



Generación de valor a través de los descuentos financieros en
EPS Sura

Sebastián Alexander Suárez Gómez

Óscar Iván Ortiz Benavides

Universidad EAFIT
Escuela de Administración
Maestría en Administración Financiera
Cali
2019

Generación de valor a través de los descuentos financieros en
EPS Sura

Trabajo presentado como requisito parcial para optar al título de
Magíster en Administración Financiera

Sebastián Alexander Suárez Gómez¹

Óscar Iván Ortiz Benavides²

Asesora temática y metodológica: Judith Cecilia Vergara

Universidad EAFIT
Escuela de Administración
Maestría en Administración Financiera
Cali
2019

¹ sasuaezg@eafit.edu.co

² oioztzb@eafit.edu.co

Contenido

1. Introducción.....	6
2. Objetivos	8
2.1 Objetivo general.....	8
2.2 Objetivos específicos	8
3. Estado del arte. Descuentos financieros, generación de valor y valoración de empresa	9
4. Situación en estudio	11
4.1 Crisis económica del sector de la salud.....	12
4.2 Resultados económicos del sector de la salud	13
5. Situación de EPS Sura.....	15
5.1 Análisis de la situación financiera de EPS Sura.....	15
6. Conclusiones.....	24
7. Referencias	25

Índice de tablas

Tabla 1. EPS Sura. Utilidad operacional como porcentaje de los ingresos operativos (2015-2018, 2019 P -2024 P).....	16
Tabla 2. EPS Sura. Composición de los ingresos financieros.....	16
Tabla 3. EPS Sura. Flujo de caja libre y valoración (escenario 1).....	17
Tabla 4. EPS Sura. Cálculo del K_e (WACC)	18
Tabla 5. EPS Sura. Flujo de caja libre y valoración (escenario 2).....	19
Tabla 6. EPS Sura. Proporción de las obligaciones líquidas y no líquidas.....	20
Tabla 7. EPS Sura. Cálculo de caja excedentaria.....	21
Tabla 8. EPS Sura. Plazo de inversión y montos	21
Tabla 9. EPS Sura. Flujo de caja libre y valoración (escenario 3).....	22
Tabla 10. EPS Sura. ROIC por escenario	23

Índice de figuras

Figura 1. Colombia. Resultados económicos del sector de la salud (2017)	14
---	----

Resumen

Han sido pocos los análisis económicos y financieros que se han realizado acerca de los descuentos financieros. De hecho, uno de los principales obstáculos para el desarrollo del presente proyecto de investigación ha sido la escasez de fuentes y referencias bibliográficas; sin embargo, este hecho señala a su vez la importancia de analizar la estructura de capital de una compañía de salud, pues existen características en dicha estructura que es necesario comprender, en este caso específico, para los descuentos financieros. Estos descuentos son un pilar importante dentro de la estructura de capital de EPS Sura, compañía del sector de la salud en Colombia considerada como una de las más destacadas y de mayor crecimiento en la actualidad. Este proyecto analiza cómo bajo una política y una estrategia bien estructurada en el manejo de los pasivos de corto plazo se genera valor para una compañía.

Palabras claves: descuentos financieros, estructura de capital, valoración de empresas, generación de valor.

Abstract

There have been few economic and financial analyzes made about financial discounts. In fact, one of the main obstacles to the development of this research project has been the lack of sources and bibliographical references; however, this fact points out the importance of analyzing the capital structure of a health company, as there are characteristics in this structure that are necessary to understand, in this specific case, for financial discounts. These discounts are an important pillar within the capital structure of EPS Sura, a company in the health sector in Colombia considered one of the most prominent and fastest growing today. This project analyzes how, under a well-structured policy and strategy in the management of short-term liabilities, value is generated for a company.

Keywords: Financial discounts, capital structure, company valuation, value generation.

1. Introducción

Con la promulgación de la Ley 100 (Colombia, Congreso de la República, 1993) se creó el sistema general de seguridad social que dio pie a la instauración de las entidades promotoras de salud (en adelante EPS), responsables de administrar los recursos de este sistema para la gestión de los recursos de la salud del país. Según Fedesarrollo (2008), la esencia de la creación de esta ley era cumplir con los mandatos constitucionales de universalidad, eficiencia y solidaridad en el acceso a la seguridad social. En ella se crearon dos regímenes: el contributivo y el subsidiado. El primero agrupa a los individuos que tienen capacidad de pago y que por medio de sus cotizaciones aportan al sistema; el segundo cobija a la población que no la tiene y se encuentra en condiciones de vulnerabilidad. La Ley 100 también promovió la creación de un sistema de intermediarios encargados de administrar los recursos de la salud a través de las aseguradoras de salud, comisionadas para contratar a clínicas y hospitales para prestar los servicios sanitarios que la población afiliada necesitase.

