obtiene de descontar de las obligaciones de la empresa todos sus deberes corrientes.	Activo Corriente - Pasivo Corriente.	Cuantitativa
	Índice de tesorería	Revela si la empresa puede cumplir con sus obligaciones de vencimiento a la vista. No debe ser inferior a uno. Un coeficiente permanentemente alto sería indicio de disponibilidades monetarias inmovilizadas de rentabilidad inestimable.	Disponible / Deudas inmediatas.	Cuantitativa

Tipo de Variable	Variable	Descripción Conceptual	Indicador	Nivel de Medición
	Endeudamiento o apalancamiento.	**Muestran la cantidad de recursos que son obtenidos de terceros para el negocio, como tal, sirven para determinar la estabilidad de la empresa en términos de su estructura financiera.**		
	Endeudamiento	Mide la proporción del total de activos aportados por los acreedores de la entidad.	Pasivo total / Activo total	Cuantitativa
	Indicador Deuda / Patrimonio	Muestra que tan endeudada está la entidad como proporción de su patrimonio.	Deuda / Patrimonio	Cuantitativa
De gestión Financiera.	**Actividad o eficiencia**	**Miden la efectividad y eficiencia de la gestión. En la administración de capital de trabajo, determinan la rapidez con que los activos corrientes se convierten en efectivo, además de la duración del ciclo productivo y el período de cartera.**		
	Rotación de cuentas por pagar (Veces).	Indica el número de veces que giran las cuentas por pagar en un periodo determinado.	Compras anuales a crédito / Promedio de cuentas por pagar.	Cuantitativa
	Plazo promedio de cuentas por pagar.	Indica los días que se demora la entidad para cancelar sus cuentas.	360 días/ Rotación de cuentas por pagar.	Cuantitativa
	Rotación de cartera (Veces).	Establece el número de veces que las cuentas por cobrar giran en torno al promedio en un período determinado de tiempo anual.	Ventas anuales a crédito / Promedio de cuentas por cobrar.	Cuantitativa
	Plazo promedio de cartera.	Indica el número de días que tardan en rotar las cuentas por	360 días/ Rotación de cuentas por cobrar.	Cuantitativa

Tipo de Variable	Variable	Descripción Conceptual	Indicador	Nivel de Medición
		cobrar.		
	Rotación de inventarios (Veces).	Mide la liquidez del inventario por medio de sus movimientos durante el periodo.	Costo de lo vendido/Inventario promedio.	Cuantitativa
	Plazo promedio de inventario.	Equivale a la misma relación que la anterior pero expresada en días.	360 días/ Rotación de inventarios.	Cuantitativa
	Rotación del activo total (Veces).	Indica la eficiencia con que la entidad puede utilizar sus activos para generar ingresos operacionales.	Ingresos operacionales anuales/ Activos totales.	Cuantitativa
De gestión Financiera.	**Rentabilidad.**	**Mide la capacidad de generación de excedentes por parte de la empresa y la productividad de los fondos comprometidos en el negocio, permiten ver los rendimientos de de la entidad en comparación con la ventas y el capital.**		
	Sobre los activos (ROA)	Mide el rendimiento sobre la los activos de la entidad.	Excedentes netos / activos totales.	Cuantitativa
	Margen de rentabilidad.	Mide la generación de los excedentes netos correspondiente a los ingresos, es decir, que cada peso vendido genero pesos x de Excedentes en el año.	Excedentes netos/ Ventas netas.	Cuantitativa
	De Inversión.	Mide el rendimiento sobre la inversión.	Excedentes netos / Patrimonio.	Cuantitativa
	EBITDA.	Son excedentes antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.	Excedentes Operativos + Depreciación + Amortización + Provisiones	Cuantitativa

Tipo de Variable	Variable	Descripción Conceptual	Indicador	Nivel de Medición
De utilización en la valoración.	**De generación de valor.**	**Mide la eficiencia de la operación de la empresa durante un ejercicio.** **Es una estimación del valor creado por los ejecutivos durante el ejercicio.** **Si el valor económico agregado es positivo, significa que la empresa ha generado una rentabilidad por arriba de su costo de capital, lo que le genera una situación de creación de valor, mientras que si es negativo, se considera que la empresa no es capaz de cubrir su costo de capital y por lo tanto está destruyendo valor.**		
	WACC.	Promedio ponderado del costo del capital.	WACC= P/ CI * REES. De donde: P= Patrimonio CI= Capital invertido RES= Retorno esperado social	Cuantitativa
	WACC periodo de proyección.	Es la tasa interna de retronó de cada uno de los periodos del WACC. La TIR (Tasa Interna de Retorno) es aquella tasa que hace que el valor actual neto sea igual a cero.	VAN = 0 = Σi=1...n BNi / (1+TIR) i Donde: VAN: Valor Actual Neto BNi: Beneficio Neto del Año i TIR: Tasa interna de retorno.	Cuantitativa
	Valor patrimonial.	Es el valor presente neto todos los flujos se descuentan a su valor presente utilizando para ello la tasa de retorno requerida. Es la relación entre el valor inicial de la inversión y los ingresos anuales	V.P.N.= - I + FF1 + FF2 + ... + FF n (1+r) (1+r)2 (1+r)n donde: V.P.N.: valor presente neto; I: Inversión inicial; FF: flujo de fondos;	Cuantitativa

Tipo de Variable	Variable	Descripción Conceptual	Indicador	Nivel de Medición
		durante el periodo de recuperación pr=inv. / flujos	r: tasa de descuento.	
De utilización en la valoración.	Valor económico agregado (EVA).	EVA trata de medir la riqueza generada hasta el momento y el VPN la riqueza generada con base en flujos de caja proyectados. Si la entidad está generando valor EVA debe ser superior a cero (0), si EVA es inferior a cero (0) ósea negativo la entidad está destruyendo valor.	EVA= U-CC / P Donde: U: Utilidad o excedentes CC: Costo de capital P: Patrimonio.	Cuantitativa.

5. TÉCNICAS DE RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN

5.1. FUENTES DE INFORMACIÓN

Para el proceso de valoración utilizado en la investigación, se requieren fuentes de información lo más objetivas operativamente, de tal forma que antes de aplicar el método de valoración hará falta cuantificar y cualificar una serie de circunstancias referentes a la empresa y al sector de la salud, además, en la utilización de técnicas de forma prospectiva.

5.1.1. Fuentes de información directas.

Se obtienen directamente de la entidad motivo de la investigación ESE "BELLOSALUD"; información relativa a situación interna, entre otras, el entorno jurídico, clientes, descripción de la competencia, la organización, líneas de negocios, producto y servicios, los procesos, proveedores, formulación de políticas, informes de gestión, datos poblacionales, entrevistas, y de suma importancia la información financiera y contables datos históricos detallados como, las cuentas del balance general, estado de resultados, flujo de caja según sea solicitado e indicadores financieros.

5.1.2. Fuentes de información indirectas.

Información suministrada por terceras personas, entidades gubernamentales del estado como, la Dirección Local de Salud, Dirección Seccional de Salud, Ministerio de Protección Social, Superintendencia de Salud, Banco de la Republica y otras organizaciones y empresas, tal es el caso de Bancolombia, sitios de Internet, etc.

5.2. INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN

Según **Héctor Luchessa y Jaime Podestá Castro** “Recoger información, es el primer paso, pero además es determinante de los resultados del análisis, por consiguiente debe ser veraz, completa y actualizada para poder alcanzar los resultados deseados”.

Los instrumentos de recolección de la información se basan fundamentalmente en fuentes documentales históricas de información contable financiera, suministrada por el área contable y presupuestal de la entidad, extractada de los registros contables, debidamente auditados, por lo tanto detallan su veracidad y exactitud de los datos.

Finalmente, se utiliza otro importante instrumento de recolección de la información en su aplicación como lo son las entrevistas al personal directivo, del área contable y presupuestal, además de la junta directiva de la entidad; no podríamos dejar de referirnos a la información obtenida por internet.

De tal forma, entonces, que los investigadores retoman la información para su validación y agregación de valor en el desarrollo del objeto de la investigación.

5.3. PROCESO DE OBTENCIÓN DE LA INFORMACIÓN (QUÉ, QUIÉN, CÓMO, CUANDO)

Los investigadores previa solicitud de la información histórica de la empresa (6 años), información relevante de carácter financiero, como lo son el balance general, el estado de resultados y el flujo de caja o efectivo e indicadores resultantes, además del presupuesto del último año; obtenidos de parte del área contable y presupuestal de la entidad en forma documental y en medio magnético dentro del tiempo estipulado para la investigación que arroja el cronograma de trabajo, además de la información de tipo administrativa, logística y normativa.

Igualmente y en el mismo rigor del tiempo, se toman como base los indicadores macroeconómicos y sus proyecciones, resumidos y requeridos para conocer los resultados de la empresa, de cara a los cambios y dinámica de las variables externas.

Dichos datos son procesados y se suministran como información representativa para la toma de decisiones objeto de la investigación. Este proceso involucra un conjunto integrado y coordinado por los investigadores con la asesoría y aportes del director de la investigación.

5.4. TÉCNICAS DE PROCESAMIENTO Y ANÁLISIS DE LOS DATOS

La técnica de procesamiento y análisis de datos representa la forma de cómo es encausada la información recolectada, esta se puede procesar de dos maneras: cualitativa o cuantitativa.

Según Sabino, el análisis cuantitativo se define como: “una operación que se efectúa, con toda la información numérica resultante de la investigación. Esta, luego del procesamiento que ya se le habrá hecho, se nos presentará como un conjunto de cuadros y medidas, con porcentajes ya calculados” (p.451). Esto facilitara el análisis de las variables permitiendo obtener los parámetros necesarios para el desarrollo de la investigación.

En la Valoración de empresas la depuración y el análisis de la información cuantitativa requiere de mayor tiempo para su observación y estudio, por cuanto se debe conocer la información contable con el mayor detalle posible, por lo cual la información tendrá que ser de la mayor veracidad y confiabilidad.

En nuestro caso, el análisis de los datos, es el referente para la actividad de interpretación y proyección de las variables que sustentan fundamentalmente el nivel de significancia en la estandarización del comportamiento periódico de las cifras, y en algunos casos se tendrá que ejecutar en el proceso un análisis

cualitativo, determinado en los requerimientos del análisis de la información en algunas variables fijadas por los investigadores para tener un mejor alcance en los resultados objeto de la investigación.

Una vez termine el proceso de valoración de empresas bajo el modelo de flujos de caja descontados, se procederá al análisis pertinente, observándose seguidamente y como respuesta a los objetivos de la investigación, el análisis de estrategias que propicien viabilidad y sostenimiento institucional que conlleven a la generación de valor de la empresa en el medio, tanto en el periodo relevante como en el periodo de continuidad.

