

**VALORACIÓN DE EMPRESA POR EL MÉTODO FLUJOS DE CAJA
DESCONTADOS PARA UNA CLÍNICA ESPECIALIZADA EN OFTALMOLOGÍA**

**LILIANA GIRALDO SUÁREZ
LUZ AMPARO ARBELÁEZ NIETO**

**UNIVERSIDAD DE MEDELLÍN
FACULTAD DE INGENIERÍA
ESPECIALIZACIÓN EN GESTIÓN FINANCIERA EMPRESARIAL
COHORTE 40
MEDELLÍN
2012**

**VALORACIÓN DE EMPRESA POR EL MÉTODO FLUJOS DE CAJA
DESCONTADOS PARA UNA CLÍNICA ESPECIALIZADA EN OFTALMOLOGÍA**

**LILIANA GIRALDO SUÁREZ
LUZ AMPARO ARBELÁEZ NIETO**

**Trabajo de grado para optar al título de
Especialista en Gestión Financiera Empresarial**

**Asesor Metodológico
FELIPE ISAZA CUERVO
M. Sc**

**Asesor Temático
MAURICIO MAYA OSORIO
Especialista en Ingeniería Financiera**

**UNIVERSIDAD DE MEDELLÍN
FACULTAD DE INGENIERÍA
ESPECIALIZACIÓN EN GESTIÓN FINANCIERA EMPRESARIAL
COHORTE 40
MEDELLÍN
2012**

TABLA DE CONTENIDO

	Pag.
RESUMEN.....	8
ABSTRACT.....	9
INTRODUCCIÓN.....	10
1. OBJETIVOS.....	11
1.1 OBJETIVO GENERAL.....	11
1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	11
2. MARCO TEÓRICO.....	12
2.1 OBJETIVO DE LA VALORACIÓN.....	12
2.2 OBJETIVO BÁSICO FINANCIERO.....	12
2.3 ESTADOS FINANCIEROS.....	13
2.3.1 Balance general.....	13
2.3.2 Estado de resultados.....	13
2.3.3 Análisis financiero.....	13
2.3.4 Análisis Vertical.....	14
2.3.5 Análisis horizontal.....	14
2.4 INDUCTORES DE VALOR.....	14
2.4.1 Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO).....	15
2.4.2 Productividad de capital de trabajo.....	15
2.4.3 (EBITDA).....	16
2.4.4 Palanca de Crecimiento (PDC).....	17
2.4.5 CAPEX.....	18
2.5 RENTABILIDAD.....	18
2.5.1 Rentabilidad del activo.....	18
2.5.2 Rentabilidad del patrimonio.....	18
2.5.3 Costo Promedio Ponderado de Capital (CCPC).....	19

2.6 FLUJO DE CAJA	20
2.6.1 Flujos de tesorería.	20
2.6.2 Flujo de caja libre.....	20
2.6.3 Flujo de caja del accionista.....	21
2.6.4 Flujo de caja descontado.....	21
2.7 HORIZONTES DE TIEMPO.....	22
2.7.1 Periodo relevante.....	22
2.7.2 Periodo de continuidad.. ..	22
2.7.3 Gradiente geométrico.. ..	22
3. DIAGNOSTICO FINANCIERO.....	23
3.1 ANÁLISIS MACRO Y MICRO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS.....	23
3.1.1 Balance General Clínica Oftalmológica.....	24
3.1.1.1 Composición del activo.	26
3.1.1.2 Activos fijos no operacionales.....	27
3.1.1.3 Composición del activo corriente.. ..	27
3.1.1.4 Financiación del activo.	28
3.1.1.5 Composición del pasivo corriente.	29
3.1.1.6 Composición del patrimonio.....	30
3.1.2 Estado de resultados.. ..	31
3.1.2.1 Márgenes.	33
3.1.2.2 Indicadores de posición.. ..	33
3.1.3 Gerencia del valor.....	34
3.1.3.1 productividades del activo.	34
3.1.3.2 Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO).	34
3.1.3.3 Productividad del capital de trabajo neto operativo - PKT.	35
3.1.3.4 EBITDA.....	35
3.1.3.5 Palanca de crecimiento – PDC.	36
3.1.3.6 Flujos de caja.....	36
4. POLÍTICAS ESTRATÉGICAS.....	38
4.1 INDICADORES ECONÓMICOS	38

4.1.1 Crecimiento en ventas..	38
4.1.2 Costo de ventas y gastos de administración.....	39
4.1.3 Inventarios, cartera, proveedores y honorarios médicos.....	39
4.1.4 Estado de resultados proyectados.....	40
4.1.5 Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO). .	41
4.1.6 Inversión en activos fijos operacionales (CAPEX).....	42
4.1.7 Flujo de caja libre.....	42
4.1.8 Costo promedio ponderado capital..	43
5. VALORACIÓN CLÍNICA OFTALMOLÓGICA.....	45
6. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD	46
7. CONCLUSIONES	47
8. RECOMENDACIONES.....	48
BIBLIOGRAFÍA.....	49
CIBERGRAFÍA	49

LISTA DE TABLAS

	Pag.
Tabla 1. Capital de Trabajo Neto Operativo.....	15
Tabla 2. Balance General	25
Tabla 3. Activos Fijos no Operacionales.....	27
Tabla 4. Estado de Resultados (expresado en miles de pesos).	32
Tabla. 5 Márgenes.	33
Tabla 6. Indicadores de Posición.....	33
Tabla 7. Productividades del Activo.	34
Tabla 8. Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO).	35
Tabla 9. Productividad del Capital de Trabajo Neto Operativo - PKT.	35
Tabla 10. Ebitda.....	36
Tabla 11. Palanca de crecimiento – PDC.	36
Tabla 12. Flujos de caja.....	37
Tabla 13. Indicadores Económicos.....	38
Tabla 14. Crecimiento en Ventas.....	39
Tabla 15. Incremento costos ventas y gastos de administración.....	39
Tabla 16. Inventarios, cartera, proveedores y honorarios médicos.	40
Tabla 17. Estado de Resultados Proyectados.	41
Tabla 18. Capital de Trabajo Neto Operativo.....	42
Tabla 19. Inversión en Activos Fijos Operacionales.	42
Tabla 20. Flujo de Caja Libre.....	43
Tabla 21. Costo Promedio Ponderado.....	44
Tabla 22. Valoración de la Clínica Oftalmóloga.....	45

LISTA DE GRÁFICAS

	Pag.
Gráfica 1. Balance General.....	26
Gráfica 2. Composición del Activo.	27
Gráfica 3. Composición del Activo Corriente.	28
Gráfica 4. Financiación del Activo.....	29
Gráfica 5. Composición del Pasivo Corriente.	30
Gráfica 6. Composición del Patrimonio.....	31
Gráfica 7. Estado de Resultados.	32

RESUMEN

Título del Trabajo: VALORACIÓN DE EMPRESA POR EL MÉTODO FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS PARA UNA CLÍNICA ESPECIALIZADA EN OFTALMOLOGÍA

Autores:

LILIANA GIRALDO SUÁREZ MORENO
LUZ AMPARO ARBELÁEZ NIETO

Título otorgado: ESPECIALISTA EN GESTIÓN FINANCIERA EMPRESARIAL

Asesores del Trabajo:

- **Asesor Metodológico:** FELIPE ISAZA CUERVO.
- **Asesor Temático:** MAURICIO MAYA OSORIO

Programa de donde egresa: ESPECIALIZACIÓN EN GESTIÓN FINANCIERA EMPRESARIAL

Ciudad: MEDELLÍN

Año: 2012

Este trabajo de investigación busca aportar a la Clínica Oftalmológica una herramienta que permita conocer el valor de la clínica para los accionistas en los próximos cinco años, mediante el método de Flujo de Caja Libre.

El método más utilizado para valoración de empresas es el de “FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS”, puesto que revela la capacidad de una empresa para generar flujos de caja futuro para los accionistas.

Para ello se tomarán Estados Financieros históricos por cinco años, y se proyectarán por otro periodo igual, para ello se tendrán en cuenta variables macroeconómicas que afectan el entorno de la economía como son IGBC, DTF, Inflación y políticas estratégicas por parte de la Gerencia de la Clínica.

La Valoración por Flujo de Caja Libres se realizará en Excel de una forma muy amigable, permitiendo actualizar la información en cualquier momento y así poder hacer un seguimiento a las proyecciones.

En los últimos cinco años, la Clínica ha realizado inversiones en activos no operacionales (propiedad raíz), obteniendo de éstas únicamente valorizaciones y sin realizar aporte alguno al giro normal de la actividad Oftalmológica.

Palabras Claves: Flujo de Caja libre, valoración de empresas clínica y diagnóstico financiero.

ABSTRACT

Work Title: VALUATION OF COMPANY BY THE DISCOUNTED CASH FLOW METHOD FOR A CLINIC SPECIALIZING IN OPHTHALMOLOGY

Authors:

LILIANA GIRALDO SUÁREZ MORENO
LUZ AMPARO ARBELÁEZ NIETO

Degree Awarded: BUSINESS FINANCIAL MANAGEMENT SPECIALIST

Work advisors:

- Methodological Adviser: FELIPE ISAZA CUERVO
- Thematic Adviser: MAURICIO MAYA OSORIO

Program: SPECIALIZATION IN CORPORATE FINANCIAL MANAGEMENT

City: MEDELLÍN

Year: 2012

This investigation work search to contribute to the Ophthalmology Clinic a tool that let know the clinical value for the shareholders in the next five years by the method of Free Cash Flow.

The method more use for companies' valuation is the "FREE CASH FLOW" because it shows the ability of a company for generates future cash flows for the shareholders.

For this will take historical financial statements for five years and will be screened for other equal period, for this will take in account macroeconomics variables that affect the environment aspects as are IGBC, DTF, Inflation, and strategic policy by the Management of the Clinic.

The valuation by Free Cash Flow will realize in Excel of a form very nice allowing update the information at any time and so can track to the projections.