En 1990, Suramericana de Seguros –actualmente Sura– creó Suramericana de Servicios de Salud, Susalud, una compañía dedicada a brindar servicios de planes voluntarios de salud; sin embargo, a partir de la promulgación de la Ley 100 en 1993, entró a participar en el sistema de seguridad social de la salud como una EPS y en 2009 cambió de nombre a EPS Sura.

En los últimos años, el crecimiento del gasto en salud asumido por las EPS no se ha visto reflejado en un crecimiento de igual proporción con los recursos generados para el funcionamiento del sistema; esto ha ocasionado que en muchos casos sus actores principales sufran dificultades financieras y, en ocasiones, incluso la liquidación. La crisis del sector ya completa 24 años. Solamente en 2016, las EPS del régimen contributivo presentaron pérdidas por COP 486.000 millones, situación que se explica porque los ingresos recibidos a través de las UPC (unidades de pago por capitación), los copagos y las cuotas moderadoras, en conjunto, han sido inferiores a los gastos por atención médica (Gutiérrez Sourdís, 2018).

A pesar de este panorama financiero tan complejo y grave, EPS Sura es una de las pocas compañías de su clase que cuenta actualmente con una gran solidez financiera y que ha mostrado en los últimos años utilidades importantes respecto a sus pares del sector; adicionalmente, es una de las de mayor crecimiento en el número de usuarios afiliados, con tasas anuales de entre el 15 y el 20 %.

Esta investigación apunta a desarrollar un análisis estratégico que explique cómo EPS Sura ha logrado una operación económica sostenible basada en los descuentos financieros que negocia con los prestadores de servicios de salud, y cómo dicha estrategia le ha permitido mejorar sus márgenes operacionales y lograr excelentes utilidades. Así, su objetivo principal es lograr dimensionar las razones que explican los resultados que han generado valor en la compañía, buscando, a través de una valoración por el método de flujo de caja descontado (FCD), qué tanto valor le agrega el uso de dicha estrategia y cómo sería su situación en caso de que no la usara ni asumiera el costo de oportunidad de tenerla.

2. Objetivos

2.1 Objetivo general

Determinar las implicaciones de los descuentos financieros como generadores de valor en EPS Sura.

2.2 Objetivos específicos

Comprender la estrategia de EPS Sura en relación con su política de descuentos por pronto pago (DPP).

Identificar el impacto de los descuentos financieros sobre la estructura de capital de EPS Sura.

Valorar a EPS Sura bajo la política de descuentos por pronto pago (DPP) al aplicar dos modelos: con ellos y sin ellos.

3. Estado del arte. Descuentos financieros, generación de valor y valoración de empresa

Es poca la literatura que existe relacionada con las bondades que ofrece una estrategia robusta de aceptación de descuentos por pronto pago (en adelante DPP); sin embargo, algunos autores han hecho un ejercicio juicioso para demostrar las ventajas y desventajas que este tipo de estrategia genera en la compañía que las adopta. Jensen y Varela (1985) subrayan que en épocas inflacionarias, que se caracterizan por los altos costos de capital, el manejo que se les dé a los recursos financieros tiene un impacto significativo en los resultados económicos de las organizaciones, y señalan que, aparentemente, uno de los aspectos más sencillos en sus finanzas es el manejo de las cuentas por pagar; no obstante, conociendo que existen las opciones de descuento por pronto pago ofrecidas a los proveedores, el manejo de dichas cuentas por pagar se torna más complicado en el sentido de que se debe considerar el valor del dinero en el tiempo. Los mismos autores (1985) explican cómo cada vez que se ofrece un DPP se deberían ponderar las ventajas obtenidas de aceptarlo contra la posibilidad de demorarlo y hacer uso del dinero en otra actividad durante ese período de tiempo, por ejemplo, una inversión a corto plazo; y añaden que para poder evaluar la ganancia o pérdida que implica tomar dichos descuentos se deben tener en cuenta dos factores: el tiempo transcurrido desde el día en el cual el descuento es ofrecido y el día final del pago, y la tasa de interés que se puede obtener al invertir el dinero durante ese período de tiempo.

Según Ruiz, Puentes, Ortiz, Valencia y Fernández (2007), los DPP ofrecidos por un proveedor obedecen a la necesidad de cumplir con las siguientes premisas: disminuir el ciclo operativo de efectivo para cubrir las necesidades de liquidez, bajando así las cuentas por cobrar; y reducir el riesgo de cartera, incentivando a los clientes a pre-pagar.

Para Zimon (2017), la gestión del capital de trabajo es un proceso muy complejo dentro de las organizaciones, en razón a que el capital de trabajo es un amortiguador que las protege de la pérdida de liquidez; así, asevera que la

determinación óptima del nivel de capital de trabajo tiene un gran impacto en la rentabilidad de una organización y en sus capacidades para el manejo de los pasivos. Otro aspecto que Zimon menciona en su ponencia (2017) es el hecho de que los grupos empresariales tienen un poder de compra importante, por lo que la operación común tiene un gran impacto en la gestión de los diversos elementos que dan gestión al capital de trabajo, es decir, al manejo de los inventarios, las cuentas por cobrar y los pasivos de corto y largo plazo. Esta razón podría ser un punto importante para la estrategia de EPS Sura, dado que, al pertenecer a un grupo empresarial –el Grupo Sura, que, a su vez, es una de las tres marcas del llamado Grupo Empresarial Antioqueño–, su poder de negociación es mayor.

