

Este trabajo está bajo la licencia:



La presente obra está bajo una licencia:
Atribución-NoComercial-SinDerivadas 2.5 Colombia (CC BY-NC-ND 2.5)

Para leer el texto completo de la licencia, visita:

<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.5/co/>

Usted es libre de:



Compartir - copiar, distribuir, ejecutar y comunicar públicamente la obra

Bajo las condiciones siguientes:



Atribución — Debe reconocer los créditos de la obra de la manera especificada por el autor o el licenciante (pero no de una manera que sugiera que tiene su apoyo o que apoyan el uso que hace de su obra).



No Comercial — No puede utilizar esta obra para fines comerciales.



Sin Obras Derivadas — No se puede alterar, transformar o generar una obra derivada a partir de esta obra.



VALORACION DE LA EMPRESA TERAPISTAS DEL COUNTRY POR EL METODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO

TRABAJO DE GRADO PARA OBTENER EL TÍTULO DE ESPECIALISTA EN
ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

Autor: Martha Liliana Niño García
Cod: 341942

UNIVERSIDAD CATÓLICA DE COLOMBIA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
ESPECIALIZACIÓN EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
BOGOTÁ, MAYO DE 2.020

DECLARACIÓN DE AUTORÍA

Yo, Martha Liliana Niño Gracia, identificada con cedula de ciudadanía N°52.131.611 de Bogotá, Declaro que este trabajo de Síntesis, aplicada es absolutamente original, autentica, personal, que se han citado las fuentes correspondientes y que en su elaboración se respetaron las disposiciones legales que protegen los derechos de autor vigentes.

Las ideas, métodos, resultados y conclusiones a los que he llegado son de mi absoluta responsabilidad y van de la mano con lo visto en la especialización.

TABLA DE CONTENIDO

Resumen.....	1
Abstrat.....	1
Introducción.....	2
Objetivos	4
Objetivo General.	4
Objetivos Específicos	4
Marco de Referencia	5
Métodos de Valoración de Empresas	6
Métodos Basado en el Balance	7
Métodos Basados en la Cuenta de Resultados	7
Métodos mixtos	7
Descripción de La Empresa	11
Análisis Estratégico.....	12
Estructura Organizacional.....	13
Valoración de la Empresa Terapistas del Country Ltda	17
Metodología.....	17
Proyección de IOS Estado Financieros	18
Proyección del Activos	18
Proyección de los Pasivos y del Patrimonio	19
Proyección del Estado de Resultados	22
Presupuestos de Tesorería Proyectado	26

Proyección del Flujo de Caja Libre	28
Estimación del Costo de Capital (CK)	29
Recomendaciones.	35
Bibliografía.....	37

LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Principales Métodos de Valoración.....	6
Tabla 2. Proyecciones del Activo Años 2019 a 2024.....	19
Tabla 3. Obligaciones Financieras.....	20
Tabla 4. Proyección del Pasivo Años 2019 a 2024.....	21
Tabla 5. Proyección del Patrimonio Años 2019 a 2024	22
Tabla 6. Análisis de Varianza de la Regresión de las Ventas	23
Tabla 7. Proyección Estado de Resultados 2019 a 2024	23
Tabla 8. Indicadores y Variables para el Calculo de la WACC	25
Tabla 9. Variación del Capital de Trabajo.....	26
Tabla 10. Presupuesto de tesorería proyectado 2020 a 2024	27
Tabla 11. Flujo de Caja Libre Proyectado.....	28
Tabla 12. Estructura de Capital	29
Tabla 13. Riesgo Compañía.....	30
Tabla 14. Estimación del Riesgo del Sector	30
Tabla 15. Estimación del Beta Apalancado.....	31
Tabla 16. WACC Terapistas del Country Ltda.....	33
Tabla 17. Flujo de Caja Libre Descontado y Valor Termina de la Empresa.....	34
Tabla 18. Valor de la Empresa	34

TABLA DE GRÁFICOS

Ilustración 1. Valor de la Empresa por Flujo de Caja Descontado.....	8
Ilustración 2. Balance Completo vs Balance Financiero	9
Ilustración 3. Pasos para la Valoración de una Empresa	10
Ilustración 4. Terapistas del Country Ltda. Análisis DOFA.....	13
Ilustración 5. Organigrama de Terapistas del Country Ltda	14
Ilustración 6. Proyección de las Ventas al 2024	22
Ilustración 7. Terapistas del Country Ltda. WACC Proyectado	33

TABLA DE ECUACIONES

Ecuación 1. Cálculo del Costo del Patrimonio	31
Ecuación 2. Costo Real del Patrimonio.....	32
Ecuación 3. Cálculo del Costo del Patrimonio ara Colombia	32

RESUMEN

Este documento realiza una revisión bibliográfica de los diferentes métodos que existen para la valoración objetiva de las empresas. A partir de esta revisión y considerando los factores que caracterizan al sector de la salud colombiano, se utilizó el método de Flujo de Caja Libre Descontado como el más apropiado para estimar el valor de la Empresa que se utilizó como muestra para llevar a cabo este ejercicio.

Palabras Clave: Valoración de empresas, flujo de caja libre descontado, costo del capital promedio ponderado (WACC).

ABSTRAT

This document makes a bibliographic review of the different methods that exist for the objective valuation the firms. From this review and considering the factors that characterize the Colombian health sector, it was use the Discounted Cash Flow Free method as most appropriate to estimate the value of the company that was sample used to carry out this exercise.

Key Word: Business valuation, discounted free cash flow, weighted average cost of capital (WACC)

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo se orienta principalmente en el conocimiento teórico y práctico de los métodos de valoración de empresas, la identificación del método más adecuado para la valoración de una Institución Prestadora de Servicios en Salud (IPS) y aplicar este método a una Empresa real. Lo anterior para lograr dos propósitos, el primero de estos, es el ejercicio académico de aplicar lo aprendido en la Especialización de Administración Financiera y el segundo es identificar la capacidad de generación de efectivo de la empresa y contribuir al diseño de una estrategia que asegure la sostenibilidad de la empresa en el altamente rentable pero riesgoso sector de la salud colombiano.

El problema al que se enfrenta la IPS analizada tiene varios frentes. El primero se refiere a los fuertes movimientos que en materia de consolidación de la propiedad están ocurriendo en el sector salud del País, esto supone una importante amenaza que genera otros impactos colaterales tales como caída del margen neto, reducción del mercado y en general aumento de la incertidumbre sobre sostenibilidad del negocio en el mediano plazo.

A partir de esas amenazas, se plantea entonces la necesidad de poder identificar un reenfoque del negocio buscando la construcción de una cadena de valor única y sostenible que asegure la sostenibilidad del negocio y por esta vía la rentabilidad. Este trabajo entonces responde a la pregunta: ¿Cuál es la capacidad de la empresa de generar efectivo que asegure la rentabilidad de los inversionistas en un horizonte de tiempo de cinco años? Esta es por supuesto, el primer paso para lograr el objetivo mayor de construir una estrategia sostenible en el mediano plazo.

Para el efecto, este trabajo se distribuye en cuatro capítulos, el primero presenta el marco de referencia que soporta las metodologías para la valoración de empresas y la justificación para seleccionar el método adecuado al tipo de empresa que se va a evaluar.

El segundo capítulo, se enfoca en presentar la Empresa, sus antecedentes, sus principales logros y sus resultados financieros más recientes.

El tercer capítulo se refiere al desarrollo del método seleccionado, a la construcción de las herramientas que permiten realizar la valoración objetiva de la empresa e identificar los

recursos en efectivo con los que puede contar con una consideración del riesgo tanto del sector como del país que permite esperar el escenario más posible en el que la IPS va a desarrollar su actividad.

Finalmente, se realiza una serie de recomendaciones orientadas a resolver los cuestionamientos de los inversionistas que motivo el desarrollo de este trabajo académico y práctico.

OBJETIVOS

OBJETIVO GENERAL.

Evaluar la capacidad de generación de efectivo de la empresa Terapistas del Country Ltda. en un horizonte de tiempo de cinco años.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

1. Hacer la revisión bibliográfica y seleccionar el método adecuado para determinar el valor actual de la empresa.
2. Recaudar la información financiera de la empresa a partir de los estados financieros de los tres últimos años.
3. Aplicar el modelo de valoración de empresas seleccionado.
4. Formular las recomendaciones derivadas de los resultados provistos por el modelo de valoración aplicado.

MARCO DE REFERENCIA

La valoración de empresas es una herramienta que sirve para la toma de decisiones, bien sea porque se quiera obtener financiamiento, se quiera vender o en general es una herramienta muy útil en el caso que se requiera hacer cualquier operación con otras empresas.

Los autores Villapérez y Alfonso expresan que: "la valoración de empresas busca determinar el valor objetivo (valor general o valor común) que puede considerarse como adecuado para fijar su valor con el fin de estimar los derechos expectantes de los propietarios (socios) del capital social de la empresa" (Villapérez & Alfonso, 2007).

En todo proceso de valoración se pueden determinar uno o varios valores que forman el intervalo de valores razonables dentro del cual debe situarse el valor de la empresa. En este proceso se calcula un valor intrínseco (que es la estimación objetiva del valor actual y potencial de la empresa, obtenido aplicando métodos generalmente admitidos en el campo de la valoración de empresas) y no el precio o valor de mercado de la empresa, que sigue un proceso posterior basado en criterios de negociación.

Lo anterior nos lleva a concluir que el valor de la empresa es algo subjetivo y una posibilidad, mientras que el precio es una realidad. Luego, el precio de una empresa se halla normalmente muy por encima de su valor si llega a llamar la atención de varios compradores (Vidarte, 2009).

Algunos autores proponen que, para lograr una valoración exitosa se deben hacer las siguientes preguntas: ¿Para qué valorar? ¿Para quién valorar? y ¿En qué circunstancia valorar?; esto con el fin de lograr una valoración adecuada y fundamentada; Así: "El primer paso para valorar una empresa es la realización de un diagnóstico financiero y estratégico" (Álvarez García , García Monsalve, & Borraez Álvarez , 2006)

En general se debe tener en cuenta que una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor (Fernández, 2000). En consecuencia, con lo anterior, una valoración sirve para distintos propósitos entre estos los siguientes:

- **Operaciones de compraventa:** Para el comprador, la valoración le indica el precio máximo a pagar; en cambio, para el vendedor, la valoración le indica el precio mínimo

por el que vender. También le proporciona una estimación de hasta cuándo pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores.