In the last five years, the Clinic has realized invested in non operational assets (real estate), obtaining only valuations and without making any contribution to normal turn of the activity Ophthalmology.

Keywords: Free cash flow, valuation of clinical enterprises and financial diagnosis.

INTRODUCCIÓN

Se elabora este trabajo como requisito parcial de la especialización en Gestión Financiera Empresarial, cohorte 40.

La clínica se valora por el método de FLUJO DE CAJA DESCONTADOS, debido a la necesidad de dar a conocer a los socios el valor de la clínica y su estabilidad económica futura, ya que es la primera valoración realizada a esta entidad, y por la gran importancia de valorar las empresas, por cuanto la dinámica empresarial requiere constantemente evaluar el crecimiento, la rentabilidad y el riesgo, para una asertiva toma de decisiones, analizando la evolución histórica económica y proyectando índices del entorno económico, se tienen en cuenta políticas gerenciales de la Clínica Oftalmológica a corto, mediano y largo plazo, para obtener resultados óptimos de la valoración y así maximizar constantemente la riqueza de los socios.

1. OBJETIVOS

1.1 OBJETIVO GENERAL

Valorar la Clínica Oftalmológica sin los activos fijos no operacionales, usando el método de FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS.

1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Realizar un diagnóstico de los últimos cinco años, para obtener el estado financiero de la Clínica Oftalmológica.
- Aplicar el método de FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS proyectados, a cinco años, para obtener el valor real de la empresa.

2. MARCO TEÓRICO

2.1 OBJETIVO DE LA VALORACIÓN

Desde el punto de vista empresarial este trabajo se justifica altamente dado que los socios, desconocen el valor de dicha entidad, surgiendo la necesidad de valorar la clínica sin los activos fijos no operacionales, por el método de "FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS" y demostrar que el servicio sea sostenible, de tal modo que pueda probar su permanencia en el tiempo.

Permite a los participantes repasar y aplicar los conceptos relacionados con la temática de valoración de empresas visto en las asignaturas (evaluación de proyectos, matemáticas financieras, diagnóstico financiero, finanzas corporativas y valoración de empresas), que hacen parte del plan de estudio de la especialización.

2.2 OBJETIVO BÁSICO FINANCIERO

El objetivo básico de la empresa es la maximización del patrimonio de los accionistas¹, en armonía con los objetivos asociados con clientes, trabajadores y demás grupos de interés.

En las empresas que generan valor para los accionistas generalmente hay altos niveles de clima organizacional y altos niveles de satisfacción de clientes.

¹ OSCARLEONGARCIA. [on line] Disponible en:
<http://www.oscarleongarcia.com/capitulos/cap1val.pdf>. (Consultado octubre 15 de 2012)

2.3 ESTADOS FINANCIEROS

Son informes periódicamente preparados cuya responsabilidad recae sobre los administradores de las compañías, y tienen como objetivo suministrar información financiera a diferentes grupos de interés como gerentes, accionistas, inversionistas, acreedores, proveedores, entes de control, quienes están interesados en conocer los resultados operacionales y la situación económica y financiera de la compañía.

2.3.1 Balance general. Agrupa todo lo que tiene una compañía, lo que debe, lo que tiene y lo que realmente le pertenece a los dueños.

Al elaborar el balance general el empresario obtiene la información valiosa sobre su negocio, como el estado de sus deudas, lo que debe cobrar o la disponibilidad de dinero en el momento o en un futuro².

2.3.2 Estado de resultados. Representa la utilidad o pérdida entre los ingresos, costos y gastos operacionales y no operacionales de un periodo determinado, normalmente de un año³.

2.3.3 Análisis financiero. Es necesario interpretar y analizar la información financiera para poder entender el origen y comportamiento de los recursos. Cada rubro de los estados financieros tiene un significado y un efecto dentro de la estructura contable y financiera de la compañía. Con un análisis financiero se puede obtener un diagnóstico actual y partiendo de ellos se puede proyectar soluciones, plantear estrategias dirigidas a aprovechar los recursos y fortalecer las debilidades de la compañía.

² ESTUPIÑAN GAITAN, Rodrigo; ESTUPIÑAN GAITAN, Orlando. Análisis financiero y de gestión. 2ª edición. Ecoe Ediciones, 2006. p. 40.

³ Ibid.

Se dispone entonces de dos herramientas para interpretar y analizar los estados financieros: Análisis Horizontal y análisis vertical, los cuales consisten en determinar proporcionalmente el peso que tiene cada cuenta dentro del estado financiero analizado, permitiendo determinar la composición y estructura de los estados financieros.

2.3.4 Análisis Vertical. Es de suma importancia en el momento de establecer si una empresa tiene una equitativa distribución de los activos y según las necesidades financieras y operativas.

Consiste en determinar la participación relativa de cada rubro de los estados financiero sobre una categoría común que los agrupa⁴.

El objetivo del análisis vertical es determinar que tanto representa cada cuenta del activo dentro del total del activo.

2.3.5 Análisis horizontal. Permite establecer tendencias de los distintos rubros del balance y del estado de resultados estableciendo comparaciones contra un año determinado⁵.

Determina las variaciones que haya sufrido cada partida de los estados financieros en un periodo con respecto a otro, se debe investigar las posibles causas que originaron estas variaciones y cuáles serían las consecuencias, posibilita realizar nuevas proyecciones y fijar otras metas.

2.4 INDUCTORES DE VALOR

Sirven para establecer procesos o estrategias, metas tendientes a la generación o cumplimiento del OBF.

⁴DUMRAUF, Guillermo L. Finanzas Corporativas. Alfaomega, 2006. p. 54.

⁵ Ibid. p. 57

2.4.1 Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO). Para el cálculo del KTNO se tiene en cuenta la suma de cuentas por cobrar, inventarios menos las cuentas por pagar a proveedores de bienes y servicios.

Son los recursos que permiten que las compañías realicen sus operaciones de manera eficaz y eficiente.

La adecuada administración del KTNO permite tener una mayor liquidez y garantiza solvencia económica para el cumplimiento de las deudas a corto plazo con los proveedores de bienes y servicios y con las entidades crediticias, lo que a su vez permite la generación de rentabilidad, para el cumplimiento de las obligaciones con los inversionistas.

Tabla 1. Capital de Trabajo Neto Operativo

Capital de Trabajo Neto Operativo Clínica Oftalmológica
+Cuentas por cobrar
+Inventarios
-Cuentas por pagar proveedores
=KTNO

Fuente: Clínica Oftalmológica.

2.4.2 Productividad de capital de trabajo. Indica por cada peso que vende cuánto dinero requiere una compañía para su capital de trabajo, refleja la eficiencia en el manejo de los recursos, es decir, a mayor eficiencia, menor capital de trabajo se deberá tener para responder a las necesidades de la operación, generando menor presión sobre el flujo de caja en cuanto a la demanda del efectivo.

Las cuentas por cobrar, los inventarios y las cuentas por pagar no deben aumentar en mayor proporción que las ventas, para evitar que el PKT se deteriore.

PKT es un inductor de valor en la medida que mientras menos centavos de KTNO se requiera por cada peso en ventas, cuando la empresa crece su volumen de ventas menores son los requerimientos de capital de trabajo y por lo tanto mayor será la liberación futura de FCL para los beneficiarios de la empresa.⁶

$$\text{PKT} = \frac{\text{KTNO}}{\text{VENTAS}}$$

2.4.3 EARNINGS BEFORE INTEREST, TAXES, DEPRECIATION, AND AMORTIZATION (EBITDA). Son las utilidades operativas antes de depreciaciones, amortizaciones, intereses e impuestos, es decir utilidades en efectivo que tiene la compañía en un periodo y que permite cubrir el pago de impuestos, las inversiones en capital de trabajo, reposición de activos fijos, pago de servicio a la deuda, inversiones estratégicas y reparto de utilidades.

El EBITDA, indica la generación de efectivo en una empresa, entre más alto sea más alto será el flujo de caja.

- Es un indicador operativo relacionando los ingresos operacionales con los costos y gastos, en la medida que el efectivo generado por estos ingresos sean mayor que el efectivo que se destina a cubrir los costos y los gastos, la compañía tendrá mejores perspectivas frente a la generación de valor, un

⁶ GARCIA, Oscar León. Valoración de empresas, Gerencia del valor EVA. p.194.

EBITDA bajito implica que la compañía no puede crecer y no posiblemente no abra reparto de utilidades.

Fórmula:

EBITDA
Utilidad Operacional
+ gastos depreciación
+ gastos amortización
+ gastos impuestos
= EBITDA

MARGEN EBITDA

$$\text{Margen EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{VENTAS}}$$

Es la capacidad de generar efectivo por cada peso en ventas. Cada peso de ingreso se convierte en caja para el pago de impuestos, inversión KTNO y renovación de activos fijos, cubrir el servicio a la deuda y reparto de utilidades.

2.4.4 Palanca de Crecimiento (PDC). Permite determinar que tan atractivo resulta para una compañía su crecimiento en términos de la capacidad de producción máxima, este indicador combina el margen EBITDA con la PKT y su resultado determina que tan apropiado o inapropiado es el crecimiento.

PDC mayor que 1, es favorable para la compañía y el crecimiento genera valor, la empresa crece, libera caja, mejora la liquidez y la posibilidad de cumplir con los compromisos adquiridos.

PDC menor que 1, el crecimiento compromete caja, mientras más crezca demandará más efectivo configurando un desbalance en el flujo de caja, impidiendo que se cumpla adecuadamente con los compromisos de pago de impuestos, servicio a la deuda, reposición de activos fijos y el reparto de utilidades, lo que implica que no es conveniente crecer.

$$\text{PDC} = \frac{\text{Margen EBITDA}}{\text{PKT}}$$

2.4.5 CAPITAL EXPENDITURES (CAPEX). Son inversiones de capital en activo fijos productivos nuevos o para generar valor a uno existente.