5.5. CONSIDERACIONES ÉTICAS

Esta investigación está encausada a explicar en detalle el método de valoración de empresas bajo el modelo de flujos de caja descontados y presenta una aplicación práctica en la ESE Bellosalud, Sin embargo; las conclusiones que se saquen de la aplicación práctica de la investigación no son aplicables a otras compañías del mismo sector, sin previos ajustes de tipo contable, ya que las percepciones y objetivos son distintos, lo que sí es utilizable es el método y la aplicación del desarrollo del caso.

La importancia del profesional financiero dedicado a la asesoría, encargo o administración de patrimonios debe contemplar la dimensión ética en el ejercicio de su actividad profesional.

La expresión de opinión, la toma de decisiones, la comunicación y el sostenimiento, salvaguardia y reserva de la confidencialidad de la información son parte de la limitación en el comportamiento ético de las personas implicadas en el análisis del trabajo, el desarrollo de competencias técnicas y eficaces involucra la competencia del profesional en desarrollo de su labor, la práctica de conductas rectas, la objetividad, la prudencia, la transparencia, son las competencias que enmarcan la ética del profesional.

6. VALORACIÓN ESE “BELLOSALUD” BAJO EL MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADO

La valoración de la Empresa Social del Estado “Bellosalud”, se basa en la metodología del flujo de caja descontado, tomando como referencia sistemática la información histórica, además de las variables macroeconómicas que afectan directamente el comportamiento futuro de la entidad, de tal forma, que se procede al análisis de cifras financieras históricamente y demás variables con el objeto de apreciar un panorama global y de influencia en su entorno e impacto en general, información que concerté y determina las bases de las proyecciones conjuntamente con las variables macroeconómicas; seguidamente y con la secuencia del modelo utilizado se realizan las proyecciones de las cifras para la determinación de la afectación en el flujo de caja libre, calculándose el costo promedio ponderado de capital y proceder a descontar los flujos de caja futuros en valor presente neto, lo que finalmente permite calcular la tasa de crecimiento a perpetuidad y fijar el valor actual de la organización.

6.1. PREÁMBULO

La Ese Bellosalud, es una empresa social del estado del orden municipal adscrita el Municipio de Bello, de carácter descentralizado, resultante de la fusión de la Ese Rosalpi y la Ese París Acevedo Fontidueño, conforme al decreto 0572 de diciembre 17 de 2008; cuyo objeto social es la prestación de servicios de salud entendidos como un servicio público a cargo del Estado y como parte integrante del Sistema de Seguridad Social en salud, ofreciendo servicios de salud del primer nivel de atención al usuario que lo requiera de la población vulnerable.

El tema de valoración de empresas, no ha sido muy desplegado en nuestro medio, a pesar del incontable número de profesionales en el área financiera- contable existentes, por lo cual toma una mayor relevancia la elaboración de un trabajo de estas características y su aplicación en el área de la salud.

La valoración de empresas muestra información fundamental para la toma de decisiones gerenciales, para el establecimiento de políticas de acciones de mejoramiento, además de su utilización en la medición de gestión y resultados, entre otras, por cuanto formula las variables claves determinantes de la situación organizacional para establecer cuando se está creando y generando valor en la empresa; en desarrollo de su procedimiento recurre a elementos cuantitativos y cualitativos, básicamente la información contable financiera como, balances históricos generales; de igual forma, los estados de resultados y flujos de efectivo, detalle de los estimativos o proyecciones de ingresos y costos e inversiones, que de acuerdo al modelo o metodología utilizada y su propósito, el analista o evaluador armoniza y perfecciona las cifras en una composición entre el pasado, presente y futuro, cuyo resultado es la capacidad de generar recursos de beneficio futuro, como valor agregado de lo que posee en su momento.

Para nuestro caso utilizaremos el Método de Flujo de Caja Libre Descontado FCLD, que es uno de los más utilizados en el medio financiero y empresarial para el análisis de las organizaciones. Tiene como objetivo conocer cuánto producirá una empresa, activo o proyecto a futuro con el fin de determinar su valor hoy, es decir, trae el valor presente de los flujos de caja operativos netos de un espacio de tiempo futuro, descontados a una tasa establecida por el costo de los recursos económicos invertidos en ella, obedeciendo al objetivo de valoración. Hay tener en cuenta que el FCLD no se puede pensar como una ciencia exacta, pues se trata de un método subjetivo que dependerá de las razones para realizar la valoración y del análisis e interpretación de cada valorador.

Para este trabajo en particular, se busca que los supuestos sobre las variables macro y de la empresa como tal, sean sencillos para eliminar la probabilidad de error pero sin dejar de lado ninguna consideración importante.

6.2. METODOLOGÍA Y DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN

El primer paso en el proceso de valoración de empresas, es la obtención de la información histórica de carácter financiero, como anteriormente se detalló, balance general, estado de resultados y el flujo de caja o efectivo, como mínimo cinco años atrás al momento de su valoración, para el análisis de su comportamiento y su tendencia, ajustando el comportamiento de las variables internas que puedan intervenir en los resultados, seguidamente se proyectan las variables macroeconómicas y financieras externas que afectan directamente el Flujo de Caja Libre –FCL-. Posteriormente se calcula el FCL de cada año para el período 2010-2015 y se descuentan al Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC) que se calcula a partir del modelo de valoración de Activos y del Costo de la Deuda.

Adicionalmente se calcula el Valor Terminal, Valor de Continuidad o Valor a perpetuidad que es el valor de los flujos que se recibirán y por último se hacen los ajustes con los activos y pasivos no operativos para conocer el Valor de la organización.

PROYECCIONES: PASA HOJA SIGUIENTE

EMPRESA SOCIAL DEL ESTADO BELLOSALUD

Cifras en Miles de Pesos Corrientes

Tabla 1. Supuestos macroeconómicos.

Supuestos de Proyección	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010py	2011py	2012py	2013py	2014py	2015py
SUPUESTOS MACROECONÓMICOS												
Precios al consumidor (IPC Variación Anual)	*5,50%*	4,85%	4,48%	5,69%	7,67%	2,00%	3,38%	3,80%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Precios al Productor (IPP Variación Anual)	*4,64%*	2,06%	5,55%	1,27%	9,00%	-2,18%	3,84%	3,50%	3,60%	3,40%	3,40%	3,40%
PIB (Variación Anual)	*3,96%*	5,13%	6,80%	7,52%	2,43%	0,36%	3,01%	3,50%	4,00%	4,50%	4,50%	4,50%
Devaluación (TRM Fin de Año)	*-13,98%*	-4,42%	-1,99%	-10,01%	11,60%	-8,41%	-8,61%	6,15%	-2,47%	-9,09%	2,78%	2,80%
Devaluación (Promedio Anual)	*-8,65%*	-11,67%	1,63%	-11,86%	-5,46%	9,75%	-11,90%	6,84%	-3,25%	-13,39%	6,06%	6,06%
Precio del dólar ($. TRM Fin de Año)	*2.390*	2.284	2.239	2.015	2.234,00	2.046,20	1.870,00	1.985,00	1.936,00	1.760,00	1.809,00	
Precio del dólar ($. Promedio Anual)	*2.628*	2.321	2.359	2.078	1.965,08	2.156,75	1.900,00	2.030,00	1.964,00	1.701,00	1.804,00	
Tasa de interés (DTF E.A. Fin de Año)	*7,71%*	6,31%	6,82%	8,53%	10,12%	4,12%	3,84%	5,09%	5,93%	6,4%	6,6%	6,2%
Tasa de interés (DTF Promedio Anual)	*7,80%*	7,05%	6,25%	8,01%	9,70%	6,14%	3,61%	4,62%	5,62%	6,2%	6,5%	6,3%
Euro (US$/€ Fin de Año)	*1,36*	1,18	1,32	1,45	1,3971	1,4326	1,4100	1,4000	1,3600	1,4300	1,4500	
Fuente: Investigaciones Económicas y Estratégicas Grupo Bancolombia Actualizado 23 de Abril de 2010												
Crecimiento Nominal						*6,08%*	*6,48%*	*6,91%*	*6,61%*	*6,61%*	*6,61%*	*6,61%*
Crecimiento Real (Salud)						4,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Tasa de Impuestos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

6.3. PROYECCIÓN DE VARIABLES

6.3.1. Ingresos

La proyección de los ingresos se inicia para el 2010, con el presupuesto aprobado por la Junta Directiva, el cual fue elaborado con los siguientes criterios:

6.3.1.1. Ingresos operacionales

6.3.1.1.1. EPS. régimen subsidiado. Son los ingresos provenientes de la prestación de servicios afiliados al régimen subsidiado de la seguridad social en salud, contratados con EPS y Cajas de Compensación familiar autorizadas para el manejo del régimen subsidiado, también hacen parte de este rubro, los ingresos provenientes por la prestación de servicios de urgencias a los afiliados al régimen subsidiado, necesitándose la existencia de contrato especifico con las EPS. del régimen subsidiado.

Proyección:

Tabla 2. Ingresos prestación de servicios régimen subsidiado, año 2010

Usuarios actuales de la ESE con las diferentes Empresas del Régimen Subsidiado				
Entidad	**Usuarios Contratados**	**UPC Total**	**Total Mes**	**Total Año**
CAPRECON	16.728	12.234	204.650.352	2.455.804.224
COMFAMA	36.977	10.977	405.896.529	4.870.758.348
COMFENALCO	25.812	9.410	242.890.920	2.914.691.040
SALUD VIDA	15.438	12.557	193.854.966	2.326.259.592
Subtotal	**94.955**		**1.047.292.767**	**12.567.513.204**
Partos Atendidos				
COMFAMA	282	600.000		169.200.000
COMFENALCO	138	634.000		87.492.000
Subtotal				**256.692.000**
Promoción y Prevención				
COMFENALCO			30.000.000	360.000.000
Subtotal				**360.000.000**
Total				**13.184.205.204**

Usuarios contratados por la DLS que serán carnetizados en el 2010				
Entidad	**Usuarios Contratados DLS**	**UPC Contratada**	**Total Mes**	**Total Año (9 Meses)**
CAPRECON	502	12.234	6.141.468	55.273.212
COMFAMA	3.426	10.977	37.607.202	338.464.818
COMFENALCO	6.575	9.410	61.870.750	556.836.750
SALUD VIDA	912	12.557	11.451.984	103.067.856
Total	**11.415**		**116.012.686**	**1.053.642.636**

Fuente: Presupuesto Ese Bellosalud

Su proyección se consolidó en $ 14.237.847.840, de los cuales $ 13.184.205.204 corresponden a la UPC multiplicado por el número de los usuarios contratados por la Ese con las diferentes entidades del régimen subsidiado y $ 1.053.642.636, que son los usuarios que aun no han sido carnetizados y que se encuentran con la expectativa de que la carnetización se logre a partir del primer trimestre del 2010.