- **Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa:** La valoración sirve para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado y decidir vender, comprar o mantener las acciones; para decidir en qué valores concentrar una cartera; para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias.
- **Salidas a bolsa:** La valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.
- **Herencias y testamentos:** La valoración sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes, etc.
- **Diagnósticos de sostenibilidad:** Evaluación de la capacidad de generación de caja para financiar la reestructuración estratégica de la empresa.

MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

La valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos conocimientos técnicos. Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista entre otras cuestiones que se está haciendo, porque se está haciendo la valoración de determinada manera y para quien se está haciendo la valoración (Fernández, 2000). Para el efecto en la Tabla 1 se presentan los diferentes métodos de evaluación agrupados por el tipo de información en la cual se apoyan para los obtener el valor de la compañía.

Tabla 1. Principales Métodos de Valoración

BALANCE	CUENTAS DE RESULTADO	MIXTOS (Good Will)	DESCUENTOS DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
*Valor contable *Valor contable ajustado *Valor de liquidación. *Valor sustancial. *Activo neto real.	Múltiplos: *Beneficio PER *Ventas *Ebitda *Otros múltiplos	*Clásico *Unión de expertos *Contables europeos *Renta abreviada *Otros	*Free Cash Flow *Cash Flow actions *Dividendos *Capital Cash Flow	*EVA *Beneficio económico Cash value added CFROI	*Black y Scholes *Opción de Invertir *Ampliar el proyecto *Aplazar la inversión *Usos alternativos.

Fuente: Fernández, P. (2000). *Valoración de empresas*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

Métodos Basado en el Balance

De acuerdo con Pablo Fernández estos métodos determinan el valor de la empresa por medio de la estimación de su patrimonio, pues consideran que el valor de la empresa radica, principalmente, en su balance o activos; sin embargo, su perspectiva es estática, es decir, que no tiene en cuenta la situación futura de la empresa, la proyección económica, el entorno externo de la organización, aspectos que no se muestran en los documentos financieros (Fernández, 2000). Existen varios métodos derivados de este enfoque los cuales se listan en la Tabla 1.

Métodos Basados en la Cuenta de Resultados

Estos métodos determinan el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador; considera la capacidad de la empresa para generar riqueza en el futuro, encontrándose dentro de estos el valor de beneficios (Relación Precio a Ganancia), el valor de los dividendos, el múltiplo de las ventas, múltiplos utilizados para valorar empresas de Internet y otros (ver Tabla 1) (Fernández, 2000).

Métodos mixtos

El primer método mixto que se analiza es el denominado Fondo de Comercio o Good Will, el cual en Colombia se conoce como Crédito Mercantil, representa el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance pero que, sin embargo, aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector (Fernández, 2008, p. 12).

Lo que se presenta en este método es que determinar el valor es complejo debido a que no hay una metodología para su cálculo que sea comúnmente aceptada.

Estos métodos parten de un punto de vista mixto: por un lado, realizan una valoración estática de los activos de la empresa y, por otro, añaden cierto dinamismo a dicha valoración, porque tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro (Fernández, 2008, p. 16).

Otro método es el flujo de caja (Cash Flow) libre descontado (FCLD) que es el método más adecuado conceptualmente para valorar una empresa, ya que se trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero –cash flows- que generará en el futuro, para luego aplicar una tasa de descuento de acuerdo con el riesgo de dichos flujos. Este

método tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo, pues su apreciación no es estática, contemplando la información de los estados financieros de las organizaciones.

Otro método que se incluye en este grupo es el denominado método del flujo de caja libre descontado en el que se destacan tres elementos principales a saber:

- El Costo de Capital.
- La proyección de flujo de caja libre.
- El valor de continuidad.

En la Ilustración 1 se presenta la serie por medio de la cual se descuentan los flujos futuros (CF_n) a una tasa de descuento constante $(1+K)^n$ lo que permite comparar los montos monetarios de diferentes periodos y determinar el valor de esos flujos futuros al precios de hoy. Vale la pena aclarar que la tasa de descuento K tiene en cuenta el riesgo financiero del negocio y su entorno político y social.

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

Ilustración 1. Valor de la Empresa por Flujo de Caja Descontado

Fuente: Fernández, P. (2000). *Valoración de empresas*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

Donde:

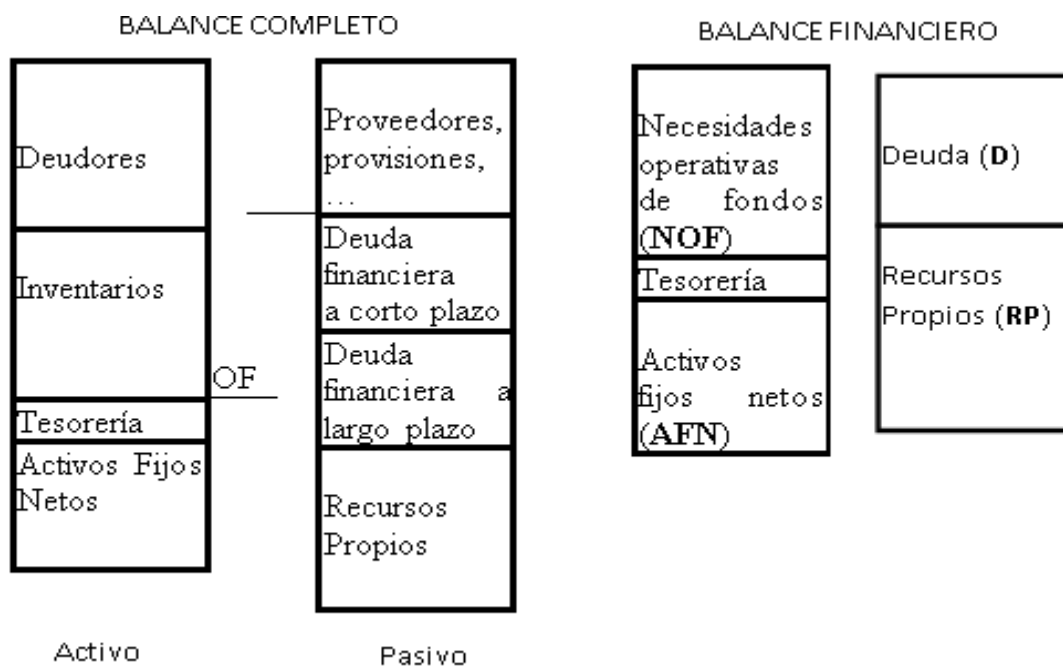
CF_i = flujo de fondos generado por la empresa en el periodo i

VR_n = valor residual de la empresa en el año n

K = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos

Para determinar el valor de la empresa es importante diferenciar entre el balance contable (completo) de la empresa y el balance financiero. Cuando no se menciona el activo de la empresa (financiero), no estamos hablando del activo en su totalidad, sino del activo total menos la financiación espontánea (proveedores y acreedores). Dicho de otra forma, el activo de la empresa (financiero) se compone de los activos fijos netos más las necesidades operativas de fondos. El

pasivo (financiero) de la empresa está formado por los recursos propios (las acciones) y la deuda (en general, deuda financiera a corto y largo plazo). El término “**valor de la empresa**”, designa la suma del valor de la deuda financiera más el valor de las acciones (Fernández, 2000). En la Ilustración 2 se presenta un comparativo entre el denominado balance completo y el balance financiero.



Fuente: (Fernández, 2000)

Ilustración 2. Balance Completo vs Balance Financiero

Donde:

$$\text{NOF} = \text{Deudores} + \text{Inventarios} - \text{Proveedores} - \text{Provisiones}$$

El método de FCLD es generalmente aceptado dado que recoge la capacidad de la empresa de generar efectivo del cual se descuenta los requerimientos de inversión en activos fijos y en capital de trabajo. José Vidarte los expresa en los siguientes términos (Vidarte, 2009):

“Concluye que en la actualidad el método del flujo de caja descontado es el de mayor utilización porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto, pues considera la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la

empresa se calcula el valor actual de dichos fondos utilizando una tasa de descuento apropiada, de acuerdo con el riesgo y las volatilidades históricas. Pero en la práctica la tasa de descuento mínimo la determinan los interesados, compradores o vendedores, lo que conduce a valores subjetivos que dependen de la parte interesada.”

Para una adecuada valoración de la empresa por el método de FCLD se requiere seguir una serie de pasos que aseguren la inclusión de todos los elementos que determina los resultados financieros de la empresa (Fernández, 2000). Dichos pasos y las actividades que se deben cumplir en cada uno de estos se presentan en la Ilustración 3 que se presenta a continuación.