2.5 RENTABILIDAD

Es el beneficio que un inversionista espera por el sacrificio económico que realiza comprometiendo fondos en una determinada alternativa. Desde el punto de vista empresarial se definirá como la medida de la productividad de los fondos comprometidos en ella.

2.5.1 Rentabilidad del activo total. Éste es un índice para medir la efectividad de un negocio pues de su análisis puede lograrse una visión amplia de todos los factores que inciden en la obtención de la rentabilidad.

$$\text{ROA} = \text{UAI} / \text{ACTIVOS TOTALES}$$

2.5.2 Rentabilidad del patrimonio. Se conoce como rentabilidad financiera. Es de especial interés para los dueños, bancos y proveedores. El propietario de una empresa compromete unos recursos con el objetivo de que sean rentables a unas tasas iguales o superiores a otras alternativas que podría tener en similares

condiciones en cuanto a flujo de caja, riesgos y otras variables. Esta rentabilidad esperada debe estar acorde con las condiciones del mercado y el deseo real de generar rendimientos sobre un escenario de mayor riesgo que el acreedor, dado que no garantiza un flujo de caja fijo, como si está obligado en los instrumentos de deuda de una empresa.⁷

$$\text{ROI} = \text{UAI} / \text{Patrimonio}$$

2.5.3 Costo Promedio Ponderado de Capital (CCPC). Es la tasa de descuento que se utiliza para descontar los flujos de caja futuros a la hora de valorar un proyecto de inversión.

Si el CCPC es la combinación de los costos de cada uno de los elementos que conforman la estructura de capital de una empresa, es decir, el costo de la deuda o pasivos y el costo del patrimonio de los accionistas, cuando el CCPC es inferior a la rentabilidad sobre el capital invertido por los accionistas se habrá generado un valor económico agregado EVA (Economic Value Added).

Tal y como su propio nombre indica, el CCPC pondera los costos de cada una de las fuentes de capital, independientemente de que éstas sean propias o de terceros, siendo su fórmula la siguiente⁸

$$\text{CCPC} = (\text{We} \times \text{Re}) + (\text{Wd} \times \text{Rd}) \times (1 - \text{T})$$

We = Recursos propios

Re = Costo de los recursos propios

Wd = Recursos de terceros

Rd = Costo de los recursos de terceros

T = Impuestos

⁷CEIPA. [on line] Disponible en: http://www.ceipa.edu.co/m21_gallery/4222.pdf. (Consultado octubre 11 de 2012)

⁸ INFORMACIONALPODER [on line] Disponible en: <http://www.informacionalpoder.com/el-wacc/>. (Consultado noviembre 1º de 2012)

2.6 FLUJO DE CAJA

Es una herramienta que permite concluir acerca del valor que se genera o se destruye en una compañía.

Con los flujos de caja se puede dar cuenta de la posibilidad de la compañía para cumplir sus compromisos incluyendo inversión en KTNO, en CAPEX, servicio a la deuda y reparto de utilidades.

Los flujos de caja confrontan ingresos y egresos de efectivo en un periodo de tiempo, muestra la disponibilidad de efectivo para atender los diferentes compromisos financieros.

Las decisiones tomadas a partir de los estados de resultados pueden ser equivocadas, éstos se originaron de una causación de ingresos y egresos, independiente del movimiento de efectivo, adicional a lo anterior las utilidades se pueden manipular, desde la misma metodología de valoración de inventarios y depreciaciones y capitalización de gastos.

2.6.1 Flujos de tesorería. Entradas y salidas de dinero generadas por un proyecto, inversión o cualquier actividad económica. También es la diferencia entre los cobros y los pagos realizados por una empresa en un período determinado⁹

2.6.2 Flujo de caja libre. Se define como el saldo disponible para pagar a los accionistas y para cubrir el servicio de la deuda (intereses de la deuda + principal

⁹ABANFIN [on line] Disponible en: <http://www.abanfin.com/?tit=flujo-de-caja-o-de-tesoreria-formulario-economico-financiero&name=Manuales&fid=ee0bcaz#Fórmula>. (Consultado noviembre 18 de 2012)

de la deuda) de la empresa, después de descontar las inversiones realizadas en activos fijos y en necesidades operativas de fondos (NOF).¹⁰

FCB
-Incremento KTNO
-Inversión CAPEX
=FCL

2.6.3 Flujo de caja del accionista. Es el flujo que les corresponde a los accionistas de una empresa o proyecto (dueños del patrimonio). Este saldo engloba los aportes realizados por los accionistas, los dividendos o utilidades repartidas y la recompra de acciones de participación, con sus respectivos intereses. Se determina descontando de la utilidad operativa neta, los intereses, impuestos, la amortización de la deuda, la adición de activos netos y sumándola depreciación y/o amortización, según fuera el caso. A diferencia del FCF, agrega el costo de financiamiento de la firma en su estimación. Desde la perspectiva del dueño del patrimonio, los aportes recibidos por la firma son egresos y los dividendos pagados o las participaciones realizadas son ingresos.¹¹

FCL
-Servicio a la deuda
=FCL accionista

2.6.4 Flujo de caja descontado. Los flujos de caja por el método descontado se basan en medir la capacidad de la empresa de generar riqueza futura, se proyecta

¹⁰GERENCIE [on line] Disponible en: <http://www.gerencie.com/flujo-de-caja-libre.html>. (Consultado octubre 22 de 2012)

¹¹SCRIBD [on line] Disponible en: <http://es.scribd.com/doc/56237816/FLUJO-DE-CAJA>. (Consultado noviembre 19 de 2012)

el flujo de caja libre (FCL), descontándolo a la tasa de descuento y restando los pasivos

2.7 HORIZONTES DE TIEMPO

2.7.1 Periodo relevante. Número de años para el cual los flujos de efectivo que se están proyectando son explicables debido a que hay claridad en las estrategias para ese periodo.

2.7.2 Periodo de continuidad. Periodo a partir del cual los flujos de caja continúan creciendo libremente a perpetuidad con un ritmo geométrico y constante..

2.7.3 Gradiente geométrico. Son los incrementos que tendrán los flujos de caja libre hacia el infinito, nacen en el momento de aplicar la estrategia.

3. DIAGNOSTICO FINANCIERO

3.1 ANÁLISIS MACRO Y MICRO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

En 2008 la clínica obtuvo un buen contrato con la nueva EPS incrementando las cirugías optimizando de esta forma los tres quirófanos, afectando positivamente los estados financieros hasta finales del 2010, en noviembre 2010 se recibió una visita de la dirección seccional de salud recomendado seguir la normatividad de las áreas y especificaciones quirúrgicas, lo que dio lugar al cierre parcial de los tres quirófanos para construir sala de preparación y recuperación y dejar solo dos quirófanos, por los meses de noviembre y diciembre del 2010, enero, febrero y marzo del 2011, situación que repercutió notoriamente de una forma negativa en los estados financieros por los años 2010 y 2011. En los tres primeros meses de cada año se cristalizan las negociaciones entre las aseguradoras y las clínicas, la clínica Oftalmológica no podía ofrecer servicios hasta no tener terminados el área quirúrgica, por lo tanto la venta de servicios hasta agosto de 2011 se limitó a consulta externa, ayudas diagnósticas. En Agosto 2011, la clínica Oftalmológica contrató con entidades como Comfenalco y Comfama, atendiendo pacientes del Régimen Subsidiado (SISBEN) y Metrosalud, operando estos pacientes en un quirófano de Metrosalud, y es así como en el segundo semestre la Clínica inicia su recuperación económica y comienza a optimizar sus quirófanos. Es preciso aclarar que actualmente la capacidad instalada de los dos quirófanos es al 95% y que en el caso que no se pueda seguir utilizando el quirófano de Metrosalud, se deberá conseguir otro quirófano externo con el fin de conservar sus ingresos.

Para el año 2012 la clínica inicio una construcción de una torre de cinco pisos de los cuales cuatro pisos son destinados para parqueaderos para uso de pacientes y personal de la clínica y un piso para área administrativa, se inició el proyecto crédito bancario mientras se legaliza en contrato con Leasing. Por las crisis que

actualmente atraviesa el sector salud no ha sido fácil la consecución de un leasing, ya que las entidades financieras catalogaron el sector como alto riesgo, pese a los buenos informes presentados por la clínica no ha sido suficiente para los analistas de estas entidades y con el agravante que la cartera que actualmente se tiene con Saludcoop, ha perjudicado notoriamente la aprobación de algún cupo, el sector financiero no logra entender que esta entidad está intervenida por la Superintendencia Nacional de Salud y es algo benéfico para la clínica Oftalmológica porque garantiza que la deuda será cancelada y mas teniendo en cuenta que fue adquirida en el 2012. Realmente las carteras cuestionadas con Saludcoop son las correspondientes hasta el 2011, porque son las que esta entidad pagaría producto de la venta de sus activos no operacionales, mientras que las deudas posteriores las deben de pagar dentro de los plazos contratados.

Durante los años 2008, 2009 y 2010, la Clínica compro un lote en El Poblado y tres casas en laureles, estas últimas se demolieron y actualmente se está construyendo el parqueadero, para efectos del análisis no se tendrán en cuenta estos activos no operacionales.

3.1.1 Balance General Clínica Oftalmológica. El activo total de la clínica tiene un crecimiento entre los años 2007 al 2011, presentando un crecimiento mayor en el año 2012, se observa que los activos son financiados por el patrimonio.