6.3.1.1.2. EPS. régimen contributivo. Se incluyen todos los ingresos provenientes de la prestación de servicios a afiliados al régimen contributivo de la seguridad social en salud, contratados con EPS. De la misma forma se incluirán, en los casos en los que se haya contratado con las EPS, el reconocimiento a favor de la ESE y los ingresos provenientes de cuotas moderadoras y copagos.

También hacen parte de este rubro, los ingresos por prestación de servicios de urgencias a los afiliados al régimen contributivo, sin que para ello se necesite la existencia de contrato específico ni general.

Proyección:

Tabla 3. Ingresos prestación de servicios régimen contributivo, año 2010

Entidad	Recaudo 2009	Incremento 3%	Total a proyectar
SALUDCOOP	177.068	5.312	182.380
NUEVA EPS	585.111	17.553	602.664
CAFESALUD	265.343	7.960	273.303
SALUD TOTAL	204.557	6.137	210.694
SUSALUD	7.734.249	232.028	7.966.277

COOMEVA	406.636	12.199	418.835
Total	**9.372.964**	**281.189**	**9.654.153**

Fuente: Presupuesto Ese Bellosalud

Su proyección se consolido en $ 9.654.153, se tuvo en cuenta el comportamiento en cuanto a recaudo del año 2009, incrementado en un 3%, supuesto aumento del IPC del 2010, en su momento.

6.3.1.1.3. SGP. prestación de servicios de salud de primer nivel. En este componente, el valor presupuestado se calcula teniendo en cuenta los mismos valores que se contrataron en la vigencia 2009.

En este sentido se proyectan $ 3.044.521.416 conformados por:

- **Servicios de salud:** Es el valor que se reconoce por los servicios de salud prestados a la población pobre no afiliada al sistema de seguridad en salud, los cuales en el clasificador de presupuesto se identifican como ingresos con situación de fondos

- **Aportes patronales:** Valor que se reconoce por los servicios de salud prestados a la población no afiliada al sistema general de seguridad social, los cuales en el clasificador se identifican como ingresos sin situación de fondos.

Proyección:

Tabla 4. Ingresos prestación de servicios de primer nivel de atención básica, año 2010

Rubro	Comportamiento del Año 2009	Total a proyectar
SGP 1ER Nivel servicios de salud	894.728.340	894.728.340
SGP 1ER Nivel Aportes patronales	2.149.793.076	2.149.793.076
Total	**3.044.521.416**	**3.044.521.416**

Fuente: Presupuesto Ese Bellosalud

6.3.1.1.4. Salud Pública- D.L.S. Valor presupuestado para desarrollar los programas de salud pública de acuerdo a lo dispuesto en el Plan Nacional de Salud Pública establecido en el Decreto 3518 de 2006, el Decreto 3039 de 2007, y la Resolución 425 de 2008, expedido por el Ministerio de la Protección Social; que asciende a $ 1.154.745.230, para el año 2010, (Convenio 518-2010, D.L.S. – ESE Bellosalud).

6.3.1.1.5. IPS públicas, Compañías de seguros accidentales de tránsito, venta a particulares, arrendamientos, comercialización de mercancías, otros, cuotas de recuperación. Se proyecta de acuerdo al comportamiento del recaudo de los rubros durante el periodo 2009, incrementado en un 3% supuesto aumento del IPC del 2010.

Proyección:

Tabla 5. Ingresos prestación de servicios IPS públicas, Compañías de seguros accidentales de tránsito, venta a particulares, arrendamientos, comercialización de mercancías, cuotas de recuperación, otros, año 2010

Rubro	Comportamiento del Año 2009	Incremento 3%	Total a proyectar
IPS públicas	17.734.599	532.038	18.266.637
Compañías de seguros accidentales de tránsito	2.801.065	84.032	2.885.097
Venta a particulares	97.169.809	2.915.095	100.084.904
Arrendamientos	80.000	2.400	82.400
Comercialización de mercancías	96.177.303	2.885.319	99.062.622
Otros	29.797.072	893.912	30.690.984
Cuotas de recuperación	675.019.876	20.250.596	695.270.472

Fuente: Presupuesto Ese Bellosalud

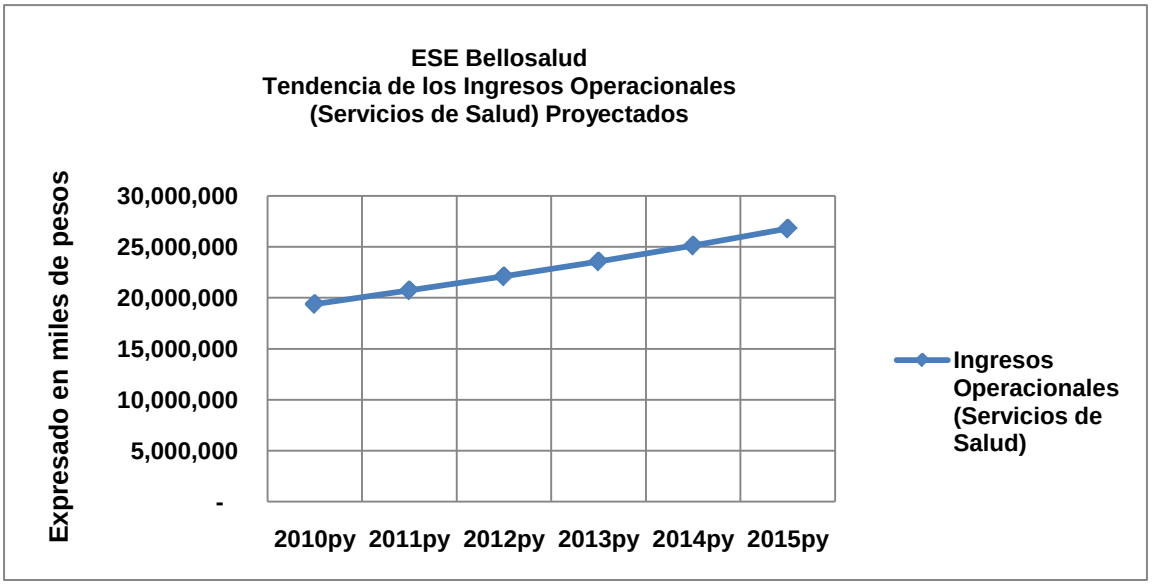
En síntesis, tenemos:

Tabla 6. Participación de cada servicio dentro de los ingresos totales, año 2010

Venta de Servicios	Valor ($)	Porcentaje
Ingresos operacionales		
EPS-S Régimen subsidiado	14.237.847.840	73,42%
EPS. Régimen Contributivo	9.654.153	0,05%
SGP. Subsidio a la Oferta (Población Vinculada)	894.728.340	4,61%
SGP. Aportes Patronales	2.149.793.076	11,09%
Salud Publica- D.L.S. Convenio 518-2010	1.154.745.230	5,95%
IPS públicas, Compañías de seguros accidentales de tránsito, venta a particulares, arrendamientos, comercialización de mercancías, otros, cuotas de recuperación.	946.343.116	4,88%
Total Venta de Servicios	**19.393.111.755**	100,00%

Fuente: Presupuesto Ese Bellosalud

Gráfico Nº 1. Tendencia de los ingresos operacionales (servicios de salud) proyectados.



Para los años 2010-2015, los valores definidos para su proyección en los ingresos es el comportamiento de los ingresos del año anterior más el crecimiento nominal dado por:

Crecimiento Nominal: (Cn)

Crecimiento Real (Salud): (Cr)

Inflación Proyectada: (Ip)

$$Cn = Cr + Ip + (Cr * Ip)$$

En resumen:

Tabla 7. Cálculo de los ingresos operacionales proyectados.

Años de Proyección	2010py	2011py	2012py	2013py	2014py	2015py
Ingresos Operacionales Cifras en miles de pesos	19.393.112	20.733.952	22.103.429	23.563.361	25.119.721	26.778.878

6.3.1.2. Ingresos no operacionales

La proyección de los ingresos no operacionales inicia para el 2010, con el presupuesto aprobado por Junta Directiva, el cual fue elaborado con los siguientes criterios, de igual forma explica los criterios para la elaboración de las proyecciones:

6.3.1.2.1. Ingresos financieros. Los cuales se calculan teniendo en cuenta la disponibilidad de la rentabilidad del promedio anual histórico.

6.3.1.2.2. Recuperación de glosas. cuyo cálculo se basó en el promedio del recaudo anual histórico, incrementado en el IPC (Índice de precios al consumidor) proyectado, para cada uno de los años.

6.3.1.2.3. Otros ingresos ordinarios. Se calcularon con base al recaudo del año 2009, incrementados por la proyección del IPC (Índice de precios al consumidor), de igual forma para los años subsiguientes.

6.3.1.2.4. Margen de contratación servicios de salud: Su cálculo es determinado por el recaudo del año 2009, disminuido en un 10% y así sucesivamente hasta el año 2015.

6.3.1.2.5. Ingresos extraordinarios. Se calcularon con base al recaudo del año 2009, incrementados por la proyección del IPC (Índice de precios al consumidor), de igual forma para los años subsiguientes.

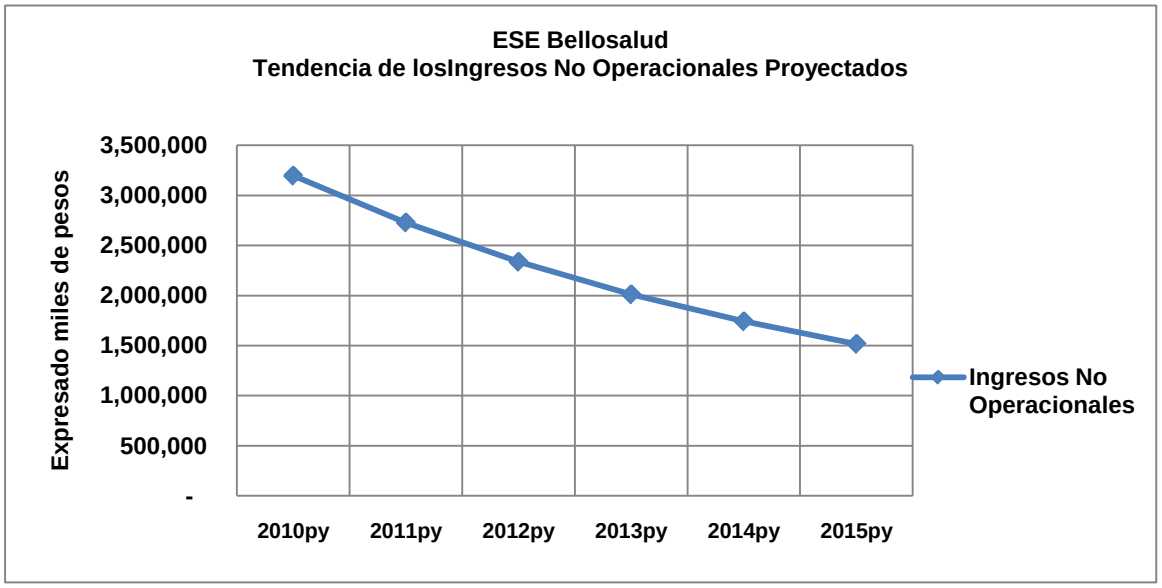
6.3.1.2.6. Ajuste de ejercicios anteriores. Su cálculo es determinado por el recaudo del año 2009, disminuido en un 20% y así sucesivamente hasta el año 2015.