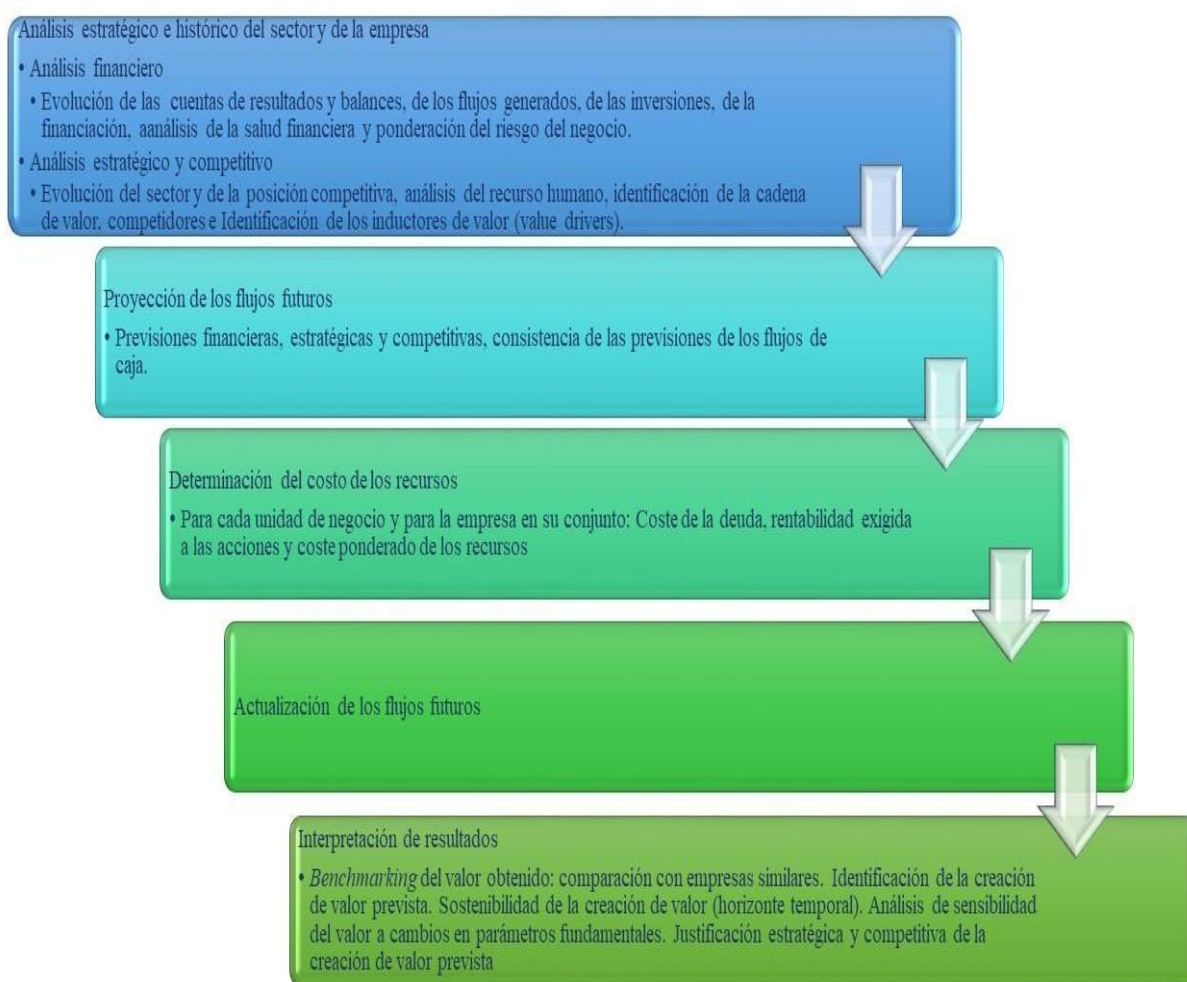


Ilustración 3. Pasos para la Valoración de una Empresa
 Fuente: Elaboración propia a partir de Fernández, P

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Terapistas del Country Ltda., es una Institución Prestadora de Servicios de Salud (IPS) con amplia experiencia, la cual presta sus servicios en la ciudad de Bogotá; su compromiso es ofrecer un servicio interdisciplinario, oportuno y confiable en diferentes tipos de terapias para satisfacer las necesidades de los pacientes con un equipo humano calificado y recursos tecnológico que permitan la eficiente prestación de los servicio ofrecidos dentro de los parámetros de la política de calidad definida por la gerencia de la Compañía.

Terapistas del Country Ltda., fue constituida mediante Escritura Pública No. 8.484 de la Notaría 9 de Bogotá, el 14 de diciembre de 1987, inscrita en la Cámara de Comercio bajo el número 228.780 del Libro IX, con Matrícula Mercantil No. 00317296.

En la actualidad presta sus servicios profesionales en la Clínica de Country, en las áreas de urgencias, hospitalización, unidades de cuidado intensivo neonatal, pediátrico y adulto y centro diagnóstico además de consulta externa atendida en sus propios consultorios.

En cumplimiento a lo dispuesto en la Ley 1314 de 2009 la Compañía hizo su transición a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) modificaron los principios y normas de contabilidad e información financiera aceptados en Colombia. En desarrollo de esta Ley, el Gobierno Nacional emitió el Decreto 3022 de 2013, que adopta las NIIF para Pymes y establece un Nuevo Marco Técnico Normativo para los preparadores de Información Financiera que conforman el Grupo 2, del cual la Compañía hace parte. En diciembre de 2015 el Gobierno Nacional, mediante el decreto 2496 de 2015, adopto las actualizaciones introducidas por el IASB a las NIIF en mayo de 2015 y que entraron en vigencia a partir del 1 de enero de 2017.

Mediante la circular externa 000001 de enero 19 de 2016, la Superintendencia Nacional de Salud (SNS), amplio el cronograma para que los preparadores de información financiera del grupo 2 cumplieran con la obligación de adoptar estas normas, estableciendo el periodo transición entre el 1 de enero de 2016 y el 31 de enero de 2016; el cual Terapistas del Country Ltda. acogió; estableciendo así su año de aplicación a partir del año 2017.

La IPS cuenta con un patrimonio de \$3.698.129.000 en diciembre 31 de 2019, el cual aumento debido a la transición a las NIIF principalmente por la valorización a precios de mercado de todos sus activos fijos cuyo efecto se vio reflejado en el patrimonio de la Compañía.

TERAPISTAS DEL COUNTRY LTDA., se encuentra clasificada como mediana empresa, según el Decreto 957 del 05 de Julio de 2019, ya que sus ingresos anuales están en el rango de \$4.523 a \$16.558 millones de pesos, para el sector de servicios.

ANÁLISIS ESTRATÉGICO

En el ejercicio del desarrollo estratégico, la Compañía tiene definidas y debidamente declaradas la misión y la visión las cuales se constituyen en el eje central de tal desarrollo estratégico. En primer término, se definió la misión de la empresa como el instrumento con el cual la gerencia de la Compañía comunica a su personal operativo y a sus clientes actuales y potenciales los principios que definen la organización. La misión declarada de Terapistas del Country Ltda. es:

“Somos una IPS especializada en la prestación de servicios integrales de fisioterapia, fonoaudiología, terapia ocupacional, respiratoria y rehabilitación cardiaca, mediante un grupo de profesionales altamente calificado y humanizado con el fin de mejorar la calidad de vida de nuestros pacientes y sus familias.”

Como objetivos de mediano plazo para el reconocimiento de la empresa tanto en el sector por parte de los competidores, como por los clientes se determinó la siguiente visión:

“Ser reconocidos como líderes especialistas en las diferentes áreas de fisioterapia, fonoaudiología, terapia ocupacional, respiratoria y rehabilitación cardiaca, por la excelencia en la prestación de nuestros servicios, atención humanizada, seguridad del paciente e integración al rol familiar y social que lleve al mejoramiento de la calidad de vida de nuestros usuarios.”

Una vez definida la Misión de la empresa y la Visión, se realizó el análisis DOFA de la Compañía sobre la base de esas definiciones estratégicas y como instrumento de identificación de las condiciones internas de la organización y del entorno económico, político y social en el

cual se desenvuelve la Compañía. El resultado de la aplicación de esta herramienta se presenta en la Ilustración 4.



Ilustración 4. Terapistas del Country Ltda. Análisis DOFA

Fuente: Elaboración propia con información del área de calidad de la Compañía.

A partir de la identificación de estas fortalezas y oportunidades, se trazaron las acciones estratégicas para subsanar las debilidades identificadas y neutralizar las amenazas del entorno empresarial en el cual se desenvuelve la Empresa. Este trabajo es el primer paso para diseño de los proyectos tendientes al fortalecimiento estratégico en el mediano plazo de Terapistas del Country Ltda.

ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL

Terapistas del Country Ltda., está enfocada en personal de servicio que atiende las diferentes áreas de la organización. Sus órganos de gobierno están constituidos en primer término por la Junta Directiva conformada por sus Socios, Esta Junta nombra al Gerente General y al Revisor Fiscal. De la Gerencia dependen la Gerencia Comercial y los Departamentos Administrativo y de Calidad, en tanto que de la Gerencia Comercial depende el Departamento Asistencial del cual dependen los servicios de terapias que presta la Compañía. Adicionalmente cuenta con un

director médico externo, quien apoya el proceso asistencial en los casos clínicos que así lo requieran. En la Ilustración 5 se presenta el organigrama completo de la Compañía.

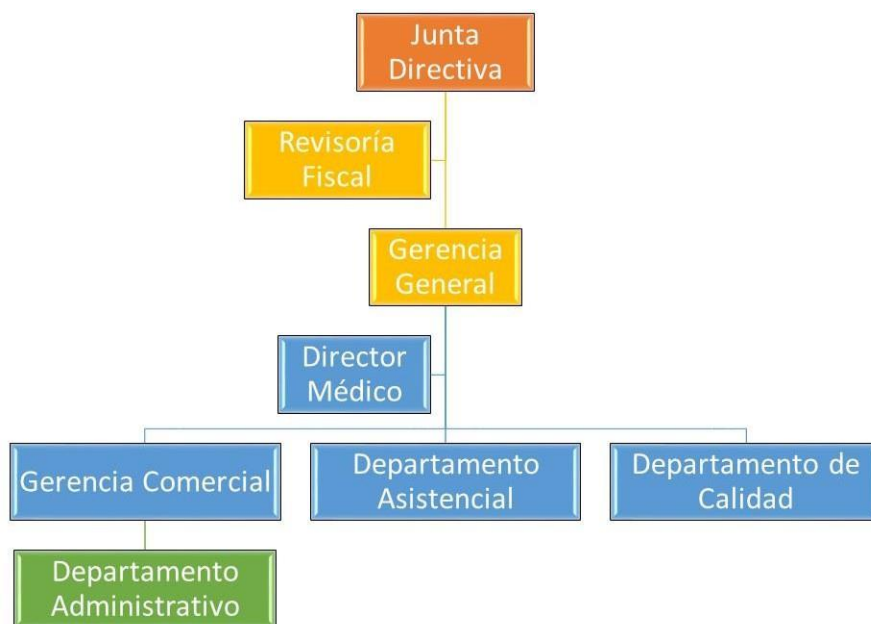


Ilustración 5. Organigrama de Terapistas del Country Ltda.