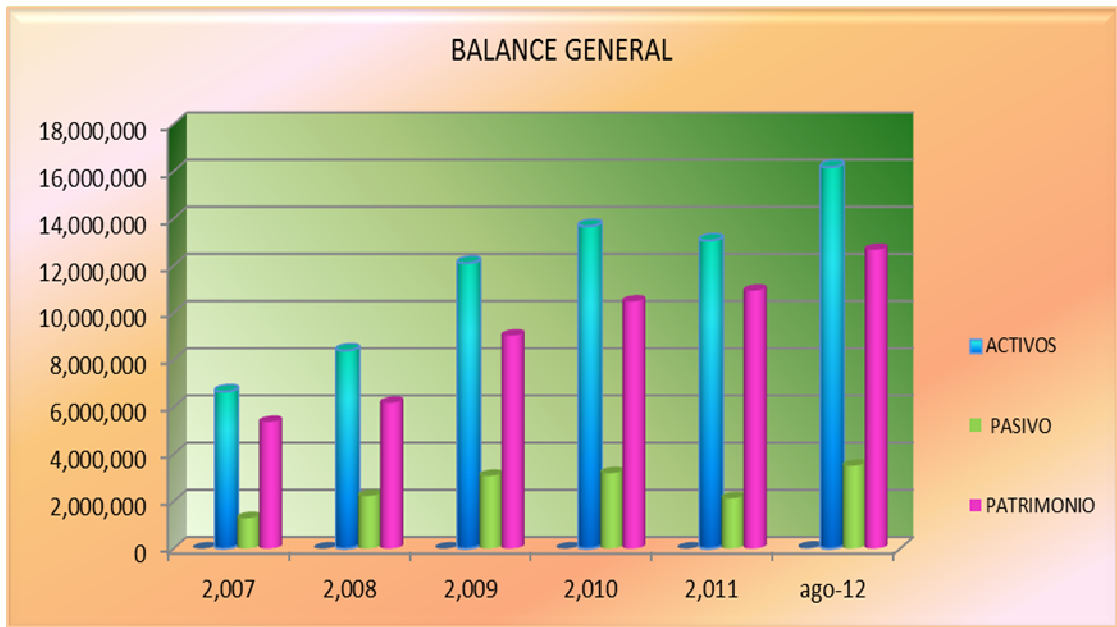
Tabla 2. Balance General

Para el respectivo análisis se tomaron los Balances Generales de los años 2007 hasta Agosto del 2012.

BALANCE GENERAL (expresado en miles de pesos)						
	2007	2008	2009	2010	2011	ago-12
Activo Corriente	3,119,785	3,721,395	5,149,518	5,764,771	5,028,233	8,110,968
Disponible	571,368	417,475	689,231	798,809	939,021	318,090
Inversiones corto plazo	276,127	426,726	104,591	164,706	374,704	301,755
cxo clientes	1,842,899	2,260,581	3,704,103	4,084,190	3,200,000	6,342,824
Provision cartera	(69,068)	(99,665)	(110,665)	(137,375)	(113,281)	(110,451)
anticipo impuestos	262,204	296,293	503,613	701,431	498,239	656,571
otras cuentas por cobrar	7,369	9,771	29,499	29,405	5,181	1,704
cuentas por cobrar no operativa	2,971	1,162	-	3,393	4,060	453,736
Inventarios	225,916	409,050	229,145	120,212	120,309	146,739
Activo Fijo Operacional	3,474,755	3,620,795	3,850,611	4,808,101	4,750,924	4,783,977
propiedad planta y equipo	2,053,583	2,247,722	2,389,191	2,806,281	2,594,074	2,627,127
Valorizaciones	1,421,172	1,373,073	1,461,420	2,001,820	2,156,850	2,156,850
Otros Activos Operacionales	61,076	56,528	42,215	23,916	95,009	69,252
diferidos corto y largo plazo	61,076	56,528	42,215	23,916	95,009	69,252
Otros Activos fijos No Operacionales	-	2,201,854	4,267,170	4,273,238	4,391,198	4,415,706
Total Activos fijos No Operacionales	-	2,201,854	2,201,854	2,201,854	2,201,854	2,226,362
Valorizaciones Activos no operacionales	-	-	2,065,316	2,071,384	2,189,344	2,189,344
TOTAL ACTIVOS	6,655,616	9,600,572	13,309,515	14,870,026	14,265,364	17,379,903
PASIVO	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011	ago-12
Pasivo corto plazo						
Obligaciones Financieras	-	-	271,389	-	-	550,000
Proveedores	574,427	1,037,433	1,180,709	1,207,175	834,576	1,076,136
cuentas por pagar (honorarios)	320,091	680,408	857,313	1,194,827	972,242	1,045,420
impuestos	338,345	447,013	708,524	723,352	251,658	640,198
obligaciones laborales	54,940	63,421	62,853	69,483	71,465	200,203
otros pasivos	-	1,200,000	-	-	-	-
TOTAL PASIVO	1,287,803	3,428,275	3,080,788	3,194,837	2,129,941	3,511,957
PATRIMONIO	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011	ago-12
Capital Social	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	1,200,000
Superavit de Capital	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	137,593
Reservas	1,785,227	2,082,637	3,635,221	4,537,987	6,437,981	7,042,679
Resultados de Ejercicio	1,097,409	1,652,584	2,002,766	1,999,994	375,931	1,132,522
Resultados ejercicios anteriores	-	-	-	-	(0)	-
Revalorizacion de Patrimonio	755,047	755,047	755,047	755,047	666,360	-
Superavit por Valorizaciones	1,430,129	1,382,030	3,535,694	4,082,161	4,355,152	4,355,152
PATRIMONIO	5,367,813	6,172,298	10,228,727	11,675,188	12,135,423	13,867,946
PASIVO MAS PATRIMONIO	6,655,616	9,600,573	13,309,515	14,870,026	14,265,365	17,379,903

Fuente: Clínica Oftalmológica.

Gráfica 1. Balance General.



Fuente: Clínica Oftalmológica

3.1.1.1 Composición del activo. El activo corriente tuvo un crecimiento hasta el año 2010 y para el año 2011 una disminución de 12,78% debido a una disminución en las ventas ocasionado por el cierre parcial de los quirófanos, y para el año 2012 una fuerte recuperación con una participación del 61.31% .

Gráfica 2. Composición del Activo.



Fuente: Clínica Oftalmológica.

3.1.1.2 Activos fijos no operacionales. Se observa como en los años 2008 se adquirió una propiedad raíz en El Poblado y para el año 2012 se demolió la construcción, dejando únicamente un lote.

Tabla 3. Activos Fijos no Operacionales.

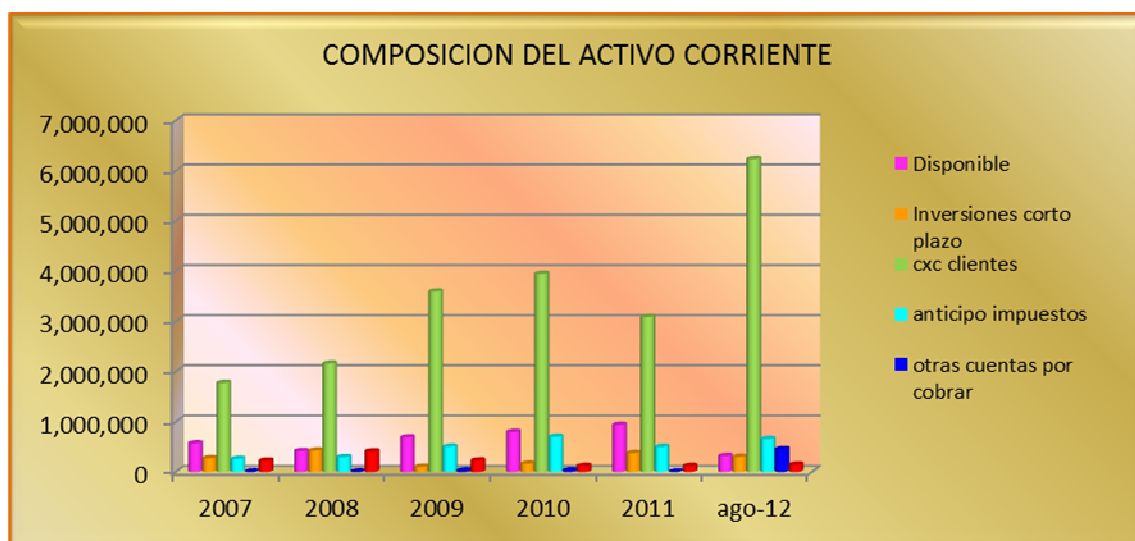
ACIVOS FIJOS NO OPERACIONALES (expresado en miles de pesos)						
	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011	ago-12
Compra activos fijos no operacionales	-	2,201,854	-	-	-	24,508

Fuente: Clínica Oftalmológica

3.1.1.3 Composición del activo corriente. La gráfica muestra que el rubro mas representativo son las cuentas por cobrar con un promedio en el tiempo analizado

de un 65.14%. Para mediados del 2012, entidades como Comfenalco y Comfama no continuaron con el regimen subsidiado trasladando las cuentas por cobrar al Fosyga, hecho que generó una lenta rotacion en la cartera, esperando el respectivo recuado a partir de octubre 2012. Adicional a lo anteriormente dicho, La Nueva EPS con 9% de participacion en la cartera, realizó una conciliacion en la que se llegó a un acuerdo de pagos de 50% para agosto y 50% en septiembre 2012, retrasandose un mes en dicho acuerdo. Saludcoop representa el 20% de la cartera, es una entidad que está actualmente intervenida por la superintendencia nacional de salud que en cierta medida garantiza el pago de la obligacion.