En resumen, tenemos:

Tabla 8. Cálculo de los ingresos no operacionales proyectados.

Años de Proyección	2010py	2011py	2012py	2013py	2014py	2015py
Ingresos No Operacionales:						
Financieros	24.027	25.787	24.775	25.984	30.588	34.900
Recuperación de Glosas	46.677	47.093	47.180	47.363	47.529	47.680
Otros Ingresos Ordinarios	2.396	2.561	2.731	2.911	3.103	3.308
Margen de contratación de Servicios de Salud	1.528.124	1.375.311	1.237.780	1.114.002	1.002.602	902.342
Extraordinarios	6.959	7.223	7.476	7.737	8.008	8.288
Ajuste de Ejercicios Anteriores	1.589.030	1.271.224	1.016.979	813.584	650.867	520.693
Total Ingresos No Operacionales Cifras en miles de pesos	**3.197.212**	**2.729.199**	**2.336.921**	**2.011.581**	**1.742.697**	**1.517.212**

Gráfico Nº 2. Tendencia de los ingresos no operacionales proyectados.



6.3.2. Costos de servicios.

Registra el costo incurrido por las Instituciones Prestadoras de Servicios de Salud en desarrollo de su objeto social principal durante un período.

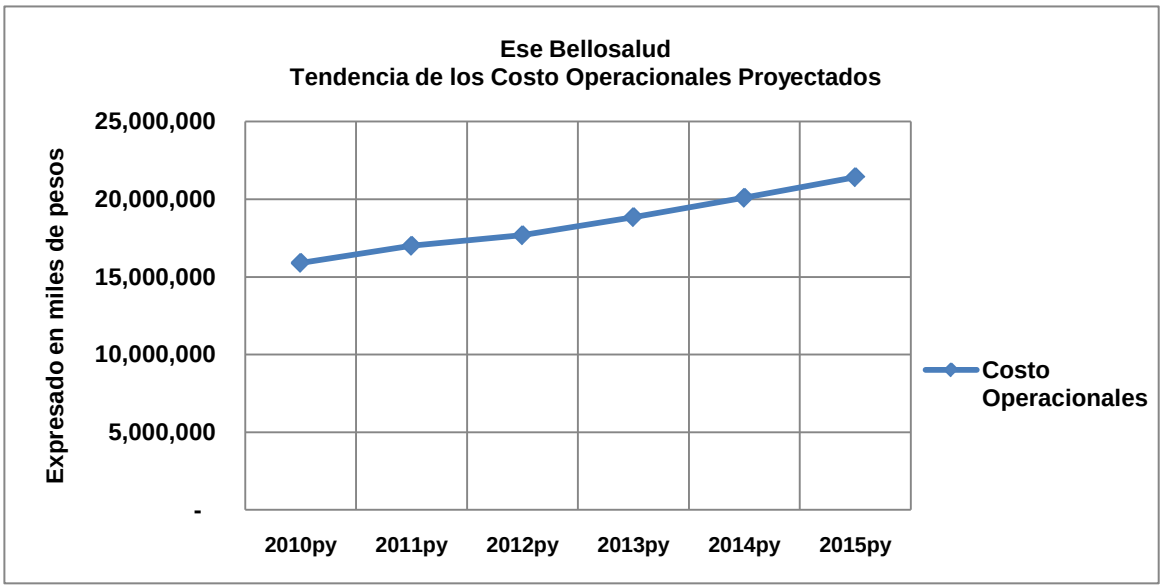
Los costos de ventas se determinan de acuerdo a su evolución porcentual de compromisos de las actividades por servicio, el comportamiento de los inventarios, el indicador de rotación, edad del inventario, movimiento de insumos de baja rotación y consumo promedio mensual por grupo de inventarios, estrategia de negociación y compra conjunta, entre otros, comparativamente con los ingresos operacionales, teniendo en cuenta además el margen bruto histórico generado por las líneas tradicionales realizadas al interior de la Ese y consideradas.

Entonces tenemos en resumen:

Tabla 9. Cálculo de los costos operacionales proyectados.

Años de Proyección	2010py	2011py	2012py	2013py	2014py	2015py
Costos Operacionales	15.902.352	17.001.840	17.682.743	18.850.689	20.095.777	21.423.103
Costo de Servicios de Salud (% Ventas)	82,00%	82,00%	80,00%	80,00%	80,00%	80,00%

Gráfico Nº 3. Tendencia de los costos operacionales proyectados.



6.3.3. Gastos operacionales

6.3.3.1. Administración

6.3.3.1.1. Sueldos y salarios. Los gastos de personal fueron proyectados con base a la ejecución del año anterior (2009) y sucesivamente más un incremento del 3,64% establecido por norma nacional, lo cual no solo incluye sueldos sino todas las primas y las contribuciones a la seguridad social y los parafiscales; de igual forma para los gastos generales e impuesto que constituye el rubro de predial, se incrementó en un 3%.

Para los años subsiguientes, el incremento en los gastos de personal se toman con base al IPS proyectado, para los rubros de gastos generales e impuestos se aplica un incremento del 3% anual.

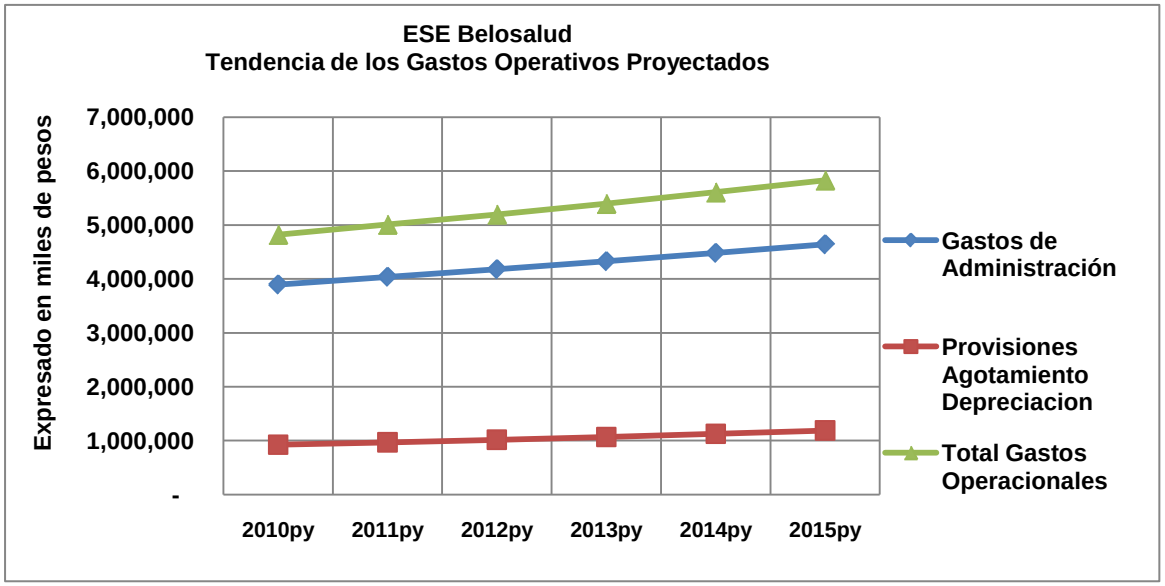
6.3.3.1.2. Agotamiento y depreciaciones. El valor proyectado para las provisiones se calcularon con base al promedio histórico de la variación de su indicador proyectado, mientras que las depreciaciones se estimaron de acuerdo a la depreciación acumulada que presentan los activos de la compañía sumada a las depreciaciones de las nuevas inversiones esperadas para los años siguientes del período explícito; para las amortizaciones se proyecta con base al valor diferido del rubro otros activos.

En resumen:

Tabla 10. Cálculo de los gastos operacionales proyectados.

Años de Proyección	2010py	2010py	2012py	2013py	2014py	2015py
GASTOS OPERACIONALES						
Gastos de Administración:						
Sueldos y Salarios	2.794.780	*2.900.982*	3.002.516	3.107.604	3.216.370	3.328.943
Contribuciones Imputadas	99.577	*103.063*	106.773	110.403	114.157	118.038
Contribuciones Efectivas	414.679	*429.193*	446.361	466.447	487.437	509.372
Aportes sobre la Nómina	69.625	*72.271*	74.801	77.419	80.128	82.933
Generales	486.710	*501.311*	516.351	531.841	547.796	564.230
Impuestos, Contribuciones y tasas	30.935	*31.863*	32.819	33.804	34.818	35.862
Total Gastos de Administración	**3.896.307**	***4.038.683***	**4.179.620**	**4.327.517**	**4.480.706**	**4.639.378**
Provisión para Deudores	130.247	*143.323*	160.860	186.445	219.302	244.304
Provisión para Inventarios	0	*0*	0	0	0	0
Depreciación de Propiedades, Planta y Equipo	666.644	*696.977*	726.111	751.944	777.777	806.411
Amortización de intangibles	0	*0*	0	0	0	0
Amortización de Otros Activos	129.274	*129.274*	129.274	129.274	129.274	137.812
Total Provisiones Agotamiento Depreciación	**926.165**	***969.574***	**1.016.245**	**1.067.663**	**1.126.354**	**1.188.528**
Total Gastos Operacionales	**4.822.472**	***5.008.257***	**5.195.865**	**5.395.180**	**5.607.060**	**5.827.906**

Gráfico Nº 4. Tendencia de los gastos operativos proyectados.



6.3.4. Activos

6.3.4.1. Activos Corrientes

6.3.4.1.1. Disponible. Para la proyección del disponible se tomó como referencia el equivalente a 7 días de ingresos operacionales, ya que este es el promedio de recursos que se deben mantener en caja para la operación del negocio.

6.3.4.1.2. Cuentas por cobrar (Deudores). Las cuentas por cobrar se calcularon en su proyección de acuerdo al número de días ingresos operacionales destinados a financiar a los clientes históricamente. El cual fue de 50 días.

6.3.4.1.3. Inventarios. Los inventarios se calcularon con base a los días de costo operacionales utilizados históricamente, que es de 5 días.