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con el anterior organigrama, los perfiles profesionales del staff de gerencia encargado de desarrollar la operación diaria de la Compañía, además de implementar la estrategia, se resumen de la siguiente manera:

- **Gerente General:** Tiene capacidad para planificar, organizar y supervisar en general las actividades de la compañía, enfocadas hacia el cumplimiento de los objetivos propuestos; desarrollando el crecimiento de la empresa a corto, mediano y largo plazo, de acuerdo con la Misión, Visión y políticas de la empresa, tiene la autoridad y puede decidir las acciones necesarias para manejar las actividades del recurso humano.

Cuenta con un alto compromiso organizacional, preocupándose por el orden y la calidad de todos los procesos corporativos, vela por la eficacia y eficiencia de los recursos humanos, técnicos y materiales de la empresa,

encaminando todos los esfuerzos de su equipo de trabajo para cumplir los objetivos que la empresa se ha trazado.

- **Gerente Comercial:** Posee la capacidad para planificar y organizar las actividades de marketing y ventas, económicas, financieras, actividades que están alineadas con la Misión, Visión y políticas institucionales, tiene la facultad de decidir las acciones necesarias para dirigir las actividades propuestas, generando planes de trabajo que optimicen los recursos disponibles.

Cuenta con capacidad de análisis para formular estrategias comerciales que llevan a la empresa a generar ingresos y optimizar sus gastos. Toma decisiones críticas, especialmente cuando se trata de asuntos centrales o vitales para la organización en materia comercial.

- **Jefe de Contabilidad:** Profesional capaz de analizar la información económica, tributaria y financiera de la compañía, elaborar informes que reflejen el comportamiento de la empresa. Con capacidad para desarrollar estrategias que eleven el capital de la organización, disminuyendo gastos y optimizando los recursos.

Diseña e implementa sistemas de control interno que tengan como propósito evitar acciones que perjudiquen el patrimonio de la empresa y mejoren el funcionamiento fiscal, económico y financiero de la compañía.

- **Director se Calidad:** Persona Líder, con capacidad para planificar, monitorear y evaluar procesos de mejoramiento de la calidad de los servicios que posee la compañía, garantizando el cumplimiento de sus estándares y normas, así como hacer cumplir los dispositivos legales para el cumplimiento de los objetivos institucionales y de Gestión de la Calidad, favoreciendo la mejora continua

Su función se relaciona con la supervisión y el asesoramiento sobre el rendimiento del sistema de gestión de la calidad, la producción de datos, la presentación de informes sobre el rendimiento y la medición en comparación con los estándares establecidos. Tiene la responsabilidad de asegurar que todo el

personal de la empresa este integrado con el sistema de Gestión de Calidad proporcionando herramientas y técnicas para permitir que la misión, visión y objetivos de la empresa logren los estándares de calidad deseados.

- **Coordinadora de Terapia:** Coordina y ejecuta las políticas de la Organización en el proceso asistencial para garantizar la prestación del servicio en las condiciones establecidas. Con gran destreza para ocuparse de la gestión humana del área de Terapia, mantiene la armonía, el equilibrio y la productividad que la empresa requiere de esta área, incluye un conocimiento importante del comportamiento humano. Su comunicación y habilidad para transmitir los mensajes que la gerencia dispone hacen que sea asertiva para dar retroalimentación.

La coordinadora de Terapia está engranada con los objetivos que la gerencia tenga encaminando, a sus colaboradores al cumplimiento de estas metas y objetivos.

VALORACIÓN DE LA EMPRESA TERAPISTAS DEL COUNTRY LTDA.

METODOLOGÍA

Para este trabajo se utilizó el método de Flujo de caja libre descontado (Free Cash Flow), el cual es considerando como el método más apropiado desde el punto de vista técnico, pues conjuga las expectativas de la empresa para generar un flujo de fondos futuro acorde con su comportamiento en el inmediato pasado, pero teniendo en cuenta el riesgo asociado al sector económico en que se desenvuelve la empresa.

La metodología aplicada en el desarrollo de este trabajo es la de los cinco pasos recomendada por Paulo Fernández y que se presentó en Ilustración 3 del capítulo del marco conceptual. En el primer paso se elabora un análisis para la proyección de los estados financieros, valorando cada una de las partidas que los componen, realizando las proyecciones basadas en los datos históricos de los últimos tres años, este análisis se usa para la elaboración de las proyecciones financieras a 5 años basándose en el entendimiento de los inductores de generación de valor de la empresa construyendo el escenario más probable de evolución de la empresa.

El método de Flujo de Caja Libre permite obtener directamente el valor total de la empresa utilizando una tasa de descuento apropiada determinada por el Costo Promedio Ponderado de los recursos de deuda y de los accionistas (WACC por sus siglas en inglés), siendo este uno de los puntos más importantes, ya que se tiene en cuenta el riesgo, el costo ponderado de las deudas y el costo ponderado de los recursos de los accionistas; todo esto en función de la estructura financiera de la empresa. Una vez determinado este costo, se procede al descuento de los flujos de caja de modo que los diferentes flujos futuros quedan en pesos actuales de modo que se pueden sumar, este resultado es el valor actual de la empresa.

Lo elementos clave son la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC), la tasa de inversión neta y la sostenibilidad de la tasa de rendimiento. El flujo de caja libre se establece a partir de deducir del flujo de caja las reservas para financiar los incrementos periódicos del capital de trabajo y las reservas de las inversiones futuras necesarias para mantener la actividad o sostener el crecimiento de la empresa. El saldo, denominado flujo de caja libre es el disponible que genera la empresa y que puede ser repartido entre los accionistas cada año. Estos saldos

libres se descuentan a la tasa WACC determinada previamente y la suma de estos valores descontados es el valor de la empresa a hoy.

PROYECCIÓN DE LOS ESTADO FINANCIEROS

Proyección del Activos

Los activos corrientes fueron proyectados con base en el crecimiento promedio de los últimos tres años 2017, 2018 y 2019, observando que guardan similitud en su crecimiento de un año a otro. Para la cuenta del disponible se tomaron los saldos finales que arrojó la proyección del flujo de tesorería en cada año respectivamente.

La cuenta de otras inversiones corresponde a una sola inversión que la empresa posee en la Clínica Portoazul en Barranquilla, inversión que se ha mantenido constante en los últimos años debido a que se trataba de un proyecto en construcción, pero que se espera empiece a generar en el año 2020.

Para la proyección de las cuentas por cobrar (clientes), se tomó las ventas totales, multiplicando el porcentaje de las ventas a crédito y posteriormente se divide por los 360 días del año para multiplicar este valor por el plazo de las cuentas por cobrar.

Terapistas del Country Ltda. debido a su actividad económica (Prestación de servicios Terapéuticos), no posee Inventario de ningún tipo.

El rubro de otros activos intangibles está compuesto por los impuestos corrientes por cobrar, los activos diferidos e intangibles; la proyección de esta cuenta del balance se realizó con el promedio simple del comportamiento histórico de los 3 últimos años.

Para efectos de la transición a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), las construcciones y edificaciones fueron llevadas a valor razonable de acuerdo con el avalúo comercial en el año 2016, la proyección de esta cuenta se realizó a partir del promedio simple de los saldos registrados en los 3 últimos años pues no se tienen planeadas nuevas inversiones.

Por otra parte, la Empresa realiza compras ocasionales de equipos médicos de bajo costo por lo que estas compras no impactan los estados financieros, para la depreciación acumulada de

estos activos, se tomó como referencia el año anterior y se le adiciono el gasto de depreciación del año proyectado (ver Tabla 2).

Tabla 2. Proyecciones del Activo Años 2019 a 2024

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO						Valores en millones de pesos		
ACTIVO	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Activo corriente								
Disponible	286.819	270.927	183.583	246.444	298.485	314.674	327.364	297.319
Inversiones temporales	138.720	138.720	138.720	500.000	530.000	550.000	570.000	590.000
Cuentas por cobrar (clientes)	970.554	1.087.234	1.047.361	1.016.331	1.052.549	1.088.768	1.124.987	1.161.206
Inventarios	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros activos -Intangibles	281.046	304.312	314.600	314.600	314.600	314.600	314.600	314.600
Activo corriente	1.677.139	1.801.194	1.684.264	2.077.374	2.195.634	2.268.041	2.336.951	2.363.124
Activo fijo								
Activo fijo bruto	2.887.475	2.946.182	2.979.799	3.033.436	3.088.038	3.143.622	3.200.207	3.257.811
Depreciación acumulada	-912.390	-1.048.472	-1.176.805	-1.480.149	-1.788.952	-2.103.315	-2.423.335	-2.749.116
<i>Activos por impuestos diferidos</i>	163.336	210.870	210.870	300.530	290.070	365.590	418.920	564.310
Activo no corriente	2.138.421	2.108.580	2.013.864	1.853.817	1.589.155	1.405.898	1.195.792	1.073.005
TOTAL ACTIVOS	3.815.560	3.909.774	3.698.128	3.931.191	3.784.789	3.673.939	3.532.743	3.436.129

Fuente: Elaboración Propia a partir de los Estados financieros de Terapistas del Country

Proyección de los Pasivos y del Patrimonio

Terapistas del Country Ltda., determina la clasificación de los pasivos financieros al momento del reconocimiento inicial. Todos los pasivos financieros presentados en la Tabla 3 se reconocen por su valor razonable. Para la proyección de las obligaciones financieras a corto plazo se tomó los abonos de capital programados para el año siguiente.

Las cuentas por pagar a proveedores no representan un valor importante por dos factores, primero la empresa tiene como política pagar a un plazo no mayor de 30 días sus pagos con proveedores y segundo, por la actividad que desarrolla la empresa no necesita comprar insumos ya que se concentra en los gastos del personal asistencial, su proyección se realizó tomando como base el promedio de participación de los costos y gastos totales, luego de restarle las depreciaciones y amortizaciones que no representan una salida de dinero para la empresa. El rubro de los costos y gastos por pagar incluye las retenciones en la fuente, impuestos de industria y comercio y los aportes sociales de nómina por pagar; estos fueron proyectados con el porcentaje promedio de participación del total de los gastos de administración y ventas de los últimos 3 años.