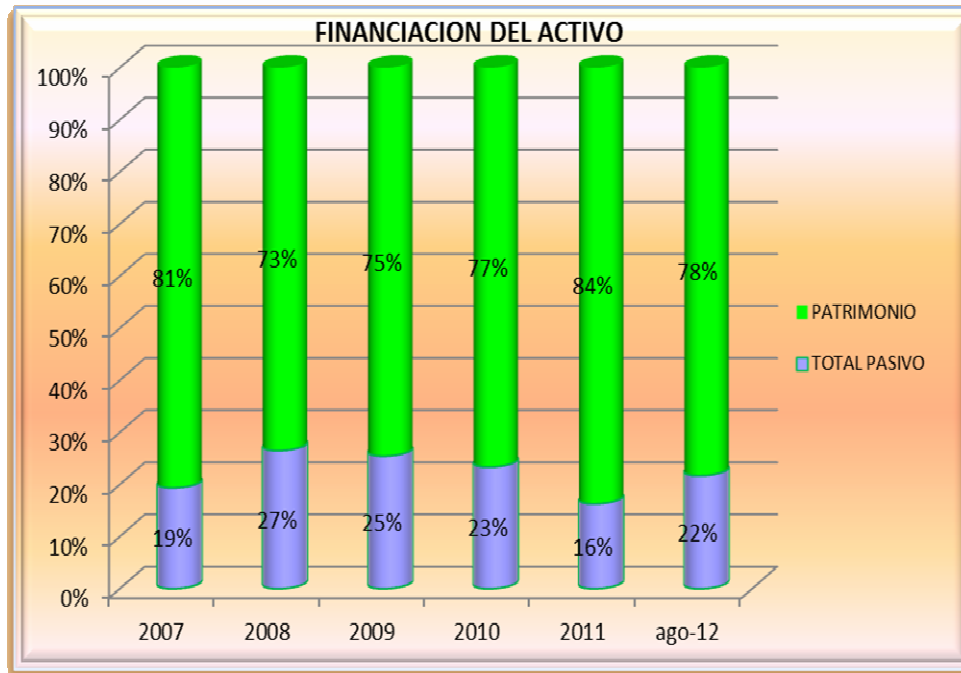
Gráfica 3. Composición del Activo Corriente.



Fuente: Clínica Oftalmológica

3.1.1.4 Financiación del activo. El activo se financia con el patrimonio, debido a que la distribución de dividendos se efectuó en algunos años en proporciones parciales y no totales, en el año 2008 un 36%, año 2009 no se distribuyó, año 2010 un 25% y en el año 2011 un 30%, las utilidades restantes de cada periodo se constituyeron en reservas.

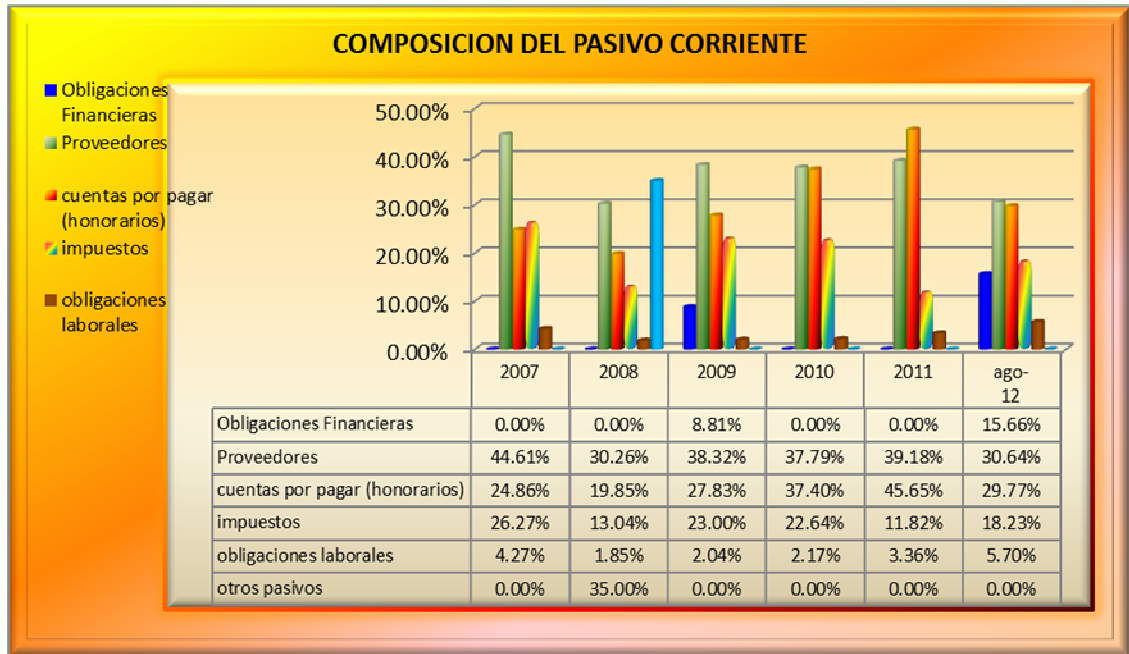
Gráfica 4. Financiación del Activo.



Fuente: Clínica Oftalmológica

3.1.1.5 Composición del pasivo corriente. El rubro más alto en el pasivo corriente corresponde a las cuentas por pagar proveedores, seguidamente de cuentas por pagar honorarios médicos, excepto en el 2008 donde otros pasivos es el 35% por deuda adquirida para la compra de la propiedad en El Poblado.

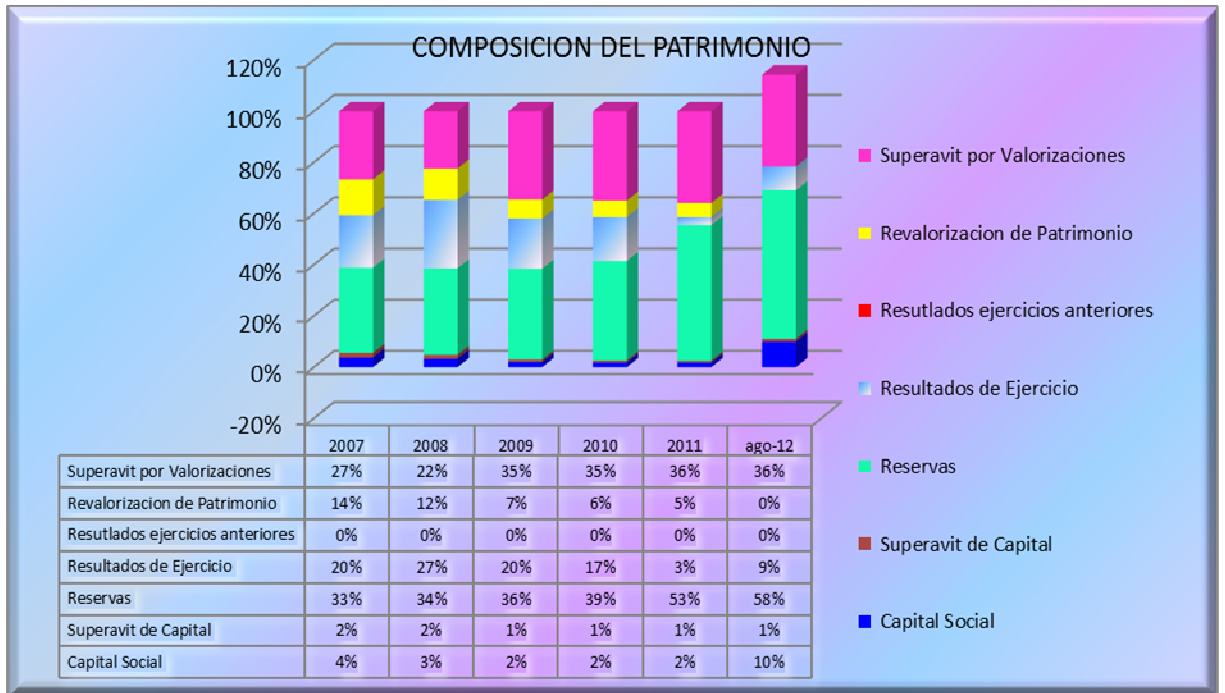
Gráfica 5. Composición del Pasivo Corriente.



Fuente: Clínica Oftalmológica

3.1.1.6 Composición del patrimonio. La Asamblea de Accionistas decreta que las utilidades que no se distribuya como reservas convirtiéndose en el rubro más representativo del patrimonio, las que utilidades son distribuidas parcialmente y en algunos años no hay reparto, el superávit de la valorización corresponde a avalúos técnicos de los activos fijos. El capital social representa una mínima participación con respecto al patrimonio, para los 2007 al 2011, para el año 2012 se aumentó el capital social a \$1.200.000, con el 100% de la revalorización del capital y con parte de las reservas.

Gráfica 6. Composición del Patrimonio.



Fuente: Clínica Oftalmológica

3.1.2 Estado de resultados. Con las nuevas contrataciones realizadas en el año 2008, las ventas comenzaron a crecer hasta el 2010, pero con el cierre del quirófano en noviembre 2011 las ventas del año 2011 caen en un 49,33% con respecto al año anterior.

Teniendo en cuenta que las negociaciones con las aseguradoras se efectúan en marzo de cada año, la clínica quedó por fuera de ellas, solo hasta agosto del 2011 se contrató con el Régimen subsidiado a mejores tarifas que la del Régimen Contributivo (EPS), logrando a agosto 2012 una recuperación en las ventas con respecto al año anterior del 21,45%.

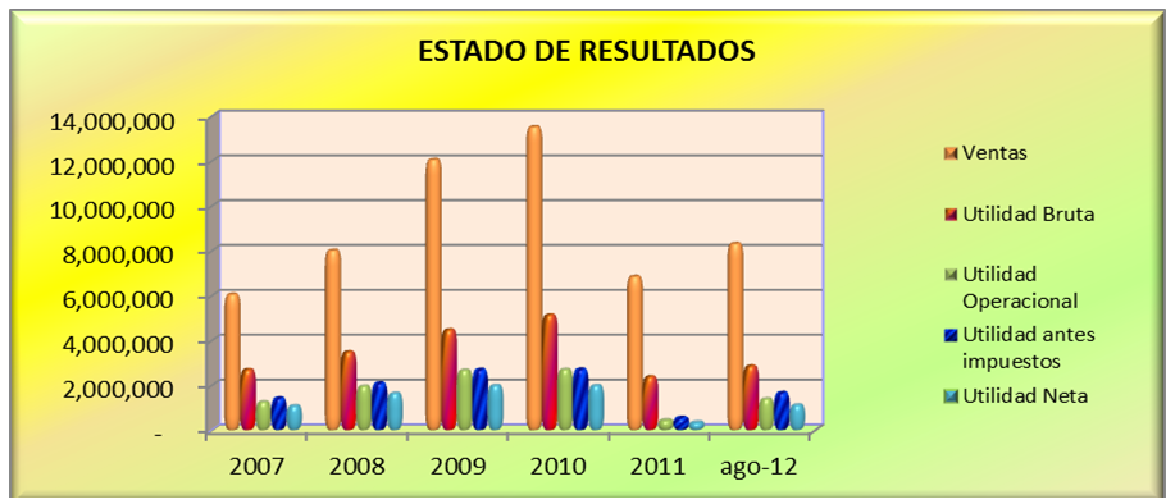
Tabla 4. Estado de Resultados (expresado en miles de pesos).