6.3.4.1.4. Otros activos de corto plazo. Calculados para su proyección anual de acuerdo al promedio de los días de ingresos operacionales históricos.

En resumen:

Tabla 11. Cálculo del activo corriente proyectado.

Años de Proyección	2010py	2011py	2012py	2013py	2014py	2015py
ACTIVO						
Activo Corriente						
Disponible (Caja Mínima)	**374.805**	**400.719**	**427.186**	**455.402**	**485.481**	**517.547**
Inversiones Temporales	**1.026.787**	**1.570.111**	**2.001.466**	**2.803.345**	**2.870.334**	**3.584.061**
Cuentas por Cobrar (Deudores)	**2.656.591**	**2.840.267**	**3.027.867**	**3.227.858**	**3.441.058**	**3.668.339**
Inventarios	**197.586**	**211.247**	**219.707**	**234.219**	**249.689**	**266.181**
Otros Activos de Corto Plazo:	**421.833**	**450.998**	**480.787**	**512.542**	**546.396**	**582.485**
Gastos Pagados por Anticipado	303.034	323.986	345.385	368.197	392.517	418.443
Cargos Diferidos	118.799	127.013	135.402	144.345	153.879	164.043
Intangibles	0	0	0	0	0	0
Total Activo Corriente	**4.677.601**	**5.473.342**	**6.157.013**	**7.233.365**	**7.592.957**	**8.618.613**

Cifras en miles de pesos

6.3.4.2. Activos no Corrientes (Largo plazo)

6.3.4.2.1. Propiedad planta y equipo, PPE. Para las inversiones de capital (Capex) se tomó como reseña la inversión histórica realizada para cada uno de los componentes del rubro Propiedad, Planta y Equipo, de acuerdo a los requerimientos para la operación, prestación y crecimiento de los servicios de salud.

En resumen:

Tabla 12. Cálculo de Propiedad planta y equipo proyectados.

Años de Proyección	2010py	2011py	2012py	2013py	2014py	2015py
Inversión Nueva Depreciable						
-Inversión Nueva Depreciable a 25 años (Redes líneas y cables)	0	0	20.000	0	0	20.000
-Inversión Nueva Depreciable a 20 años (Edificaciones)	150.000	100.000	100.000	50.000	50.000	50.000
-Inversión Nueva Depreciable a 15 años (Plantas Ductos y Túneles, Maquinaria y Equipo)	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
-Inversión Nueva Depreciable a 10 años (Equipo Médico y Científico, Muebles, Enseres y Equipos de Oficina, Equipo de Transporte. Tracción y Elevación, Equipo comedor cocina)	120.000	120.000	100.000	100.000	100.000	120.000
-Inversión Nueva Depreciable a 5 años (Equipos de Comunicación y Computación)	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Total Inversión Nueva Depreciable	**370.000**	**320.000**	**320.000**	**250.000**	**250.000**	**290.000**

Cifras en miles de pesos

Propiedades, Planta y Equipo:	**2010py**	**2011py**	**2012py**	**2013py**	**2014py**	**2015py**
Terrenos	1.484.934	1.484.934	1.484.934	1.484.934	1.484.934	1.484.934
Construcciones en curso	0	0	0	0	0	0
Edificaciones, Maquinaria y Equipo:	9.426.988	9.746.988	10.066.988	10.316.988	10.566.988	10.856.988
Depreciación Acumulada	(3.316.623)	(4.013.601)	(4.739.711)	(5.491.655)	(6.269.433)	(7.075.844)
Edificaciones Maquinaria y Equipo Neto	6.110.365	5.733.387	5.327.277	4.825.333	4.297.555	3.781.144
Total Activo Fijo (Propiedades, Planta y Equipo)	**7.595.299**	**7.218.321**	**6.812.211**	**6.310.267**	**5.782.489**	**5.266.078**

6.3.4.2.2. Depreciación Acumulada. Se calculó bajo un análisis histórico resumido de los componentes del rubro Propiedad, Planta y Equipo con la depreciación anual hasta el año 2009 uno a uno, con respecto a las proyecciones, éstas se determinaron tomando como base inicial la depreciación que venía acumulada al año 2009, sumándose la depreciación de los componentes del rubro antes mencionado en la inversión nueva depreciable, de acuerdo a las políticas que para esta materia tiene la entidad.

En resumen:

Tabla 13. Cálculo de Depreciación acumulada proyectados.

Años de Proyección	2010py	2011py	2012py	2013py	2014py	2015py
Depreciación Acumulada						
-Inversión Nueva Depreciable a 25 años (Redes líneas y cables)	8.160	10.880	14.400	17.920	21.440	25.760
-Inversión Nueva Depreciable a 20 años (Edificaciones)	1.519.334	1.830.060	2.145.786	2.464.012	2.784.738	3.107.963
-Inversión Nueva Depreciable a 15 años (Plantas Ductos y Túneles , Maquinaria y Equipo)	76.829	93.726	113.956	137.519	164.416	194.647
-Inversión Nueva Depreciable a 10 años (Equipo Médico y Científico, Muebles, Enseres y Equipos de Oficina, Equipo de Transporte Tracción y Elevación, Equipo comedor cocina)	1.363.341	1.638.909	1.924.478	2.220.046	2.525.615	2.843.184
-Inversión Nueva Depreciable a 5 años (Equipos de Comunicación y Computación)	348.960	440.026	541.092	652.158	773.224	904.290
Total Depreciación Acumulada Cifras en miles de pesos	**3.316.623**	**4.013.601**	**4.739.711**	**5.491.655**	**6.269.433**	**7.075.844**

6.3.4.2.3. Otros activos a largo plazo. Se procede a su amortización anual, hasta el año 2014, donde se realiza su reposición teniendo en cuenta su valor inicial incrementado en su crecimiento nominal.

6.3.5. Pasivos

6.3.5.1. Pasivos corrientes

6.3.5.1.1. Proveedores. La política de la empresa es de 60 días, pero en las unidades estratégicas de negocio, los clientes tardan más tiempo en la cancelación de las facturas por lo que se tomó como referencia la rotación de la cartera del año 2009 ajustada, la cual fue de 75 días para los dos primeros años de la proyección y 70 días los siguientes.

6.3.5.1.2. Cuentas y gastos por pagar y las obligaciones laborales. Se estimó con base en los días de costos de ingresos operacionales promedio que presentó esta cuenta en los últimos 5 años. El dato arrojado para la primera fue 20 días ajustados y para la el segundo rubro promediado en 26 días.

En resumen:

Tabla 14. Cálculo del pasivo corriente proyectado.

Años de Proyección	2010py	2011py	2012py	2013py	2014py	2015py
PASIVO						
Pasivo Corriente						
Obligaciones Financieras de Corto Plazo	0	0	0	0	0	0
Proveedores	3.267.607	3.493.529	3.391.211	3.615.201	3.853.985	4.108.540
Cuentas y Gastos por Pagar	871.362	931.608	968.917	1.032.914	1.101.138	1.173.869
Obligaciones Laborales	1.144.424	1.223.550	1.272.552	1.356.604	1.446.207	1.541.729
Total Pasivo Corriente	**5.283.393**	**5.648.686**	**5.632.680**	**6.004.719**	**6.401.330**	**6.824.138**

Cifras en miles de pesos

6.3.5.2. Pasivos a largo plazo

6.3.5.2.1. Obligaciones laborales (Largo plazo). Para las Obligaciones Laborales (Largo Plazo), se estimó con base en los días de costo de ingresos operacionales promedio que presentó esta cuenta en los últimos 5 años. El dato arrojado fue de 19 días.

En resumen:

Tabla 15. Cálculo del pasivo a largo plazo proyectado.

Supuestos de Proyección	2010py	2011py	2012py	2013py	2014py	2015py
Pasivo Largo Plazo						
Obligaciones Financ. De Largo Plazo	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Laborales (Largo Plazo)	812.759	868.954	903.754	963.447	1.027.083	1.094.922
Total Pasivo Largo Plazo	**812.759**	**868.954**	**903.754**	**963.447**	**1.027.083**	**1.094.922**

Cifras en miles de pesos

Gráfico Nº 5. Tendencia del balance general proyectado.

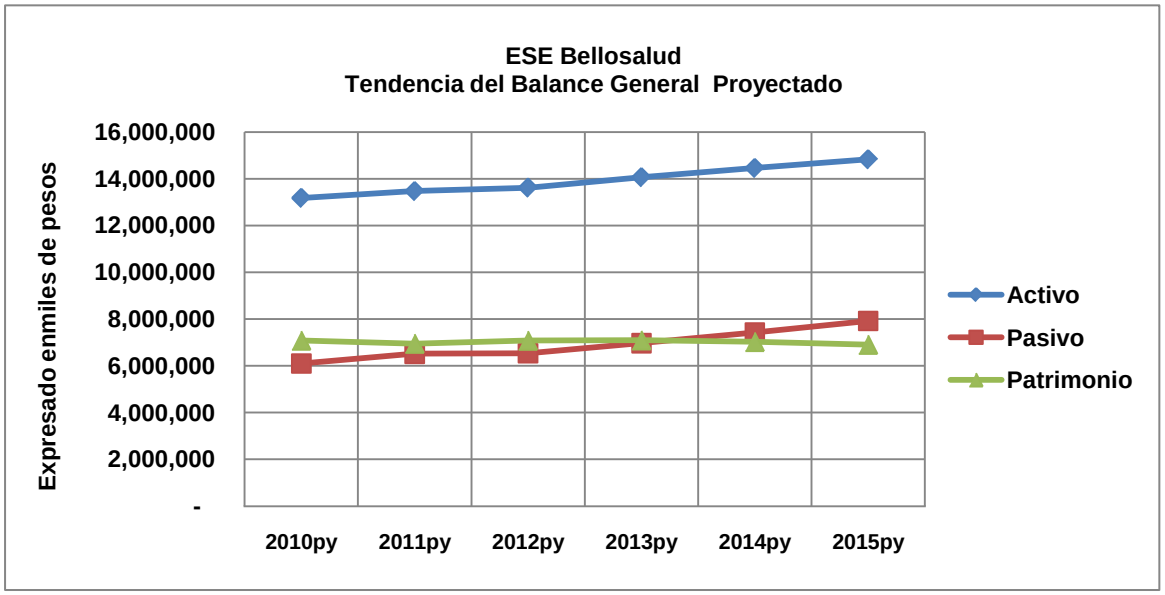
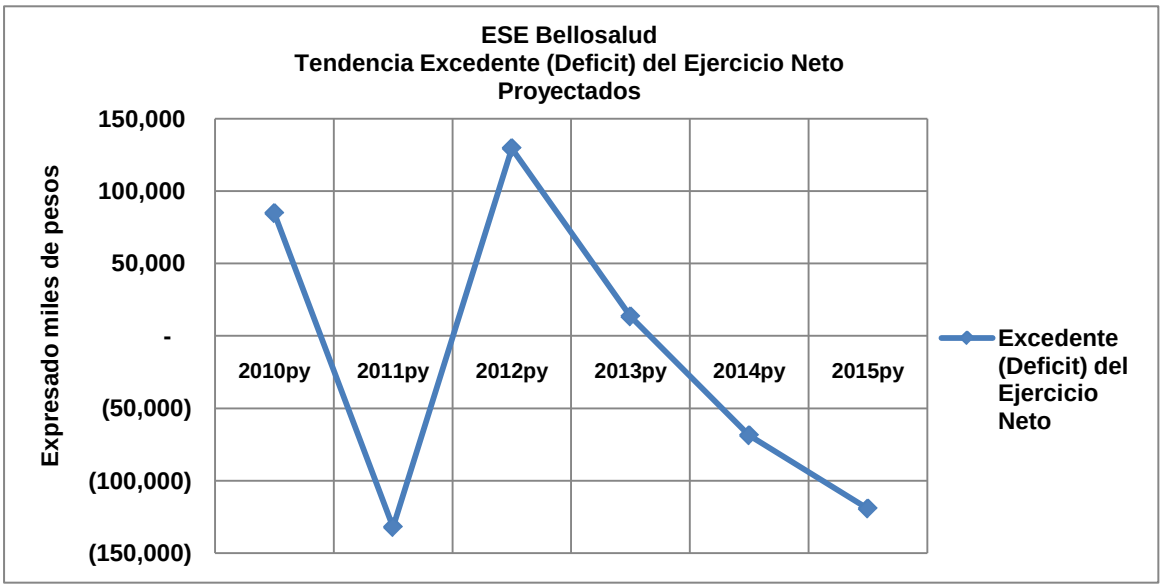