Tabla 3. Obligaciones Financieras

AMORTIZACIÓN DEUDA FINANCIERA

DEUDA #1 Av villas (Cesantías)	Plazo	1	Millones de pesos						
	Interés	7,0%	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Número de año ==>		0	1	2	3	4	5	6
Saldo inicial				35.813	0	0	0	0	0
Desembolsos					0	0	0	0	0
Cuota				38.320	0	0	0	0	0
Interés				2.507	0	0	0	0	0
Abono capital				35.813	0	0	0	0	0
Saldo final			35.813	0	0	0	0	0	0

DEUDA #2 Av villas	Plazo	2	Millones de pesos						
	Interés	14,5%	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Número de año ==>		0	1	2	3	4	5	6
Saldo inicial				60.775	32.443	0	0	0	0
Cuota				37.150	37.150	0	0	0	0
Interés				8.818	4.707	0	0	0	0
Abono capital				28.332	32.443	0	0	0	0
Saldo final			60.775	32.443	0	0	0	0	0

DEUDA NUEVA 2020	Plazo	5	Millones de pesos						
	Interés	11,4%	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Número de año ==>		0	1	2	3	4	5	
Saldo inicial			300.000	300.000	252.211	198.973	139.667	73.599	
Cuota				81.989	81.989	81.989	81.989	81.989	
Interés			17.100	34.200	28.752	22.683	15.922	8.390	
Abono capital				47.789	53.237	59.307	66.067	73.599	
Saldo final			300.000	252.211	198.973	139.667	73.599	0	

Fuente: Elaboración propia, a partir de los estados financieros de la Compañía.

Las obligaciones tributarias por pagar corresponden a los impuestos causados en el mismo año que se encuentran en el Estado de Resultados. Las Obligaciones con Beneficios Post Empleo Corriente, son las contraprestaciones que otorga Terapistas del Country Ltda. a los empleados que prestan sus servicios bajo contratos tales como término fijo, término indefinido u otra forma de contratación laboral con personas naturales, que se vinculen a las actividades propias y complementarias del objetivo social de la empresa, su proyección se realizó con base en los gastos y costos de personal, tomando el porcentaje de participación de los últimos 3 años.

Las obligaciones financieras a largo plazo corresponden al saldo final de los créditos con financieras que se presentan en la Tabla 3.

Para la cuenta de los otros pasivos - dividendos por pagar, se realizó la proyección según la política de distribución de utilidades acordada por los socios de la empresa que determina la distribución del 50% de las utilidades generadas en el año inmediatamente anterior. La proyección de los Pasivos se presenta en la Tabla 4.

Tabla 4. Proyección del Pasivo Años 2019 a 2024

PASIVO	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Pasivo corriente								
Obligaciones financieras corto plazo	19.694	97.234	65.718	80.232	53.237	59.307	66.067	73.599
Cuentas por pagar (proveedores)	1.332	1.711	8.839	4.360	4.516	4.671	4.827	4.982
Costos y gastos por pagar	101.996	116.100	115.128	131.472	135.734	140.004	144.281	148.565
Impuestos por pagar	155.000	194.000	100.000	80.517	79.743	85.016	91.604	98.366
Impuesto de Industria y Cio por pagar	8.826	9.802	9.658	10.105	10.466	10.826	11.186	11.546
Obligación por Beneficios Post Empleo, Corriente	360.195	368.856	381.597	397.061	405.000	350.000	350.000	350.000
Otros pasivos no financieros corrientes	45.277	59.502	35.238		0	0		
Total pasivo corriente	692.321	847.205	716.178	703.748	688.696	649.823	667.964	687.058
Pasivo no corriente								
Obligaciones financieras largo plazo	434.486	151.359	28.771	332.443	252.211	198.973	139.667	73.599
Pasivos por impuesto diferido	104.853	154.882	154.882					
Otros Pasivos no financieros -Dividendos p	404.397	233.397	74.397	228.610	217.107	313.777	279.155	259.531
TOTAL PASIVOS	1.636.057	1.386.843	974.228	1.264.801	1.158.014	1.162.573	1.086.786	1.020.189

Fuente: Elaboración Propia a partir de los Estados financieros de Terapistas del Country

En lo que se refiere al patrimonio Tabla 5, se observa que la Empresa cuenta con unos aportes sociales de \$60.000.000. De acuerdo con las disposiciones del Código de Comercio, el 10% de la utilidad neta debe apropiarse para una reserva legal hasta cuando alcance el 50% del capital pagado, reserva que a la fecha de este estudio ya se encuentra realizada en su totalidad. La reserva legal no es distribuible antes de la liquidación de la sociedad, pero puede ser utilizada para absorber pérdidas. A diciembre de 2019 viene con un acumulado de \$ 84,580,731 y se mantiene constante en la proyección en razón a lo explicado anteriormente. El saldo que presenta el rubro *“Efectos de Adopción NIIF por primera vez”* es debido a la transición a NIIF que proviene del disponible, de la propiedad planta y equipo y de los diferidos de años anteriores que se ajustaron a valores reales por medio de peritaje de la propiedad planta y equipo y reclasificación de disponible y del diferido, por tanto, este valor se mantiene constante para los años de la proyección.

La razón de rentabilidad financiera obtenida por la empresa sobre sus fondos propios (ROE), a partir de la inversión realizada por los socios, se mantiene estable desde el año 2019 en razón que se determinó este valor como la rentabilidad mínima esperada por los accionistas sobre sus recursos de capital.

Tabla 5. Proyección del Patrimonio Años 2019 a 2024

PATRIMONIO	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Capital	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000
Reserva legal	84.581	84.581	84.581	84.581	84.581	84.581	84.581	84.581
Resultados del ejercicio	226.430	343.427	200.969	171.098	177.493	198.372	213.742	229.520
Utilidades retenidas	372.222	598.652	942.080	914.439	868.430	732.146	651.362	605.573
Efectos de Adopción NIIF por primera vez	1.436.270	1.436.270	1.436.270	1.436.270	1.436.270	1.436.270	1.436.270	1.436.270
TOTAL PATRIMONIO	2.179.504	2.522.931	2.723.900	2.666.388	2.626.774	2.511.369	2.445.955	2.415.944
PASIVO Y PATRIMONIO	3.815.561	3.909.774	3.698.129	3.931.189	3.784.788	3.673.942	3.532.742	3.436.132
Retorno sobre la Inversión - ROE	10,4%	13,6%	7,4%	6,4%	6,8%	7,9%	8,7%	9,5%

Fuente: Elaboración Propia a partir de los Estados financieros de Terapistas del Country

Proyección del Estado de Resultados

En la Tabla 7 se presentan las proyecciones del Estado de Resultados las cuales se construyeron a partir de los supuestos que se describen a continuación.

Las ventas representan los ingresos que tiene la compañía por la prestación de sus servicios terapéuticos en sus diferentes líneas; están concentrados en un 90% aproximadamente en único cliente hospitalario y un 10% en clientes conformados por empresas de medicina prepagada y compañías aseguradoras; para la proyección se utilizó un modelo de regresión lineal tomando la información de los años 2016 a 2019. El resultado de dicha regresión se presenta en la Ilustración 6. Como se observa en la ilustración, el coeficiente de determinación es del 0,92 lo que señala que las estimaciones del modelo describen bastante bien los datos observados.

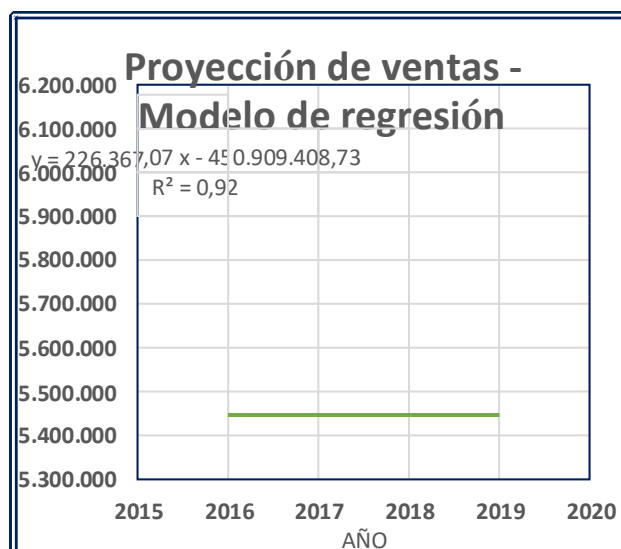


Ilustración 6. Proyección de las Ventas al 2024

Fuente: Elaboración propia.

El otro estadístico importante para determinar si el modelo describe adecuadamente las observaciones es el valor crítico de F que como lo señala la Tabla 6 está por debajo 0,05. Estos dos datos permiten tener una alta confianza en la ecuación (ver Ilustración 6) derivada de esta regresión y que se usa para hacer la proyección de las ventas de la Compañía en los próximos 5 años.

Tabla 6. Análisis de Varianza de la Regresión de las Ventas

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	medio de los cuadra	F	Valor crítico de F
Regresión	1	256.210.245.790	256.210.245.790	22,06776621	0,04
Residuos	2	23.220.315.398	11.610.157.699		
Total	3	279.430.561.188			

Fuente: Elaboración propia.

A partir de la proyección de las ventas se proyectan los costos de administración y de ventas que aumentan en una relación directamente proporcional a los ingresos dado que se trata de una empresa prestadora de servicios en salud (IPS) que origina sus ingresos a partir del número de procedimientos que ejecute y que tienen una relación constante del 67% del total de los ingresos.