Se presenta un comparativo de los estados de Resultados por los años 2007 hasta agosto del 2012.

ESTADO DE RESULTADOS (expresado en miles de pesos)						
	2007	2008	2009	2010	2011	Ago-12
Ventas	6,063,197.3	8,021,497.0	12,070,790.0	13,530,364.6	6,855,059.9	8,325,537.0
Costo de Venta	(3,364,502.0)	(4,531,686.5)	(7,597,462.2)	(8,391,719.2)	(4,469,632.9)	(5,465,103.0)
Utilidad Bruta	2,698,695	3,489,810	4,473,328	5,138,645	2,385,427	2,860,434
Gtos de Admon	(1,429,781.0)	(1,519,900.6)	(1,788,060.8)	(2,420,230.8)	(1,916,457.5)	(1,457,034.0)
Utilidad Operacional	1,268,914	1,969,910	2,685,267	2,718,415	468,970	1,403,400
Ingresos no operacionales	196,729.2	214,127.7	83,113.0	253,767.9	159,424.6	299,307.0
Egresos no Operacionales	(29,004.1)	(74,892.0)	(57,437.8)	(247,848.6)	(58,006.9)	(24,998.0)
Utilidad antes impuestos	1,436,639	2,109,146	2,710,942	2,724,334	570,387	1,677,709
Impuestos	(339,230.0)	(456,562.0)	(708,176.0)	(724,339.8)	(194,456.0)	(545,187.0)
Utilidad Neta	1,097,409	1,652,584	2,002,766	1,999,994	375,931	1,132,522

Fuente: Clínica Oftalmológica

Gráfica 7. Estado de Resultados.



Fuente: Clínica Oftalmológica

3.1.2.1 Márgenes. Las negociaciones de tarifas con las aseguradoras del régimen contributivo vienen en un constante deterioro desde el año 2008, adicional a ello las tarifas normalmente se incrementan marzo de cada año, mientras que los costos y el gasto administrativo se incrementan desde enero de cada año, generando un desequilibrio en el margen bruto y el margen operacional.

Tabla. 5 Márgenes.

MARGENES						
	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011	ago-12
Margen Bruto	45%	44%	37%	38%	35%	34%
Margen Operacional	21%	25%	22%	20%	7%	17%
Margen Antes de impuestos	24%	26%	22%	20%	8%	20%
Margen Neto	18%	21%	17%	15%	5%	14%
CMV/vta	55%	56%	63%	62%	65%	66%
Gasto admon/vta	24%	19%	15%	18%	28%	18%

Fuente: Clínica Oftalmológica

3.1.2.2 Indicadores de posición. El año 2012 la cartera se torno lenta porque las cuentas del régimen subsidiado pasaron a manos del Fosyga, y se proyecta recuperar estos dineros a partir de octubre 2012.

En el año 2008 la rotación de inventario fue de 99 días, porque se considero mantener un alto stock debido a que se abrió el servicio de urgencias y luego de evaluar que no era rentable se decidió cerrarlo

Tabla 6. Indicadores de Posición.

INDICADORES POSICION						
	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011	ago-12
Rotacion Cartera (dias)	111	103	112	110	170	278
Rotacion Inventario (dias)	85	99	26	11	24	24
Relacion Inv/Proveedores	39%	39%	19%	10%	14%	14%
Relacion proveed/inventario	2.54	2.54	5.15	10.04	6.94	7.33

Fuente: Clínica Oftalmológica

3.1.3 Gerencia del valor.

3.1.3.1 productividades del activo. Para los años 2007 al 2010 La productividad del activo fijo operacional tiene un promedio de 2.18 veces las ventas, sin embargo en el 2011 la optimización del activo fijo se vio afectada porque las ventas bajaron a un 49.33% con respecto al 2010.

La productividad del activo total no es eficiente con respecto al nivel de ventas, en los años 2007, 2008,2010, 2011 y 2012 las ventas no alcanzan el 100% de los activos totales, se puede ver que el año 2009 fue donde hubo mejor aprovechamiento del activo total alcanzando un 100%. Los activos totales se vieron influenciados por la inversión de activos no operacionales (propiedad raíz) y la baja rotación en la cartera.

Tabla 7. Productividades del Activo.

PRODUCTIVIDAD DEL ACTIVO FIJO						
	2007	2008	2009	2010	2011	ago-12
productividad del activo FIJO operacional	1.74	2.22	3.13	2.81	1.44	1.74
productividad del activo TOTAL	0.91	0.84	0.91	0.91	0.48	0.48

Fuente: Clínica Oftalmológica

3.1.3.2 Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO). Debido a la poca rotación de la cartera para el año 2012, las cuentas por cobrar clientes van cobrando importancia donde el proveedor la va financiando, concluyendo que el KTNO tiene buena proporción de la cartera

Tabla 8. Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO).

CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO						
	2007	2008	2009	2010	2011	ago-12
Efectivo	847,495	844,202	793,822	963,515	1,313,725	619,845
cxc clientes	1,773,831	2,160,916	3,593,439	3,946,815	3,086,719	6,232,373
inventarios	225,916	409,050	229,145	120,212	120,309	146,739
Capital de trabajo operativo KTO	2,847,241	3,414,169	4,616,406	5,030,542	4,520,753	6,998,957
proveedores	574,427	1,037,433	1,180,709	1,207,175	834,576	1,076,136
honorarios	320,091	680,408	857,313	1,194,827	972,242	1,045,420
Capital de trabajo Neto opertavio KTNO	1,952,724	1,696,328	2,578,384	2,628,540	2,713,935	4,877,401

Fuente: Clínica Oftalmológica

3.1.3.3 Productividad del capital de trabajo neto operativo - PKT. Para los años 2008, 2009, 2010 la clínica requirió 32, 21, 19 centavos de KTNO respectivamente por cada peso vendido, producto de nuevas negociaciones con clientes y como consecuencia del cierre de los quirófanos finalizando el 2010, el PKT aumentó a 40 centavos por cada peso vendido para el 2011, sin embargo para el 2012 debido a la lenta rotación de cartera, el requerimiento es de 59 centavos por cada peso vendido.

Tabla 9. Productividad del Capital de Trabajo Neto Operativo - PKT.

PRODUTIVIDAD DE CAPITAL NETO DE TRABAJO						
productividad capital neto trabajo	2007	2008	2009	2010	2011	ago-12
PKT	0.32	0.21	0.21	0.19	0.40	0.59

Fuente: Clínica Oftalmológica

3.1.3.4 EBITDA. El cierre de los quirófanos afectó desfavorablemente el EBITDA en el año 2011, con una notoria recuperación para el 2012. Comparando el margen EBITDA del 21% de ocho meses del año 2012 con un 24% del 2010, se esperaba que para finales del 2012 podría alcanzar el margen de 2010.

Tabla 10. EBITDA.

EBITDA						
	2007	2008	2009	2010	2011	Ago-12
Utilidad operacional	1,268,914	1,969,910	2,685,267	2,718,415	468,970	1,403,400
Gasto depreciacion	239,543	242,596	286,860	296,326	290,528	198,823
Gasto amortizacion	31,191	29,812	33,031	29,746	13,336	7,870
Gasto provision	-	42,746	78,329	233,774	78,321	114,770
EBITDA	1,539,648	2,285,064	3,083,487	3,278,261	851,154	1,724,863
Margen EBITDA	25%	28%	26%	24%	12%	21%

Fuente: Clínica Oftalmológica

3.1.3.5 Palanca de crecimiento – PDC. En los años 2007 al 2010 la clínica estaba en el momento de crecer ya que su palanca de crecimiento era superior a uno, y en los años 2011 y 2012 la clínica tiene una palanca de crecimiento por debajo de uno, esto muestra que no está en capacidad de crecer ya que su cartera muestra una lenta recuperación afectando el KANO.

Tabla 11. Palanca de crecimiento – PDC.

PALANCA DE CRECIMIENTO						
	2007	2008	2009	2010	2011	Ago-12
	1.39	2.68	1.73	1.97	0.61	0.41

Fuente: Clínica Oftalmológica

3.1.3.6 Flujos de caja. Durante los años 2008 a 2011, la clínica ha generado Flujos de caja suficientes para cumplir con los compromisos, inversión en activos fijos operacionales y distribuir un porcentaje de las utilidades pudiendo realizar un plan de distribución de utilidades en un 100%. Con el corte a agosto 2012, el FCL se ve afectado por la baja rotación en cartera, aunque se espera una buena recuperación para el segundo semestre, por lo tanto se debe esperar finalizar el año para determinar una adecuada conclusión.

Tabla 12. Flujos de caja.