Gráfico Nº 6. Tendencia Excedentes (déficit) del ejercicio neto proyectado.



6.3.6. Tesorería

Para la proyección requerimiento en el flujo de tesorería neto se proyectaron cada una de las cuentas que la componen, con base a estas se calcularon las variaciones en cada uno de los años, cabe anotar dentro de la proyección que la entidad no tiene requerimientos de flujo de tesorería adicionales.

En resumen:

Tabla 16. Cálculo del flujo de Tesorería proyectado.

Tesorería	2010py	2011py	2012py	2013py	2014py	2015py
Caja del período	1.017.316	543.323	431.355	801.878	66.989	713.727
Caja Inicial	9.471	1.026.787	1.570.111	2.001.466	2.803.345	2.870.334
Crédito de Tesorería	0	0	0	0	0	0
Caja Final	1.026.787	1.570.111	2.001.466	2.803.345	2.870.334	3.584.061

Cifras en miles de pesos

6.3.7. Flujo de caja libre operativo (FCLO)

El flujo de caja libre operativo para los próximos seis años, se proyecto de acuerdo con los supuestos dispuestos en el estado de resultados y el balance general.

Los flujos de caja libre se calculan tomando el excedente neto del período, restándole los impuestos operativos, con lo que se tiene el flujo de caja bruto, sustrayéndole, luego, las inversiones en capital de trabajo; de igual manera restando las inversiones de propiedad, planta y equipo, además de la inversión en otros activos, para cada uno de los años proyectados.

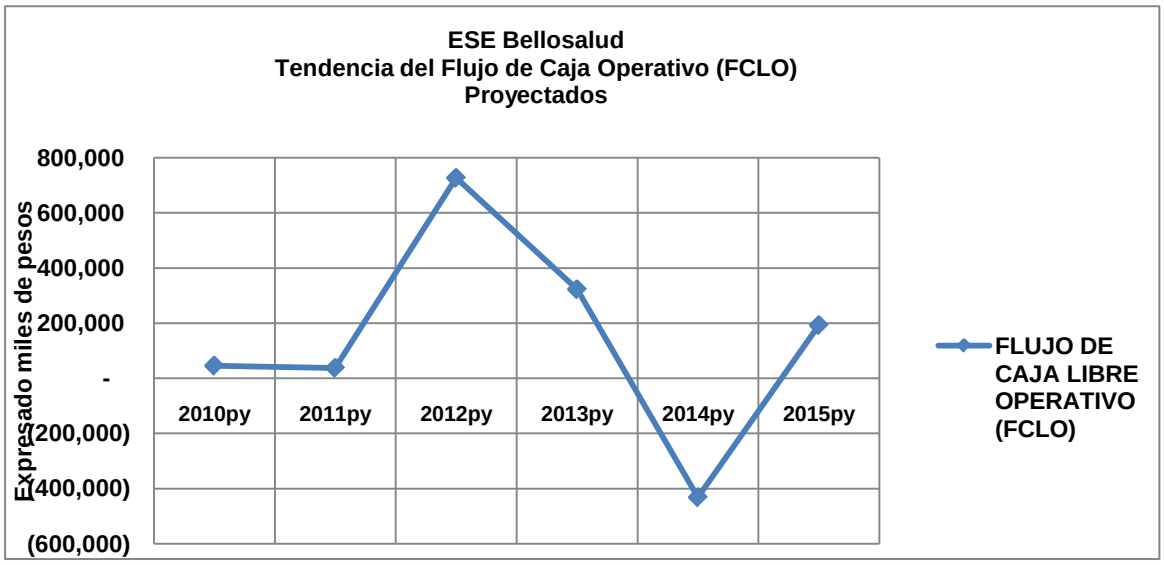
En resumen:

Tabla 17. Cálculo del Flujo de caja libre operativo proyectado.

Flujo de Caja libre Operativo	2010py	2011py	2012py	2013py	2014py	2015py
(+) Excedentes Netos Operativa	84.689	(131.998)	129.492	13.403	(68.645)	(119.214)
(-) Impuestos Operativos	0	0	0	0	0	0
(=) NOPLAT	84.689	(131.998)	129.492	13.403	(68.645)	(119.214)
(+) Depreciaciones y Amortizaciones	926.165	969.574	1.016.245	1.067.663	1.126.354	1.188.528
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO	1.010.854	837.576	1.145.737	1.081.066	1.057.709	1.069.314
(-) Inversión Capital de Trabajo	724.454	609.497	227.920	637.569	679.681	724.573
Aumento Activos Corrientes	127.464	244.204	243.927	265.531	283.069	301.766
Disponible	20.606	25.914	26.467	28.216	30.079	32.066
Cuentas por Cobrar (Deudores)	365.095	183.677	187.600	199.991	213.200	227.282
Inventarios	4.814	13.661	8.460	14.512	15.470	16.492
Gastos Pagados por Anticipado	(263.050)	20.952	21.399	22.813	24.319	25.926
Disminución Pasivos Corrientes	596.990	365.294	(16.006)	372.039	396.612	422.808
Proveedores	185.510	225.922	(102.318)	223.989	238.784	254.556
Cuentas y Gastos por Pagar	288.521	60.246	37.310	63.997	68.224	72.730
Obligaciones Laborales	122.959	79.126	49.002	84.052	89.604	95.522
(-) Inversión PPE	370.000	320.000	320.000	250.000	250.000	290.000
(-) Inversión Otros Activos	(129.274)	(129.274)	(129.274)	(129.274)	559.788	(137.812)

(=) FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO (FCLO) Cifras en miles de pesos	45.675	37.352	727.091	322.771	(431.760)	192.552

Gráfico Nº 7. Tendencia del flujo de caja operativo proyectado.



6.3.8. Costo promedio ponderado de capital –WACC

Es el costo promedio ponderado de capital y el Patrimonio en proporción a la estructura de capital de la empresa. Se calcula de acuerdo a la metodología planteada de la siguiente manera:

Patrimonio/capital invertido = Patrimonio total/ (Propiedad planta y equipo, PPE + Depreciación acumulada).

Patrimonio/capital invertido *= Patrimonio total/ (Propiedad planta y equipo, PPE + Depreciación acumulada).*

Para cada uno de los años proyectados y luego determinar el retorno esperado social de la entidad, el cual está dado por la inflación proyectada más los puntos reales sobre la inflación, este ultimo componente para la ESE “BELLOSALUD”, los autores fijaron reglas de fuego básicas en relación con esta variable, para facilitar la aplicación del modelo de evaluación por la dificultad de acceso y carencia de la información del sector de la salud

en los hospitales del primer nivel de atención; además de que considera los problemas derivados de las imperfecciones de los mercados y/o de las distorsiones de los precios en la salud pública. Concluyéndose que para la determinación del costo del patrimonio como puntos sobre la inflación sea fijada de acuerdo con los costos financieros de los prestamos que puedan realizarse al sector salud, créditos orientados a satisfacer necesidades básicas de la comunidad para contribuir con el mejoramiento de su calidad de vida, en atención a esta situación las líneas de crédito mas opcionales y de condiciones optimas para el sector de la salud están dadas por la Financiera de Desarrollo Territorial FINDETER, entidad creada por el Gobierno Nacional, para financiar las iniciativas de inversión que contribuyan al desarrollo de las comunidades y promuevan el progreso del país, sociedad anónima del orden nacional, constituida con la participación exclusiva de entidades públicas, cuyas tasa con recursos ordinarios son:

Tasa con recursos ordinarios

Plazos	***DTF+***
1-5 años	*2,8%*
5-8 años	*3,0%*
6 a 12 años	*3,10%*
12 a 15 años	*3,20%*

Por ser el periodo de valoración mayor a cinco años tomamos el DTF+3,0%, para un período de 1-8 años.

Ahora bien, una vez determinada la participación de la inversión en activo fijo e inversiones (CAPEX) dentro del patrimonio, cabe señalar que la entidad, por ser una empresa social del estado, está exenta de impuesto a las ventas; se procede luego a calcular el retorno esperado institucional, antes mencionado; concepto que se considera como la rentabilidad esperada por la institución considerando las características del sector de la salud pública. Así:

RES =(*Precios al consumidor (IPC)+ Puntos Reales Sobre la Inflación (Salud))+ (Precios al consumidor (IPC)* Puntos Reales Sobre la Inflación (Salud))*

Para cada uno de los años proyectados.

Finalmente para determinar el WACC de cada periodo sin deuda, tenemos:

WACC= *(PATRIMONIO/CAPITAL INVERTIDO)*RES*

En resumen:

Tabla 18. Cálculo del costo promedio ponderado de capital WACC proyectado.