Tabla 7. Proyección Estado de Resultados 2019 a 2024

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO						Valores en millones de pesos		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ventas	5.741.902	5.982.414	6.047.334	6.352.067	6.578.434	6.804.801	7.031.168	7.257.535
Costo de ventas	3.864.011	3.935.963	4.117.452	4.259.574	4.411.372	4.563.169	4.714.967	4.866.764
Utilidad Bruta	1.877.892	2.046.451	1.929.882	2.092.493	2.167.063	2.241.632	2.316.202	2.390.772
Gastos								
Gastos de personal admon	822.464	923.042	997.881	979.369	1.014.270	1.049.172	1.084.073	1.118.975
Mantenimiento y reparaciones	33.782	28.143	27.354	58.310	60.388	62.466	64.544	66.622
Arrendamiento	4.255	4.427	4.555	4.715	4.880	5.051	5.227	5.410
Servicios	144.289	162.835	186.318	195.707	202.682	209.656	216.630	223.605
Otros gastos de admón y ventas	240.048	305.781	316.177	307.447	318.404	329.360	340.317	351.273
Depreciaciones	187.906	139.295	128.333	303.344	308.804	314.362	320.021	325.781
Amortizaciones	15.881	16.304	20.467	18.366	18.366	18.366	18.366	18.366
Total gastos de admón y ventas	1.448.625	1.579.827	1.681.087	1.867.258	1.927.794	1.988.433	2.049.179	2.110.032
UTILIDAD OPERACIONAL	429.267	466.624	248.796	225.235	239.269	253.199	267.023	280.739
Ingresos no operacionales	81.628	158.293	111.847	125.575	130.050	134.525	139.001	143.476
Gastos bancarios	30.174	30.209	33.825	34.831	36.072	37.313	38.555	39.796
Gasto financiero - Interes	72.941	43.827	21.587	28.425	38.907	28.752	22.683	15.922
Gastos no operacionales	26.349	13.454	4.261	35.939	37.104	38.271	39.440	40.611
Neto otros ingresos y egresos	-47.836	70.803	52.174	26.380	17.967	30.189	38.323	47.146
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	381.430	537.427	300.969	251.615	257.236	283.388	305.346	327.885
Impuestos	155.000	194.000	100.000	80.517	79.743	85.016	91.604	98.366
UTILIDAD NETA	226.430	343.427	200.969	171.098	177.493	198.372	213.742	229.520

Fuente: Elaboración Propia a partir de los Estados financieros de Terapeutas del Country

La línea de costos es uno de los rubros más importantes en el estado de Resultados, dado que allí se concentran el personal de apoyo asistencial que representa el 80 % del personal de la empresa.

El factor humano dentro de la empresa es uno de sus activos más importantes y puede participar en la mejora continua de los estados financieros, procesos de producción, calidad y servicio.

A la hora de proyectar el costo de personal es básico detenerse a analizar si se dispone del personal necesario y correctamente retribuido para implementar el plan de negocio. Al mismo tiempo, la dirección debe estimar, al menos de manera aproximada, las necesidades de personal asistencial que va a requerir con el fin de atender las ventas de manera eficiente. De igual manera si la estrategia va encaminada hacia una reducción o ampliación del personal Asistencial, es necesario detallar el incremento o disminución de los pacientes atendidos, que son los generadores de los ingresos.

Del mismo modo que se procedido con el balance general, se analiza los diferentes argumentos utilizados para realizar las proyecciones de las cuentas de resultados. El costo de ventas de la Empresa se compone principalmente de la nómina del personal asistencial (terapeutas, supervisoras, etc.) en general es el recurso humano, quien genera los ingresos de la empresa. Al respecto se evidenció que el costo de personal representa el 67% de la cifra de las ventas de la empresa. Vemos que se mantiene una relación proporcional entre el aumento de los ingresos y el aumento de los costos a lo largo de la proyección.

Los gastos del personal administrativo fueron proyectados con el mismo parámetro que los costos, teniendo como base la participación que estos ocupan en el ingreso de acuerdo con el comportamiento de los últimos 3 años, mostrando así, una participación promedio del 15.4%.

Para gastos de mantenimiento y reparaciones se tuvo en cuenta el comportamiento y la participación de este rubro con respecto a los activos fijos de la empresa, fijando así un incremento del 0.9% anual. Los arrendamientos fueron proyectados con la tasa de crecimiento real promedio (3.5%). Los gastos de servicios, administración y ventas fueron proyectados de la misma manera, relacionando su proporcionalidad y comportamiento con respecto a las ventas, su incremento fue de del 3.1% y del 4.8% respectivamente.

Los gastos financieros - intereses, no son significativos, dado que el endeudamiento de la Empresa con sector bancario como se presenta en la Tabla 3 es poco representativo, esto se debe a la política de endeudamiento definida por la empresa; por lo tanto, este gasto representa tan sólo el 1.6% de sus gastos administrativos. Los gastos bancarios corresponden al gravamen de los movimientos financieros, comisiones bancarias, corresponden al 2% del total de los gastos de administración y ventas, deduciendo las depreciaciones y amortizaciones; su incremento fue proyectado con un aumento del 0.6% anual.

En la Tabla 8 se presentan los supuestos que fueron tenidas en cuenta para determinar la proyección del Costo Promedio Ponderado (WACC) de los recursos financieros usados por la Empresa.

Tabla 8. Indicadores y Variables para el Calculo de la WACC

INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Crecimiento de la economía - PIB			3,2%	3,2%	2,9%	3,1%	3,4%	3,4%
Tasa impositiva	33%	33%	33%	32%	31%	30%	30,0%	30,0%
Inflación estimada	4,1%	3,2%	3,4%	3,8%	4,8%	3,6%	3,0%	3,0%
Cambio esperado en el riesgo del sector				0,03	0,03	0,02	0,01	0,00
VARIABLES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Reserva legal				0,0%				
Distribución utilidades				20%	20%	30%	30%	30%
Ventas contado				4%				
Ventas credito				96%	60 días			
Plazo ctas por pagar			30	30	30	30	30	30
Plazo ctas por cobrar			45	45	45	45	45	45

Fuente: Elaboración propia

La empresa, además de hacer inversiones en otras empresas y en compra de activos fijos (gastos de capital), pueden usar sus fondos en capital de trabajo, esto es lo que se conoce como cambio en el capital de trabajo neto. Esto lo evidenciamos con la diferencia entre el capital de trabajo neto de un periodo respecto al del periodo anterior. Dado que la evolución normal del negocio supone una demanda de capital de trabajo adicional por efectos del crecimiento vegetativo del negocio, causado principalmente por la variación de precios de los salarios y los insumos necesarios para prestar el servicio, así como también el crecimiento de los procedimientos realizados, se evaluó la capacidad de la Empresa para financiar este crecimiento, proyectando las necesidades adicionales de capital de trabajo tal como se presenta en la Tabla 9 concluyendo que la empresa genera la caja necesaria para cubrir estas necesidades proyectadas.

Tabla 9. Variación del Capital de Trabajo

VARIACIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1 ACTIVO CORRIENTE	1.684.264	2.077.374	2.195.634	2.268.041	2.336.951	2.363.124
a. PASIVO CORRIENTE	716.178	703.748	688.696	649.823	667.964	687.058
b (-) OBLIGACIONES FINANCIERAS CP	65.718	80.232	53.237	59.307	66.067	73.599
2 DEUDA OPERACIONAL (a - b)	650.460	623.515	635.458	590.517	601.897	613.459
CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO (1 - 2)	1.033.804	1.453.859	1.560.175	1.677.524	1.735.054	1.749.666
VARIACIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO	- 17.419	420.055	106.317	117.349	57.530	14.612

Fuente: Elaboración Propia

Presupuestos de Tesorería Proyectado

El último elemento necesario para la construcción del flujo de caja libre es proyectar el presupuesto de tesorería tal como se presenta en la Tabla 10 a partir de la información disponible de los ya mencionados últimos tres años para proyectar los cinco años siguientes a partir del 2020.

Tabla 10. Presupuesto de tesorería proyectado 2020 a 2024

PRESUPUESTO DE TESORERÍA PROYECTADO					
	Valores en millones de pesos				
	2020	2021	2022	2023	2024
SALDO INICIAL	183.583	246.444	298.485	314.674	327.364
ENTRADAS					
Ventas de contado	254.083	263.137	272.192	281.247	290.301
Recaudo de cartera	6.129.015	6.279.078	6.496.391	6.713.703	6.931.015
Ingresos no operacionales	125.575	130.050	134.525	139.001	143.476
Créditos bancos	300.000	300.000	252.211	198.973	139.667
TOTAL ENTRADAS	6.808.673	6.972.266	7.155.319	7.332.923	7.504.459
SALIDAS					
Obligación por Beneficios Post Empleo, Corriente	397.061	405.000	350.000	350.000	350.000
Gastos bancarios	99.195	36.072	37.313	38.555	39.796
Pago a proveedores	4.264.052	4.411.216	4.563.014	4.714.811	4.866.608
Pago de gastos de admón. y ventas	1.529.205	1.596.361	1.651.435	1.706.515	1.761.600
Compra de activos	54.602	55.585	56.585	57.604	76.613
Pago impuesto de renta	80.517	79.743	85.016	91.604	98.366
Pago intereses deuda financiera	28.425	38.907	28.752	22.683	15.922
Abono a capital deuda financiera	64.145	80.232	53.237	59.307	66.067
Distribución utilidades	228.610	217.107	313.777	279.155	259.531
TOTAL SALIDAS	6.745.812	6.920.225	7.139.130	7.320.233	7.534.504
SALDO ACUMULADO	246.444	298.485	314.674	327.364	297.319
Compra de inversiones temporales					
Venta de inversiones temporales	0	0	0	0	0
Crédito de tesorería	0	0	0	0	0
MOVIMIENTO NETO DE TESORERÍA	0	0	0	0	0
SALDO FINAL EN CAJA	246.444	298.485	314.674	327.364	297.319
Ciclo de caja	30	30	30	30	30
EFECTIVO MÍNIMO	160.649	137.620	142.210	146.800	151.204
SOBRANTE (FALTANTE)	85.794	160.865	172.464	180.564	146.115

Fuente: Elaboración Propia a partir de los Estados financieros de Terapistas del Country

El presupuesto de tesorería se construye a partir de las ventas proyectadas que se estimaron mediante la regresión lineal de los datos de ventas registrados entre 2016 y 2019 como ya se explicó anteriormente. Igualmente tiene impacto directo los pagos de los créditos y la política de endeudamiento de corto y largo plazo.

PROYECCIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE

Con base en las proyecciones de las diferentes partidas anteriormente presentadas, se construyó el flujo de caja libre de la Tabla 11. Para efectos de unas estimaciones conservadoras, se consideró un crecimiento vegetativo del negocio, es decir el crecimiento de los ingresos por aumento de los precios de los procedimientos en razón a la tasa de inflación e incremento de los procedimientos en respuesta al crecimiento de la población. No se incluyó un crecimiento adicional del mercado como estrategia de reducir el riesgo a la especulación. Igualmente, no se incluyen inversiones en activos fijos sino solamente las necesarias para suministrar los equipos requeridos para llevar a cabo los diferentes procedimientos.