FLUJO DE CAJA LIBRE						
	2008	2009	2010	2011	Ago-12	
EBITDA	1,539,648	2,285,064	3,083,487	3,278,261	851,154	
(-) IMPTOS	456,562	708,176	724,340	194,456	545,187	
FLUJO CAJA BRUTO	1,083,086	1,576,888	2,359,148	3,083,805	305,967	
(-) KTNO	(256,396)	882,056	50,156	85,395	2,163,466	
(-) INVERSION ACTIVOS FIJOS	42,746	78,329	233,774	78,321	114,770	
FLUJO CAJA LIBRE	1,296,737	616,504	2,075,217	2,920,089	(1,972,269)	
(+) NUEVASOBLIG.FRAS	-	400,000	-	-	550,000	
(-) PAGO OBLIG.FRAS	-	128,611	271,389	-	-	
FLUJO CAJA ACCIONISTA	1,296,737	887,893	1,803,828	2,920,089	(2,522,269)	
dividendos	400,000	-	500,000	600,000	-	
FLUJO CAJA NETO	896,737	887,893	1,303,828	2,320,089	(2,522,269)	

Fuente: Clínica Oftalmológica

4. POLÍTICAS ESTRATÉGICAS

4.1 INDICADORES ECONÓMICOS

Considerando que actualmente el sector salud es muy vulnerable debido a las decisiones que toma el ministerio de salud y la situación que atraviesan las EPS, causando una inestabilidad en las políticas estratégicas de la Clínica Oftalmológica, se tendrá en cuenta para las proyecciones indicadores económicos proyectados como el rendimiento IGBC, inflación, y DTF, UPC, Tasa libre de Riesgo de los TES julio de 2024.

Tabla 13. Indicadores Económicos.

INDICADORES ECONOMICOS						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
IGBC	18,14%	18,14%	18,14%	18,14%	18,14%	18,14%
Inflacion	3,09%	3,24%	3,09%	2,95%	2,82%	2,70%
DTF	4,66%	4,81%	5,30%	4,89%	4,95%	4,87%
Tasa Libre de Riesgo (tes julio/24)	6,31%	6,13%	5,98%	5,83%	5,70%	5,58%

Fuente: www.grupobacolombia.com

4.1.1 Crecimiento en ventas. Para los años 2012 hasta el 2017, se proyecta un crecimiento en ventas basado en un 50% del inflación más 1% de la variación anual de la UPC.

Tabla 14. Crecimiento en Ventas.

CRECIMIENTO EN VENTAS						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
inflacion	3,09%	3,24%	3,09%	2,95%	2,82%	2,70%
upc	1,00%	1,00%	1,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Total crecimiento	2,05%	2,12%	2,05%	1,98%	1,91%	1,85%

Fuente: www.grupobancolombia.com

4.1.2 Costo de ventas y gastos de administración. Para finalizar el año 2012 el costo de venta se proyecta en un 65% de las ventas, para los años 2013 al 2017 se optimizará al 63% negociando con proveedores y garantizando unas cantidades mínimas a unos precios menores y fijos para cada año. Los gastos de administración para el año 2012 fue del 17% afectados por gastos legales debido a un aumento de capital social, a partir del año 2013 y años siguientes hasta 2017 será de un 16%.

Tabla 15. Incremento costos ventas y gastos de administración.

INCREMENTO COSTOS VENTAS Y GASTOS DE ADMINISTRACION						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
costo venta	65%	63%	63%	63%	63%	63%
gasto admon	17.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%

Fuente: Clínica Oftalmológica

4.1.3 Inventarios, cartera, proveedores y honorarios médicos. La rotación es constante porque las compras se realizan cada 24 días, la recuperación de cartera en año 2012 es a 140 días y se proyecta bajar a 130 días porque para el 2013 se ha recuperado la cartera con el FOSYGA, volviendo el indicador a los términos normales en el sector salud, para los proveedores y honorarios médicos la política de pago no tendrá variación.

Tabla 16. Inventarios, cartera, proveedores y honorarios médicos.

INVENTARIOS, CARTERA, PROVEEDORES Y HONORARIOS MEDICOS						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
compras insumos quirurgicos	3.407.196	3.479.429	3.550.583	3.620.707	3.689.862	3.758.125
incremento compras insumos quirurgicos	2,05%	2,12%	2,05%	1,98%	1,91%	1,85%
Inventarios (dias)	24	24	24	24	24	24
Cartera (dias)	140	130	130	130	130	130
proveedores	888.111	906.939	925.486	943.764	961.790	979.583
Proveedores (dias)	95	95	95	95	95	95
costo Honorarios	3.407.196	3.479.429	3.550.583	3.620.707	3.689.862	3.758.125
relacion honorario/ventas	27%	27%	27%	27%	27%	27%
cuentas por pagar honorarios	986.196	1.007.103	1.027.699	1.047.996	1.068.012	1.087.771
Honorarios Medicos (dias)	106	106	106	106	106	106

Fuente: Clínica Oftalmológica

4.1.4 Estado de resultados proyectados. Se tomó del presupuesto los estados de resultados proyectados desde agosto hasta diciembre de 2012.

A partir del año 2013 los ingresos operacionales se incrementaron en la inflación más un punto como variación de la UPC, la clínica oftalmológica no cuenta con la infraestructura adecuada para incrementar el volumen de cirugías y actualmente su capacidad instalada se encuentra en un 95% y 5% restante es utilizado para las cirugías urgentes, el costo de venta es un 63% de las ventas y corresponde a los dispositivos quirúrgicos utilizados en lo pacientes y a honorarios médicos, este costo está afectado por los descuentos de proveedores, los gastos administrativos son el 16% de las ventas.

Tabla 17. Estado de Resultados Proyectados.

ESTADO DE RESULTADO (expresado en miles de pesos)							
	PERIODO REAL	PERIODOS DE RELEVANCIA					PERIODO CONTINUIDAD
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Ingresos Operacionales		12.488.306	12.753.058	13.013.858	13.270.881	13.524.355	13.774.556
Costos de Venta		7.807.399	8.044.487	8.206.436	8.366.052	8.523.477	8.678.889
Utilidad Bruta	-	4.680.907	4.708.570	4.807.421	4.904.829	5.000.878	5.095.666
Gastos Operacionales		1.783.533	2.715.892	2.853.029	2.853.437	2.853.242	2.852.489
Depreciación y amortización		339.479	41.244	41.244	41.244	41.244	41.244
Utilidad Operacional	-	2.557.895	1.951.434	1.913.148	2.010.149	2.106.392	2.201.933
otros ingresos no operacionales		60.000	50.000	51.545	53.066	54.562	56.085
otros egresos		71.765	25.000	25.500	26.000	30.000	35.000
Utilidad antes Impuestos	-	2.546.130	1.976.434	1.989.193	2.037.214	2.130.954	2.222.968
Impuesto de Renta	-	840.223	652.223	639.984	672.281	703.215	733.580
Utilidad Neta	-	1.705.907	1.324.211	1.299.260	1.364.934	1.427.739	1.489.389

Fuente: Clínica Oftalmológica

4.1.5 Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO). Se aplicaron las políticas de rotación de Cartera, Inventarios, Proveedores y Honorarios Médicos, este último se incluye en el KTNO porque es un costo directo del servicio y es tan importante como las compras de dispositivos quirúrgicos.

Para año 2013 se libera KTNO en doscientos ochenta y tres millones cincuenta y un mil pesos debido a que se espera una mayor recuperación de cartera, y para los años siguientes se espera una recuperación normal según el crecimiento de las ventas.

Tabla 18. Capital de Trabajo Neto Operativo.

CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO (expresado en miles de millones)							
	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	
Cartera	4.790.035	4.542.185	4.635.073	4.726.615	4.816.894	4.906.006	
Inventario	213.901	218.436	222.903	227.305	231.647	235.932	
Proveedores	888.111	906.939	925.486	943.764	961.790	979.583	
Honorarios medicos por pagar	986.196	1.007.103	1.027.699	1.047.996	1.068.012	1.087.771	
KTNO	3.129.630	2.846.579	2.904.791	2.962.161	3.018.738	3.074.585	
Var KTNO		(283.051)	58.213	57.370	56.577	55.847	

Fuente: Clínica Oftalmológica

4.1.6 Inversión en activos fijos operacionales (CAPEX). Para el año 2013 se comprarán un equipo para cirugía (Faco) por valor de cien millones de pesos, un equipo para ayudas diagnosticas (angiografía) por ciento ochenta millones de pesos y una dotación completa de un consultorio médico oftalmología por treinta y cinco millones de pesos, y para los años siguientes se renovara en tecnología para oftalmología.

Tabla 19. Inversión en Activos Fijos Operacionales.

INVERSION ACTIVOS FIJOS OPERACIONALES (expresado en miles de pesos)						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Máquinaria y renovación tecnológica	114.770	315.000	120.000	123.540	127.024	161.953
CAPEX	114.770	315.000	120.000	123.540	127.024	161.953

Fuente: Clínica Oftalmológica

4.1.7 Flujo de caja libre. Para los cinco años proyectados, la clínica genera flujos de caja bruto permitiendo cubrir el capital de trabajo neto operativo y la inversión en activos fijos operacionales, generando flujos de caja libre disponibles para los accionistas, se observa que la empresa está en capacidad de distribuir el 100% de los dividendos generados anualmente.

Tabla 20. Flujo de Caja Libre.

FLUJO DE CAJA LIBRE (expresado en miles de pesos)						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Utilidad operativa		1.951.434	1.913.148	2.010.149	2.106.392	2.201.933
Impuestos		643.973	631.339	663.349	695.109	726.638
UODI		1.307.461	1.281.809	1.346.800	1.411.283	1.475.295
depreciacion y amortizacion		41.244	41.244	41.244	41.244	41.244
FLUJO DE CAJA BRUTO		1.348.705	1.323.053	1.388.044	1.452.527	1.516.539
variacion KTNO		283.051	(58.213)	(57.370)	(56.577)	(55.847)
CAPEX		315.000	120.000	123.540	127.024	161.953
FLUJO DE CAJA LIBRE ACCIONISTA		1.946.756	1.384.841	1.454.214	1.522.973	1.622.646
Utilidades Netas		1.705.907	1.324.211	1.299.260	1.364.934	1.427.739
FLUJO DE CAJA LIBRE NETO		240.849	60.630	154.954	158.040	194.907

Fuente: Clínica Oftalmológica

4.1.8 Costo promedio ponderado capital. Para hallar el costo promedio ponderado de capital se utilizó para la deuda propia el IGBC de los últimos tres años indexados a la rentabilidad de los CDTs del 7.2%, y proyectados a cinco años, la beta del sector salud se tomó de los análisis hechos por el Profesor Damodarán en agosto 17 de 2012. El costo promedio de los recursos con terceros se tomó el DTF más 8 puntos, cabe anotar que la deuda adquirida finalizando el año 2012 por trescientos cincuenta millones de pesos, se cancelará en noviembre del año 2013, debido a que la clínica tiene como política no tomar deuda con terceros.