Costo Promedio Ponderado de Capital Sin Deuda	2009	2010py	2011py	2012py	2013py	2014py	2015py
Tasa de Impuestos	0	0	0	0	0	0	0
Patrimonio/Capital Invertido	87,20%	89,78%	91,55%	98,12%	104,17%	111,37%	119,47%
Retorno Esperado Institucional							
Puntos Reales sobre Inflación (Tasa Ordinaria FINDETER)	9,14%	6,61%	7,62%	8,62%	9,24%	9,52%	9,35%
Retorno Esperado Social	11,32%	10,21%	11,71%	12,42%	13,06%	13,35%	13,17%
WACC	9,87 %	9,17%	10,72%	12,19%	13,61%	14,87%	15,74%

WACC PROMEDIO PONDERADO o tasa de descuento aplicable a la valoración de la ESE "BELLOSALUD" y determinada con base en las tasas anuales, como se observa en la tabla anterior es la siguiente:

WACC Período de Proyección **11,39%**

Obsérvese, con relación al WACC de la "ESE BELLOSALUD", que al igual del sector de la salud pública en Colombia, es bajo ya que se enfrenta a los requerimientos de recursos que son mayores de los que se dispone, nos enfrentamos a un reto del modelo económico en los que el Estado administra los recursos limitados, en consecuencia por

ley estamos obligados a la generación de bienestar humano siendo la salud impuesta en su condición fundamental de atención, así, el precio que tenemos que pagar es el costo de capital.

De otra parte, el aumento de los gastos de la salud, los cuales son superiores al crecimiento económico; el endeudamiento en salud y la elevada presión fiscal, los requerimientos de infraestructura, dotación y tecnología, además del envejecimiento poblacional, cambios en el perfil epidemiológico, hacen que el negocio de la salud retome y asuma estos costos como rentabilidad social leccionando ostensiblemente la parte financiera de las Empresas Sociales del Estado.

6.3.9. Análisis de valor proyectado

El valor agregado se sintetiza en el sector de la salud, más que un condicionamiento a los logros obtenidos de la salud o disminución de la mortalidad y morbilidad, que a la recomposición del capital financiero, pero resumido en su eficiencia, en última instancia el enlace entre la economía y la salud, esta dado por la salud en un componente esencial del bienestar social; estableciéndose entonces unos resultados sociales de valor para revelar la evidencia de una gestión financiera y poder obtener un beneficio.

En los resultados económicos se considera el valor económico agregado (EVA), cuyo significado determina resultados con respecto a los excedentes, si son suficientes para cubrir para cubrir el costo de capital empleado en la generación de estos excedentes, o sea, si se genero valor en determinado periodo de tiempo. En Bellosalud de acuerdo a su formulación, se determino a partir del capital de trabajo operacional, que sumados a los activos fijos operacionales, sin tener en cuenta las valorizaciones constituyen el capital operacional y financiero.

Constituyéndose finalmente el Valor Económico Agregado, que resulta de multiplicar el spread de rentabilidad (rentabilidad del capital invertido inicial menos el Wacc del periodo) por el Capital Operacional Invertido Inicial.

Se observa que la empresa no agrega valor económico en los años de la proyección.

Hemos considerado, los analistas en evaluar el valor económico agregado de la entidad, por cuanto la evaluación del desempeño de la organización lo amerita financieramente. Si bien esto significa una ruptura de la tendencia económica para la supervivencia y sostenibilidad, se requiere de avanzar y plantear decisiones de crecimiento e inversión sin descuidar la rentabilidad y la creación de valor para la sociedad en el logro del bienestar social de la salud.

En resumen:

Tabla 19. Calculo del Capital de trabajo operacional proyectado.

Años de Proyección	2010py	2011py	2012py	2013py	2014py	2015py
Capital de Trabajo Operacional	(1.418.551)	(1.044.298)	(379.421)	265.200	164.544	699.554
Activos Fijos Operacionales	7.595.299	7.218.321	6.812.211	6.310.267	5.782.489	5.266.078
Valorizaciones	0	0	0	0	0	0
Total Capital Operacional	6.176.748	6.174.023	6.432.790	6.575.466	5.947.034	5.965.632
Financiero						
Institucional Social	6.176.748	6.174.023	6.432.790	6.575.466	5.947.034	5.965.632
Total Financiero	6.176.748	6.174.023	6.432.790	6.575.466	5.947.034	5.965.632
Tasa Crecimiento Capital Invertido	3,59%	-0,04%	4,19%	2,22%	-9,56%	0,31%
RENODI	84.689	(131.998)	129.492	13.403	(68.645)	(119.214)
Capital Operacional Invertido Inicial	5.962.785	6.176.748	6.174.023	6.432.790	6.575.466	5.947.034
Rentabilidad del Capital Invertido	1,42%	-2,14%	2,10%	0,21%	-1,04%	-2,00%
WACC	9,17%	10,72%	12,19%	13,61%	14,87%	15,74%
Spread de Rentabilidad	-7,75%	-12,86%	-10,09%	-13,40%	-15,92%	-17,74%
Valor Económico Agregado	(462.082)	(794.151)	(623.046)	(561.992)	(1.046.551)	(1.055.277)
RENODI	84.689	(131.998)	129.492	13.403	(68.645)	(119.214)
Egresos Financieros Netos	0	0	0	0	0	0
Utilidad Neta Proyectada Cifras en miles de pesos	84.689	(131.998)	129.492	13.403	(68.645)	(119.214)

6.3.10. Valoración

6.3.10.1. Determinación del valor presente del flujo de caja libre proyectado de la ESE BELLOSALUD.

El método de flujo de caja descontado se fundamenta en medir la capacidad de la empresa para generar liquidez en el futuro, la parte compleja está en la estimación, supuestos y operatividad para poder hacer una buena proyección de los flujos de caja y calcular la tasa de descuento (WACC).

Se encontró el valor presente del flujo de caja libre operativo (FCLO), que es el flujo de fondos generado por las operaciones ósea el efectivo disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de inversión en activos y las necesidades operativas o variación del capital de trabajo, que para nuestro caso corresponde a flujos de los años 2010 al 2015 periodo relevante, descontados a un costo de capital que para el año base se calcula en un 5,82% efectivo anual, cuya tendencia tiende a crecer levemente para los años subsiguientes.

En resumen:

Tabla 20. Determinación del valor presente del flujo de caja libre proyectado de la ESE BELLOSALUD.

VPN del FCL @ WACC Ponderado	**$**	**555.071**
VPN del FCL @ WACC c/Período	**$**	**574.458**
Valor Terminal (WACC Ponderado)	$	1.690.563
VPN del Valor Terminal @ WACC Ponderado		**985.833**
Valor Terminal (WACC c/Período)	$	1.223.332
VPN del Valor Terminal @ WACC c/Período	**$**	**691.263,97**
Valor de la Operación @ WACC Ponderado	$	1.540.904
Valor de la Operación @ WACC c/Período	$	1.265.722
- Pasivos Financieros		**$ 0**
Valor de la Empresa @ WACC Ponderado	**$**	**1.540.904**
Valor de la Empresa @ WACC c/Período	**$**	**1.265.722**

Con las proyecciones y estimaciones realizadas se obtuvo el valor de la ESE BELLOSALUD mediante la metodología del flujo de caja libre descontado, el valor resultante fue de $ 1.265.722.000, que según la metodología de valoración por flujo de caja libre descontado, sería el valor base de la empresa sin deuda.

CONCLUSIONES.

En la economía moderna es fundamental el proceso de valoración de empresas, por cuanto la dinámica empresarial requiere permanentemente considerar su crecimiento, rentabilidad y riesgo, para la toma de decisiones acertadas dentro de su entorno socio-económico.

El método más apropiado y utilizado para valorar una empresa es el basado en el descuento de los flujos de fondos futuros, ya que encamina la capacidad para generar flujos de efectivo futuros para sus propietarios.

El proceso de valoración de empresas se ha materializado en una importante herramienta de planificación y gestión de las empresas, que consiste en la recolección, verificación, depuración y análisis de la información disponible de la empresa, mediante un trabajo riguroso que requiere de tiempo y conocimiento de la empresa para sus analistas.

Este proceso de valoración, en consideración a los elementos subjetivos que se involucran para su desarrollo adquieren una tendencia de complejidad dificultando el proceso, por lo que se debe contar con la veracidad de la información y las proyecciones, además de un grupo de analistas profesionales con conocimientos y experiencia sobre el tema, la empresa y la situación real del sector donde opera la empresa.

El método del flujo de caja libre descontado resulta ser el de más alto grado de confiabilidad en la práctica y el medio, es el más utilizado, pues basa su operatividad en la capacidad de generar ingresos futuros por la empresa, independiente del valor de los activos que posea para su generación, integrando las variables más importantes que inciden en los resultados de la empresa.

La parte más trascendental de una valoración son los supuestos o pronósticos que se utilizan; los supuestos o pronósticos deben estar debidamente estudiados y evidenciados,

deben ser producto de un estudio conjunto de las políticas de la empresa, en corto, mediano y largo plazo, teniendo en cuenta, la evolución histórica de las variables y otros factores delimitados que se puedan predecir; el conocimiento del tema por parte del analista evaluador, al igual que el contexto de la empresa, del sector y la coyuntura económica, son fundamentales para el logro del éxito de una acertada y objetiva valoración.

De otra parte, Bellosalud es una empresa del sector público de la salud, donde su fuente de ingresos está determinada por los ingresos del sistema general de participaciones en un 95,12%, su historial en el rubro de excedentes del ejercicio para el año 2008, año de la fusión, presenta una pérdida del orden $ 4.395.700 millones, se convierte entonces la valoración de la empresa en un indicador de gestión y medición de sus directivos para los años venideros.

Al proyectar el flujo de caja libre operativo de la empresa, se proyectan algunos indicadores de rentabilidad, los cuales pueden traerse como objetivos en cada período de análisis, de hecho sirven de base para tomar correctivos de acuerdo a los efectos arrojados cuando sea necesario, además de causar acciones que generen resultados positivos en la toma de decisiones.

Los inductores de valor son los que tienen que ver con el efecto sobre la estructura de caja de la empresa, dadas las características de Bellosalud como Empresa Social del Estado, un plan de gestión de los diferentes inductores de valor, generará un efectivo control con resultados muy positivos. La mejor forma de la obtención de estos resultados es mediante la aplicación en la práctica de los conceptos de gerencia de valor.

El gran aporte del establecimiento de la gerencia basada en valor para el tema de valoración, es la medición del desempeño financiero y de gestión organizacional y en especial la evaluación de la dirección, sobre todo en las inversiones de largo plazo.

La tasa de descuento WACC identificada en un 11,39%, observa su influencia en el valor de la empresa. Si la valoración se ajusta exclusivamente en las proyecciones y el modelo

financiero como tal, y no se le da relevancia y soporte a la tasa WACC, basarse en métodos aceptados universalmente como el CAPM, sirve como sustentación de la tasa.

El EVA en la búsqueda de mejorar y/o mantener el valor de la empresa hace que la organización centre en conjunto que la realización de sus actividades se realicen de forma eficiente y económica. En esta búsqueda se deben establecer, planteamientos sobre los métodos de evaluación, es decir, debe implementar la gerencia de valor, por cuanto la empresa destruye valor financiero debido a sus características de Empresa Social del Estado.