El flujo de cada periodo se ha deducido además de los impuestos de renta y los costos financieros, las necesidades de capital de trabajo para financiar el incremento de la actividad en servicios prestados y los nuevos requerimientos de capital. De esta forma se obtiene el Flujo de Caja Libre que son los recursos a disposición de la administración del negocio para atender proyectos de expansión o de inversión.

Tabla 11. Flujo de Caja Libre Proyectado

Rubro	2019	2020	2021	2022	2023	2024
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	200.969	171.098	177.493	198.372	213.742	229.520
(+) Impuestos CAUSADOS	100.000	80.517	79.743	85.016	91.604	98.366
(+) Gastos financiero	21.587	28.425	38.907	28.752	22.683	15.922
EBIT	322.557	280.040	296.143	312.140	328.029	343.807
(-) Impuestos AJUSTADOS	106.444	89.613	91.804	93.642	98.409	103.142
EBIT (1 - tx) UODI RODI NOPAT NOPLA	216.113	190.427	204.339	218.498	229.620	240.665
(+) Depreciación	128.333	303.344	308.804	314.362	320.021	325.781
(+) Amortizaciones	20.467	18.366	18.366	18.366	18.366	18.366
1 Flujo operativo o flujo bruto	364.913	512.137	531.509	551.227	568.007	584.813
(-) Inversión en capital de trabajo	-17.419	420.055	106.317	117.349	57.530	14.612
(-) Inversión en activos no corrientes (1)	33.617	53.636	54.602	55.585	56.585	57.604
2 Financiación de inversiones	16.198	473.691	160.919	172.934	114.115	72.215
(1 - 2) FCL	348.715	38.446	370.590	378.293	453.892	512.597

Fuente: Elaboración Propia a partir de los Estados financieros de Terapistas del Country Ltda.

El siguiente paso es entrar a valorar la Empresa, para el efecto se toma el flujo de caja libre resultado de la proyección presentada en la Tabla 11 y descontar cada flujo por el costo promedio ponderado del capital generado por la Compañía.

ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL (CK)

Una vez establecido el FCL de la Empresa se procede a establecer el costo del capital, o rentabilidad mínima esperada, valor que será usado para realizar el descuento de FCL obtenido y llegar al valor de la empresa. El primer paso consiste en determinar la estructura del capital de la empresa la cual se presenta en la Tabla 12 a partir de la situación de endeudamiento actual (2019) se proyecta al 2024 bajo el supuesto de mantener el endeudamiento total, alrededor del 10% del total de los activos de la Compañía. Esta estrategia de estructura de capital es, de acuerdo con el FCL, sostenible en el tiempo.

Tabla 12. Estructura de Capital

ESTRUCTURA DEL CAPITAL	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Gasto financiero I	21.587	28.425	38.907	28.752	22.683	15.922
Deuda D	191.077	445.118	305.448	258.280	205.734	147.198
Costo de la deuda antes de impuestos $i_d = I / D$	11,3%	6,4%	12,7%	11,1%	11,0%	10,8%
Costo de la deuda después de impuestos $i_d * (1 - t_e)$	7,6%	4,3%	8,8%	7,8%	7,7%	7,6%

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
D Deuda financiera al inicio del año + Deudas contratadas durante el año	191.077	445.118	305.448	258.280	205.734	147.198
K Patrimonio al inicio del año + Aportes efectuados durante el año	2.723.900	2.666.388	2.626.774	2.511.369	2.445.955	2.415.944
D + K	2.914.977	3.111.507	2.932.222	2.769.648	2.651.690	2.563.142

Return On Investment: ROI	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT (1 - t _x) UODI NOPAT	216.113	190.427	204.339	218.498	229.620	240.665
ROI	7,4%	6,1%	7,0%	7,9%	8,7%	9,4%

Relación Deuda - Patrimonio	D / K	7,0%	16,7%	11,6%	10,3%	8,4%	6,1%
Relación Deuda - Total Recursos	D / (D+k)	6,6%	14,3%	10,4%	9,3%	7,8%	5,7%
Relación Patrimonio - Total Recursos	K / (D+k)	93,4%	85,7%	89,6%	90,7%	92,2%	94,3%

Fuente: Elaboración Propia

En la Tabla 13 se estima el riesgo individual de la compañía a partir de la valoración de los 10 factores que se listan en la tabla, dichas variables son calificadas en una escala de 0 a 4, siendo 0 el riesgo mínimo y 4 el más alto, de esta forma cada año se suman las calificaciones otorgadas a cada criterio y el resultado se divide entre 40. Este valor finalmente se multiplica por la prima básica del Riesgo Compañía, que en este caso es de 1,7% de acuerdo con la recomendación de la empresa Ibbotson Associate que fija este factor adicional dado el tamaño pequeño de la empresa. Vale la pena señalar que, si bien en el marco legal colombiano la Compañía clasifica como mediana empresa, se otorgó un riesgo de empresa pequeña, dado que la recomendación de Ibbotson es para el mercado norteamericano.

Tabla 13. Riesgo Compañía
RIESGO COMPAÑÍA

Criterio	Puntaje 0-4 según riesgo de la empresa						
	AÑO ==>	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tamaño de la compañía		3	3	3	3	3	3
Acceso a capital patrimonial		3	3	3	3	3	3
Acceso a capital financiero		0	0	0	0	0	0
Nivel de la gerencia		3	3	3	3	3	3
Dependencia de empleados claves		1	1	1	1	1	1
Concentración proveedores		2	2	2	2	2	2
Concentración de clientes		3	3	3	3	3	3
Sistema de auditoría		3	3	3	3	3	3
Sistemas de Calidad		0	0	0	0	0	0
Riesgo geográfico		2	2	2	2	2	2
TOTAL PUNTAJE		20	20	20	20	20	20

Puntos % por riesgo compañía	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
-------------------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Fuente: Elaboración propia

El siguiente paso es determinar el riesgo del sector en que se desempeña la Compañía dicho ejercicio se presenta en la Tabla 14, asumiendo como base la tasa libre de riesgo del mercado de Estados Unidos cuyo promedio simple para los 10 últimos años se calculó en 4,4% con base en los registros de la rentabilidad promedio anual de los bonos del tesoro norteamericano (Damoradan, 2020). Se estima, como ya se explicó anteriormente una prima por tamaño de empresa de 1,7%. La tabla también señala la inflación de largo plazo para Colombia (DANE, 2020) y Estados Unidos (Fondo Monetario Internacional, 2020), estimada con base en el promedio simple de la inflación anual registrada en el período 2010 a 2019.

Tabla 14. Estimación del Riesgo del Sector

RIESGO SECTOR R_C	Factor
Prima básica de riesgo compañía*	1,7%
Prima de riesgo del mercado	8,4%
Tasa libre de riesgo nominal en dólares R_f USA	4,4%
Inflación en USA	1,8%
Tasa libre de riesgo real en dólares	2,5%
Inflación COLOMBIA	3,9%
Tasa libre de riesgo nominal COLOMBIA	6,5%
Riesgo país Colombia	2,9%
1 Tasa libre de riesgo COLOMBIA R_f COL	9,4%

*Fuente: Titman, Sheridan. Valoración. Pearson - 2009 Pág. 135

Fuente: Jairo Gutiérrez Carmona.

La tasa riesgo país es el promedio simple del margen (spread) que cobra el mercado norteamericano por los TES colombianos promediados los 10 últimos años (Damoradan, 2020). Por su parte la prima de riesgo de mercado es también, el promedio simple para el mismo lapso de la prima de riesgo registrada para el sector de la salud humana en el mercado de los Estados Unidos (Damoradan, 2020).

En la Tabla 15, se procede a estimar el Beta apalancado (β_L) a partir del beta operativo (o desapalancado β_U) información estimada por el Profesor Anwarth Damodaran para el mercado del sector Salud Humana en Estados Unidos actualizado a enero de 2020. El β_L se obtiene al relacionar el riesgo operativo del sector con la participación del crédito en la estructura financiera de la Empresa y el escudo fiscal (1-t) que se obtiene por la reducción en el impuesto de renta por efectos de la reducción de la base gravable en razón a las erogaciones en que incurre la Compañía por pago de intereses.

Tabla 15. Estimación del Beta Apalancado.

Concepto	2019	2020	2021	2022	2023	2024
β_U Operativo	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62
Estructura de capital de la empresa	0,07	0,17	0,12	0,10	0,08	0,06
β_L Apalancado	0,44	0,49	0,48	0,48	0,47	0,46

Fuente: Cálculos propios a partir de www.damodaran.com.

Con el cálculo del β_L se tiene la información completa para la estimación del costo de patrimonio (K_e) de la empresa, de acuerdo con la siguiente ecuación:

Ecuación 1. Cálculo del Costo del Patrimonio

$$K_e = K_L + K_m - K_l * \beta_L + R_i + R_p$$

Donde:

K_e es el costo del patrimonio

K_L es el costo libre de riesgo

K_m es el costo del patrimonio para el sector

β_L es el Beta apalancado para el sector

R_i es el riesgo por tamaño de la empresa

R_p es el riesgo país.

El K_e calculado a partir de la Ecuación 1 debe ser ajustado a las condiciones del mercado colombiano pues está calculado para el mercado americano. Para el efecto se descuenta la inflación promedio a largo plazo de la economía norteamericana con la siguiente operación:

Ecuación 2. Costo Real del Patrimonio

$$K_{e \text{ Real USA}} = \frac{1 + K_e}{1 + Inf_{USA}} - 1$$

Donde:

$K_{e \text{ Real USA}}$ es el costo del patrimonio descontada la inflación.

Inf_{USA} es la inflación de largo plazo de la economía norteamericana.