El costo de la deuda con terceros para el periodo 2012 al 2017 oscila entre un 13.03% y un 13.72% mientras que el costo del recurso propio para el mismo periodo oscila entre un 14.35% y un 15.45% generando un costo promedio ponderado de capital entre un 13.81% y un 13.99%

Tabla 21. Costo Promedio Ponderado.

COSTO PROMEDIO PONDERADO CAPITAL	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CAPM	15,45%	2.812.500	2.437.500	2.062.500	1.687.500	1.312.500
Rf	6,31%	6,13%	5,98%	5,83%	5,70%	5,58%
B apalancado	0,77	0,75	0,74	0,73	0,71	0,70
Rm (IGBC)	18,14%	18,14%	18,14%	18,14%	18,14%	18,14%
Ke	15,45%	15,17%	14,97%	14,76%	14,56%	14,35%
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Beta apalancada propia clinica oftalmologica	0,77	0,75	0,74	0,73	0,71	0,70
Beta desapalancada del sector	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
Impuesto	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Deuda / patrimonio	28,17%	23,65%	20,50%	17,34%	14,19%	11,04%
Deuda Wd	3.350.000	2.812.500	2.437.500	2.062.500	1.687.500	1.312.500
Patrimonio We	11.891.331	11.891.331	11.891.331	11.891.331	11.891.331	11.891.331
Activos	15.241.331	14.703.831	14.328.831	13.953.831	13.578.831	13.203.831
DTF	4,66%	4,81%	5,30%	4,89%	4,95%	4,87%
Puntos	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Costo deuda Rd	13,03%	13,19%	13,72%	13,28%	13,35%	13,26%
Pasivo/Activo (Wd)	21,98%	19,13%	17,01%	14,78%	12,43%	9,94%
Patrimonio/Activo (We)	78,02%	80,87%	82,99%	85,22%	87,57%	90,06%
Costo patrimonio (Ke)	15,45%	15,17%	14,97%	14,76%	14,56%	14,35%
Cpoc vac	13,98%	13,96%	13,99%	13,90%	13,86%	13,81%

Fuente: Clínica Oftalmológica

5. VALORACIÓN CLÍNICA OFTALMOLÓGICA

Utilizando el factor de descuento se trajo a valor presente cada uno de los flujos de caja de los periodos de relevancia y el periodo de continuidad.

El valor presente de los periodos relevantes 2013 al 2016 es de \$ 4.661.204 miles de pesos.

El valor futuro del periodo de continuidad, año 2017, es de \$12.671.342 miles de pesos que traídos a valor presente es de \$ 7.521.873 miles de pesos.

El valor presente de operación de la clínica es la sumatoria del valor presente del periodo relevante más el periodo de continuidad, es decir, \$12.183.073 miles de pesos.

El valor presente de la clínica para los accionistas es el valor presente de la operación menos la deuda o sea \$ 11.833.076 miles de pesos.

Tabla 22. Valoración de la Clínica Oftalmóloga.

VALORACION DE LA CLINICA OFTALMOLOGICA							
	PERIODO REAL		PERIODOS DE RELEVANCIA			PERIODO CONTINUIDAD	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Flujo de caja del accionista	0	1,946,756	1,384,841	1,454,214	1,522,973	1,622,646	
factor de descuento		113.96%	129.90%	147.96%	168.46%	191.72%	
Valor presente de cada flujo		1,708,232	1,066,045	982,870	904,057	-	
valor presente periodo continuidad					12,671,342		
gradiente continuidad	1.00%						
valor presente periodo relevante	4,661,204						
Valor continuidad	7,521,873						
Valor Empresa (operación)	12,183,076						
deuda	350,000						
valor Empresa (accionista)	11,833,076						

Fuente: Clínica Oftalmológica.

6. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Si las ventas se proyectan con un crecimiento del 80% de la inflación más 1% de la variación anual de la UPC, el valor presente de los periodos relevantes 2013 al 2016 es de \$ 4.688.154 miles de pesos, el valor futuro del periodo de continuidad, año 2017, es de \$13.149.420 miles de pesos que traídos a valor presente es de \$ 7.805.666 miles de pesos, el valor presente de operación de la clínica es la sumatoria del valor presente del periodo relevante mas el periodo de continuidad, es decir \$12.493.819 miles de pesos, el valor presente de la clínica para los accionistas es el valor presente de la operación menos la deuda o sea \$ 12.143.819 miles de pesos.

CRECIMIENTO EN VENTAS						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
inflacion	3,09%	3,24%	3,09%	2,95%	2,82%	2,70%
upc	1,00%	1,00%	1,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Total crecimiento	3,27%	3,39%	3,27%	3,16%	3,06%	2,96%

VALORACION DE LA CLINICA OFTALMOLOGICA						
	PERIODO REAL	PERIODOS DE RELEVANCIA				PERIODO CONTINUIDAD
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Flujo de caja del accionista	0	1,930,456	1,387,409	1,476,007	1,564,323	1,683,867
factor de descuento		113.96%	129.90%	147.96%	168.46%	191.72%
Valor presente de cada flujo		1,693,930	1,068,021	997,600	928,603	-
valor presente periodo continuidad					13,149,420	
gradiente continuidad	1.00%					
valor presente periodo relevante	4,688,154					
Valor continuidad	7,805,666					
Valor Empresa (operación)	12,493,819					
deuda	350,000					
valor Empresa (accionista)	12,143,819					

7. CONCLUSIONES

- En la actualidad es de gran importancia valorar las empresas, por cuanto la dinámica empresarial requiere constantemente evaluar el crecimiento, la rentabilidad y el riesgo, para una asertiva toma de decisiones.
- Se inicia con el análisis de la evolución histórica económica, financiera del año 2007 hasta 2012, y se proyecta índices del entorno económico, se tienen en cuenta políticas gerenciales de la Clínica Oftalmológica a corto, mediano y largo plazo, para obtener resultados óptimos de la valoración.
- La Clínica Oftalmológica para sus próximos cinco años, como se refleja en las proyecciones, generará flujos de caja suficientes para los accionistas.
- Se está cumpliendo con el Objetivo Básico Financiero, puesto que la empresa está maximizando la riqueza de los socios y la Clínica está generando flujos de caja futuros. Se demuestra que financiarse con recursos propios es algo más costoso que con recursos de terceros, además que con los intereses de estos últimos se optimiza el impuesto de renta.
- Si la Clínica Oftalmológica se sensibiliza en su crecimiento en ventas con un 50% de la inflación más 1% de la variación anual de la UPC, la valoración de la empresa es de 11.833.076 miles de pesos después de la deuda y comparado con un incremento del con un 80% de la inflación más 1% de la variación anual de la UPC la valoración de la empresa es de 12.143.819 miles de pesos después de la deuda, valorizándose en \$310.743 millones de pesos.
- En los próximos cinco años se puede distribuir utilidades a los accionistas sin afectar negativamente el flujo de caja y a su vez se disminuye el costo promedio ponderado de capital aumentando el valor de la empresa.

8. RECOMENDACIONES

- Actualizar constantemente la herramienta de Valoración por el Método de Flujo de Caja descontados, con el fin de mantener informados a la Gerencia y a la Junta Directiva de cuánto se valora su empresa.
- La financiación de activos fijos operacionales debe hacerse con recursos de terceros, ya que es más costoso hacerlo con los recursos propios.
- La adquisición de activos fijos operacionales se debe financiar con deuda, para así poder hacer uso de escudo fiscal, reduciendo el impuesto de renta.
- En la Asamblea General de Accionistas anual se debe presentar la proyección del flujo de caja descontados de accionistas y demostrar la posibilidad de una distribución de utilidades.
- Alquilar un segundo quirófano para atender la demanda de cirugías que no se alcanzan a cubrir con los recursos de la clínica, y de esta forma mejorar las utilidades y aumentar el valor de la empresa.

BIBLIOGRAFÍA

DUMRAUF, Guillermo L. Finanzas Corporativas. Alfaomega, 2006. p. 54 - 57.

ESTUPIÑAN GAITAN, Rodrigo; ESTUPIÑAN GAITAN, Orlando. Análisis financiero y de gestión. 2ª edición. Ecoe Ediciones, 2006. p. 40.

GARCIA, Oscar León. Valoración de empresas, Gerencia del valor EVA. p.194.

CIBERGRAFÍA

ABANFIN [on line] Disponible en: <http://www.abanfin.com/?tit=flujo-de-caja-o-de-tesoreria-formulario-economico-financiero&name=Manuales&fid=ee0bcaz#Fórmula>. (Consultado noviembre 18 de 2012)

CEIPA. [on line] Disponible en: http://www.ceipa.edu.co/m21_gallery/4222.pdf. (Consultado octubre 11 de 2012)

DAMODARAN. [on line] Disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (Consultado noviembre 1º de 2012).

GERENCIE [on line] Disponible en: <http://www.gerencie.com/flujo-de-caja-libre.html>. (Consultado octubre 22 de 2012)

INFORMACIONALPODER [on line] Disponible en: <http://www.informacionalpoder.com/el-wacc/>. (Consultado noviembre 1º de 2012)

OSCARLEONGARCIA. [on line] Disponible en:
<http://www.oscarleongarcia.com/capitulos/cap1val.pdf>. (Consultado octubre 15 de 2012)

SCRIBD [on line] Disponible en: <http://es.scribd.com/doc/56237816/FLUJO-DE-CAJA>. (Consultado noviembre 11 de 2012)