En respuesta al objetivo General, para la ESE “BELLOSALUD” el EVA se mantiene constante en la destrucción de valor, se presenta esta situación por el resultado obtenidos en los periodos de la valoración en sus utilidades, que apenas si alcanzan resultados positivos leves en los años 2010, 2012 y 2013, para los años 2011, 2014 y 2015 generan perdidas, comparativamente a la inversión de capital que tuvo crecimientos relativamente estables durante los periodos, información que puede verificarse en los estados de resultados y la valoración por EVA, el panorama entonces no es alentador por cuanto la empresa no es rentable y el costo de capital es mayor, de tal forma entonces, que se requiere seguir avanzando en las decisiones de crecimiento e inversión sin descuidar la rentabilidad y la creación de valor económico.

A pesar de la destrucción de valor, los resultados no son catastróficos para la ESE “BELLOSALUD”, considerando su fusión en el año 2008 y sus resultados en el año 2009, cabe resaltar además, del apoyo institucional y económico que está presente en las decisiones tomadas por el ente territorial.

Este trabajo de investigación, además de obtener como resultado el valor actual de la empresa, permite su permanente actualización por cuanto está apoyado en archivos de Excel, lo que se convierte en una buena herramienta financiera para Bellosalud, ya que de forma rápida podrán analizarse los resultados de cada período y compararse con los objetivos propuestos.

El método de valoración tiene como función el descuento a valor presente de los flujos de caja obtenidos en las proyecciones financieras bajo diferentes escenarios. Este valor presente es mostrado en cada uno de sus componentes: valor presente del flujo de caja operativo, valor presente del valor terminal o valor de liquidación. El valor patrimonial de la empresa es el resultado de restar a este último valor presente, el valor presente de la deuda.

La ESE Bellosalud, es una empresa con una buena perspectiva de crecimiento en el corto plazo, la cual debe ser aprovechada al máximo para lograr así unos flujos de caja futuros que garanticen la sostenibilidad y viabilidad financiera, además de un mayor valor de la empresa financieramente y la prestación de su servicio en un enfoque social de bienestar para los usuarios.

El mejor mecanismo de control en este tipo de empresas estatales, es utilizar, para valuar, este tipo de inversión es estimar el flujo de fondos futuros. Es decir, estimar de la forma más precisa posible cuales van a ser los ingresos y egresos de fondos que va a dar el negocio en los próximos años. De modo genérico, un negocio cuyo repago (recupero de la inversión) tarda no más de 10 años es bastante razonable, si tardara más a priori sería bastante cara la inversión. Por último se deberá tener en cuenta que en este tipo de empresas sociales del estado y más en salud no deben generar grandes excedentes; mucho más importante es la valoración de la empresa, como herramienta de control ante el deterioro financiero de este tipo de empresas.

Cuando hablamos de VALORACIÓN, hablamos de VALOR DE MERCADO bajo las hipótesis de explotación de negocio actuales, pero en este caso el fin social de que somos objeto no permite el enriquecimiento pero si permite el sostenimiento como fuente de su razón social y la valoración es un método para lograr el equilibrio y el control de estas entidades que por sus características propias son difíciles de sostener.

RECOMENDACIONES

Con los resultados obtenidos en la valoración, BELLOSALUD debe procurar fortalecer su crecimiento, rentabilidad y su enfoque a la gerencia de valor, encaminados a generar unos efectos mayores orientando sus políticas a ser más eficientes en el manejo de sus recursos y buscando reducir sus costos sin alterar su calidad en la prestación de sus servicios.

Mantener la política de austeridad del gasto, no adquisición de activos en lo posible, un plan de compras institucional de acuerdo a los requerimientos, mejoramiento de los procesos operativos; estas disminuciones respecto a los ingresos y a la generación de efectivo de la empresa permiten obtener una rentabilidad superior.

En cuanto a su parte operativa, Bellosalud viene de un proceso de fusión en el que cuenta actualmente en su planta de cargos con 290 funcionarios, de los cuales 34 son administrativos y 256 en asistenciales, de estos 28 funcionarios asistenciales (25 médicos), se encuentran en el régimen retroactivo de ley 50 de 1990, lo que incrementa sus gastos operativos período a período, de tal forma que la alta dirección deberá plantear políticas precisas de negociación y concertación en este tema.

Deberá entonces acelerar la reestructuración de su planta de personal y encontrar más alternativas que le permitan mejorar sus flujos de efectivo y aumentar su valor, referenciando en el análisis las operaciones que son determinantes o están contribuyendo en la destrucción de valor.

Se debe hacer un gran esfuerzo en las relaciones con empleados, usuarios y proveedores y así llegar juntos a resultados adecuados, inductores estos que aumentarían ostensiblemente la generación de valor.

La entidad debe encauzarse en evaluar políticas de cartera cuya rotación es de 46 para el año 2009 y se sitúan en las proyecciones en 50 días, que frente a los proveedores se

sitúan en 73 para el año 2009 y 75 días en las proyecciones, con el fin de lograr mejores descuentos con los proveedores debe mejorar el pago oportuno y reducir el número de días, esta será una propuesta válida para obtener mejores precios por pronto pago.

Para la ESE Bellosalud, las principales variables inductoras de valor son los ingresos operacionales, los costos operacionales y los gastos administrativos, es por ello que se hace necesario ejercer un estricto control sobre cada uno de ellos, con el fin de obtener mejores efecto en los resultados.

Según el análisis del estado de resultados de la ESE Bellosalud, se puede concluir que los ingresos no operacionales son los que están contribuyendo a mejorar los excedentes netos, por lo tanto se recomienda poner más cuidado en la parte operacional.

Además de los escenarios analizados en las proyecciones en esta valoración, es recomendable el análisis y la actualización en cada período de los distintos niveles de actividad, los cuales podrían arrojar resultados superiores a los obtenidos en la proyección, ya que las condiciones de la empresa, del medio o las variables pueden cambiar.

La empresa tiene fortalezas que debe tratar de aprovechar al máximo, estas fortalezas son por ejemplo, ser un hospital de primer nivel de atención para una población de aproximadamente 405.000 habitantes, con un total de nueve sedes de atención y la prestación de servicios de salud, la recomendación es que aproveche el posicionamiento que ha ido ganando y se siga fortaleciendo en su área de influencia.

BIBLIOGRAFIA

1. Alcaldía de Bello. Pre diagnostico de las empresas sociales del estado del Orden Municipal del Municipio de Bello. Bello (Antioquia); 2008.

2. Vèlez I. El pensamiento sistémico y la creación de valor en la organización. [Sitio en internet]. Disponible en: http://sabanet.unisabana.edu.co/postgrados/finanzas_negocios/Ciclo_III/estrategia/2%20Creaci%C3%B3n%20de%20%20Valor%20y%20Pensamiento%20Sist%C3%A9mico.pdf Consulta: Octubre/3 de 2009.

3. Blogs G. La Valoracion Financiera de la empresa. [Sitio en internet]. Disponible en: http://valoracion-de-empresas.blogspot.com/2008/11/la-valoracion-financiera-de-la-empresa.html Consulta: Noviembre/7 de 2009.

4. García La Meca E, Martínez Conesa I, Laffarga Briines j. Normas Internacionales de Valorización: La opinión de los prfesionales en España. [Sitio en internet]. Disponible en: http://www.lacve.com/recursos_simposio/Garc%EDa-MArt%EDnez-Laffarga.pdf Consulta: Septiembre/9 de 2009.

5. Fernandez P. Valoracion de Empresas. 3ª ed. Barcelona, España: Gestion 2000; 2004.

6. Immanuel Brugger, Samuel Jacob. Valoracion de Empresas. [Sitio en internet]. Disponible en: http://www.monografias.com/trabajos29/valoracion-empresas/valoracion-empresas.shtml Consulta: Junio/20 de 2009.

7. Garcia OL. Gerencia del valor, valoración de empresas y EVA. 1ª ed. Bogota, Colombia: McGraw Hill; 2005.

8. Garcia OL. Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones. 4ª ed. Mexico: Mc Graw Hill; 2005.

9. Alcaldia de Bello. Plan de Desarrollo 2008-2011 "Por el Bello que queremos". 2008ª ed. Bello: Tipografia Dinamica; 2008.

10. Acuña Gustavo EVA Valor Económico Agregado. [Sitio en internet]. Disponible en: http://www.gestiopolis.com Consulta: Enero/25 de 2010.

11. Cuervo García, Álvaro. Análisis y Planificación Financiera de la Empresa. 1ª ed. Madrid, España: Citivas Ediciones; 1994.

12. Galindo Lucas, Alfonso. Fundamentos de Valoración de Empresas. 4ª ed. España: McGraw Hill. [Sitio en internet]. Disponible en: http://www.eumed.net/libros/2005/agl/index.htm. Consulta: Octubre/22 de 2009.

13. Van Horne, James. Administración Financiera. 3ª ed. México: Prentice Hall Hispanoamericano S.A; 1999.

14. Vélez, Ignacio; Dávila, Ricardo. Análisis y Planeación Financieros. [Sitio en internet]. Disponible en: http://www.javeriana.edu.co/decisiones/analfin/capitulo_5.pdf. Consulta: Septiembre/25 de 2009.

15. Mascareñas, Juan. Metodología de la Valoración de Empresas por Internet. [Sitio en internet]. Disponible en: http://www.ucm.es/info/jmas/temas/puntocom.pdf. Consulta: Julio/27 de 2009.

16. Valero Huertas, Gloria; Agudelo Aguirre, Alberto. Valoración de la Empresa Segurity Ltda baja métodos económicos y financieros. [Sitio en internet]. Disponible en: http://www.bdigital.unal.edu.co/1231/ Consulta: Septiembre/25 de 2009.

17. Fernández, Pablo. Valoración de Empresa. 3ª ed. Barcelona, España: Gestión 2000; 2002.

18. Congreso de la Republica, Colombia. Acto legislativo 4 de 2007. [Sitio en internet]. Disponible en: http://www.minproteccionsocial.gov.co/vbecontent/library/documents/DocNewsNo17745DocumentNo9936.PDF. Consulta: Noviembre 27 de 2009.

19. Rappaport, Alfred. Creación de Valor para el accionista-Una guía para inversores y directivos. 2ª ed. Bilbao: Ed. Deusto; 1998.

20. Héctor Luchessa Héctor; Podestá Castro, Jaime. Diagnostico y evaluación sistemática de los problemas de la empresa. Ed. Macchi S.A. 1973, Córdoba 2015. Buenos Aires.

21. Llano Uribe, Sergio; Medina Arango, Óscar. Valoración de Empresas. Centro de Educación Continua, Universidad EAFIT. Departamento de Finanzas: Octubre/2009.