Una vez se ha aislado el efecto inflacionario del costo del patrimonio, se puede ya incorporar al mercado colombiano agregándole ahora, el efecto de la inflación esperada de largo plazo de la economía colombiana. Se calcula de acuerdo con la siguiente ecuación:

Ecuación 3. Cálculo del Costo del Patrimonio ara Colombia

$$K_{e \text{ Col}} = K_{e \text{ Real USA}} + 1 * Inf_{Col} + 1 - 1$$

Donde:

$K_{e \text{ Col}}$ es el costo del patrimonio de la empresa en Colombia

Inf_{col} es la inflación promedio de largo plazo esperada en Colombia

En resumen, el Costo del Patrimonio se interpreta como la tasa de rendimiento requerido por los propietarios de la empresa (Socios), la cual se ajustada por el riesgo del negocio y por el riesgo país. En la Tabla 16 se presenta la estimación del Costo Promedio Ponderado (WACC) de la Empresa, de acuerdo con la estimación del costo financiero, del costo del patrimonio y a su participación en el total de los recursos utilizados por la Empresa. Por otra parte, en la Ilustración 7 se muestra el comportamiento proyectado al 2024 de la rentabilidad esperada de Terapistas del Country Ltda. dicha expectativa esta alrededor del 13% con una variación máxima de 0,6 puntos porcentuales y un promedio en dicha variación del 1%. Con el dato del Costo del Capital (CK) obtenido se procede entonces a descontar el FCL presentado en la Tabla 11.

Tabla 16. WACC Terapistas del Country Ltda.
Costo promedio Ponderado del capital - WACC -

Concepto	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Costo de la deuda <u>después</u> de impuestos	7,6%	4,3%	8,8%	7,8%	7,7%	7,6%
% de D en el total de recursos	6,6%	14,3%	10,4%	9,3%	7,8%	5,7%
Aporte de la deuda financiera	0,5%	0,6%	0,9%	0,7%	0,6%	0,4%
Costo del Capital (CK)	13,0%	13,2%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
% del K en el total de recursos	93,4%	85,7%	89,6%	90,7%	92,2%	94,3%
Aporte de la deuda financiera	12,1%	11,3%	11,8%	11,9%	12,1%	12,3%
COSTO DE CAPITAL	12,6%	11,9%	12,7%	12,6%	12,7%	12,7%

Fuente: Elaboración Propia a partir de los Estados financieros de Terapistas del Country

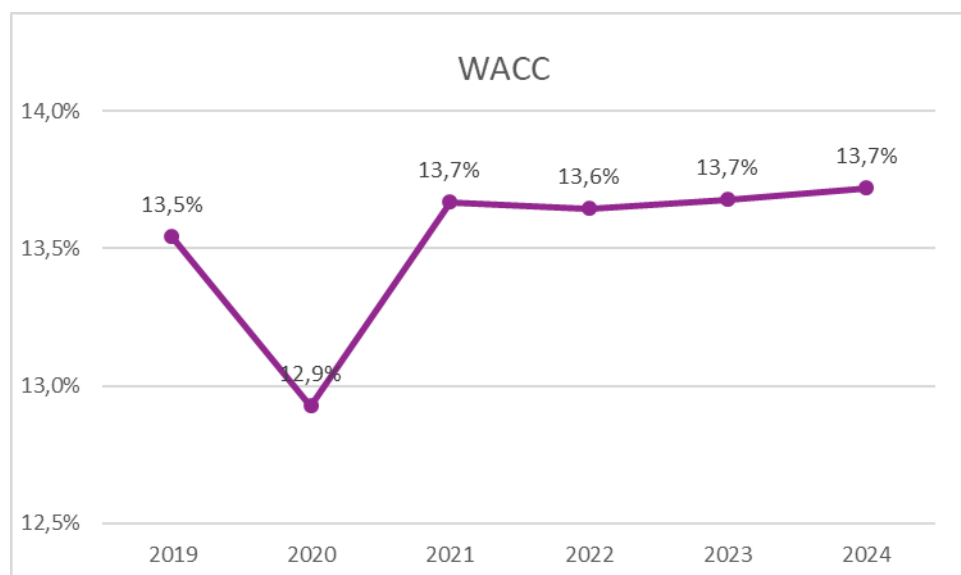


Ilustración 7. Terapistas del Country Ltda. WACC Proyectado
Fuente: Elaboración propia

Finalmente, como último paso se calcula el Valor de Continuidad o Valor Terminal de la Empresa pues se supone que al final de la proyección de todos modos esta sigue operando y generando valor. En consecuencia, se utiliza el enfoque moderado convergente (García, 2003) en el cual se supone que la empresa no realiza nuevas inversiones y tampoco tiene un crecimiento diferente al proyectado. Estos supuestos permiten asimilar el CK del último periodo a la tasa de descuento a perpetuidad. De acuerdo con estas condiciones se calculó el Valor Terminal que se presenta en la Tabla 17.

Tabla 17. Flujo de Caja Libre Descontado y Valor Terminal de la Empresa

CONCEPTO	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ultimo FCL conocido						512.597
Ultimo costo de capital conocido						12,75%
Crecimiento esperado del FCL	PIB crecimiento promedio esperado (2020-24) ==>			0,00%	Real =0,0%	0,00%
VALOR TERMINAL ENFOQUE MODERADO CONVERGENTE						4.021.796
FCL		38.446	370.590	378.293	453.892	512.597
WACC		11,9%	12,7%	12,6%	12,7%	12,7%
WACC ACUMULADO		11,9%	26,1%	42,1%	60,1%	80,5%
Valor presente de los flujo en el año 0		34.350	293.851	266.305	283.557	284.030
Valor presente del valor terminal						2.228.476

Fuente: Elaboración propia

En la misma tabla se tiene el descuento del valor de cada año del FCL proyectado el cual se descuenta por el valor del CK Acumulado (WACC Acumulado en la Tabla). Igualmente, el Valor Terminal encontrado se descuenta al WACC acumulado en el año 2024. Con estos valores actualizados al año 0 de la proyección se obtiene el valor de la empresa en el año base de este ejercicio. El resultado final de esta valoración se presenta en la Tabla 18.

Tabla 18. Valor de la Empresa

Valor de Terapists del Country Ltda.		
A final del año ==>	2019	$\sum_{t=1}^n \frac{FCLO_t}{(1+i)^t}$
Suma del valor presente de los flujos	1.162.092	
	+	
Valor presente del valor terminal	2.228.476	$\frac{VT}{(1+i)^n}$
	=	
Valor de mercado de la empresa	\$ 3.390.568	

Fuente: Elaboración propia

RECOMENDACIONES.

El valor estimado de Terapistas del Country a diciembre de 2019 es de acuerdo con la Tabla 18 de \$3.390.568 peso, en el cual el Valor Terminal representa el 65% del valor actual estimado del negocio que es el comportamiento esperado de esta cifra (García, 2003). Importante resaltar que la estimación de este Valor Terminal se realizó por el método de Enfoque Moderado Convergente en el cual se estima que el Costo de Capital de la Compañía (CK) se asimila a la con la tasa de descuento a perpetuidad debido a que se supone que no hay crecimiento adicional en la generación del FCL para los periodos posteriores al horizonte de la proyección (García, 2003).

Es importante destacar que las bases para efectuar las diferentes proyecciones que componen este trabajo fueron fundamentalmente conservadoras. Lo anterior sobre el principio de someter a las variables claves de la empresa a las condiciones menos favorables posibles con el fin de poder medir la capacidad de la empresa de soportar condiciones de mercado adversas. Dicho lo anterior, es importante destacar que la estimación de valor de la empresa resulta atractiva y permite prever una capacidad adecuada para atender la demanda de recursos para el fortalecimiento estratégico sin desatender el pago de los dividendos a los socios de la Compañía.

Como se mencionó inicialmente, los estimados se construyeron sobre supuestos conservadores, el factor por el cual se estimó el Valor de Terminal de la Empresa no incluyó una tasa de crecimiento pues la evaluación del comportamiento de la Empresa en los tres últimos años es muy estable (García, 2003), razón por la cual la proyección de las ventas se explica por la regresión línea que se calculó sobre el comportamiento de las ventas de los últimos tres años registradas en la información contable disponible de la Empresa.

Señal de alerta es que más del 95% de la facturación de la Compañía se origina en un único cliente, esto supone un alto riesgo sobre la fuente de ingresos y requiere de un redireccionamiento estratégico que permita diversificar la cartera de clientes ya sea desarrollando nuevos mercados o diseñando nuevos productos o en el mejor de los casos, a través de una combinación de estas dos estrategias.

Importante es tener en cuenta que el FCL, que es uno de los macro inductores generadores de valor económico agregado (García, 2003), señala la capacidad de la Empresa para abordar

esta diversificación de mercados/producto que de acuerdo con el análisis estratégico de la Empresa realizado en este trabajo resulta conveniente realizar.

Consistente con lo anterior, es importante desarrollar un análisis complementario sobre el comportamiento del otro macro inductor de valor que es la rentabilidad sobre el activo. En paralelo con lo anterior, se debe contemplar detenidamente el comportamiento de los inductores de valor de la Compañía tanto operativos como financieros, de tal forma que se puedan alinear estos con el propósito de creación de valor para los inversionistas.

BIBLIOGRAFÍA

- Álvarez García , R. D., García Monsalve, K. I., & Borraez Álvarez , A. F. (Julio - Diciembre de 2006). Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados. *Semestre económico* 9(18), 9(18), 59-83.
- Damoradan, A. (10 de 01 de 2020). *Risk Premiums for Other Markets*. Obtenido de Damodaran Web site: www.damodaran.com
- DANE. (20 de 5 de 2020). *Estadísticas por tema*. Obtenido de Página WEB del DANE: <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema>
- Fernández, P. (2000). *Valoración de empresas* . Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Fondo Monetario Internacional. (20 de 5 de 2020). *IMF DataMapper*. Obtenido de Página WEB del FMI: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/W
EOWORLDanex
- García, O. L. (2003). *Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA*. Calí - Colombia: Prensa Moderna Impresores S.A.
- Vidarte, J. J. (Julio de 2009). El flujo de caja descontado como como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa. *Gestión & Desarrollo*, 6(2), 103-110. Recuperado el 03 de Junio de 2020
- Villapérez, A., & Alfonso, R. (2007). *Valoración de empresas. Teoría y casos prácticos. Aplicaciones al sector agroalimentario*. Madrid: Grupo Mundi-Prensa.