Reiterando el objetivo central de este estudio –determinar las implicaciones de los descuentos financieros como generadores de valor en EPS Sura–, es necesario entender el concepto de *valor*. Según González (2013), el valor en un sistema de salud está estrechamente relacionado con la salud del paciente; bajo dicha premisa puede ser visto como los costos incurridos en este proceso, centrados en un enfoque de eficiencia. Por lo tanto, en un primer acercamiento se puede sugerir que el valor generado para EPS Sura es el ahorro obtenido por la toma de descuentos en relación con los costos que la compañía asume para garantizar la salud de sus afiliados.

Desde una perspectiva financiera, el valor creado en una organización se puede medir considerando no solamente el beneficio, sino también el coste que ha supuesto generarlo. Si el beneficio obtenido es superior al costo de los recursos utilizados, se puede afirmar que se ha creado valor (Rapallo Serrano, 2002). Así, siguiendo las directrices propuestas en esta investigación, se analizará bajo una valoración de empresa cómo la estrategia de toma de DPP genera valor y logra incrementar o disminuir el valor de EPS Sura.

Según Fernández (2008), existen diferentes métodos de valoración de empresas: aquellos enfocados en las cuentas del balance, la cuenta de resultados o la medición de los flujos de caja que generan las empresas, y otros usados para medir la creación de valor en ellas. Esta investigación aborda el de descuento de flujos de caja y el de generación de valor.

4. Situación en estudio

El objetivo de los descuentos financieros es estimular el pronto pago de una cuenta en un plazo de tiempo inferior al pactado. Dichos descuentos, que pueden variar según el monto y el porcentaje de descuento negociado entre las partes, son una oportunidad importante para la administración de los pasivos de corto plazo.

Sin embargo, la asunción de los DPP implica un costo de oportunidad, dado que la compañía que lo hace no solo debe tener la liquidez suficiente para manejar una estrategia activa de la toma del descuento, sino que se obliga a usar anticipadamente recursos que podrían haberle generado rentabilidad. Según Rodríguez Viera, Guerrero Montejo, González Galbán y Pérez Pantoja (2010), el quid de la toma de los descuentos se centra en hallar el costo implícito que subyace en ellos en caso de que algunos de los actores no acepten las condiciones de pronto pago, y en determinar cuáles son las ventajas y desventajas de hacerla y su costo de oportunidad.

En EPS Sura, los descuentos financieros son una pieza fundamental de las políticas de contratación de proveedores, a tal punto que se les exige un descuento mínimo según el monto y el plazo pactado en la relación contractual. En los últimos años, esta estrategia financiera –la administración de las cuentas por pagar– ha permitido que la compañía logre unos resultados de operación significativos, de modo que los ahorros generados por dichos descuentos y los intereses producidos por sus portafolios de inversión se han convertido en los procesos que convergen en unos resultados financieros sólidos y confiables para sus accionistas.

En la actualidad, aproximadamente el 94 % de los costos operacionales de la compañía corresponden a las cuentas médicas por pagar a los prestadores de salud por los consumos de servicios realizados por sus afiliados; así, es fundamental que adopte estrategias que apunten a reducir el costo de las atenciones en salud, logrando eficiencias en la administración de los recursos públicos de este sector. La premisa del sistema de salud colombiano es brindar una cobertura integral de todos los servicios que se requieren para la atención de las enfermedades de la población;

en muchos casos, la utilización de los usuarios es muy alta, y esto genera una presión en la red de atención de la aseguradora y un crecimiento en las cuentas médicas por pagar que difícilmente se pueden controlar.

4.1 Crisis económica del sector de la salud

En los últimos años, las noticias sobre la crisis del sector de la salud son constantes en Colombia: liquidaciones, problemas de pagos con las IPS (institutos prestadores de salud), denuncias y demandas por parte de los usuarios... un verdadero trance que afecta la economía del país. Dicha situación puede analizarse desde dos frentes: el regulatorio y el económico.

En relación con el primero –que, además de los asuntos legales, comprende los éticos–, se debe reconocer la existencia de múltiples vacíos en las regulaciones actuales del sector, de las cuales han sacado provecho compañías como Medimás y SaludCoop. Esta última presentaba un crecimiento acelerado que no se daba precisamente con recursos propios o de sus accionistas, sino dejando de pagar los servicios de salud facturados por los proveedores de servicios, y, adicionalmente, porque se apropiaba de una parte de los parafiscales, que registraba como utilidades, con la “ayuda” de un equipo de empleados, contadores, revisores fiscales, funcionarios, políticos, congresistas, asesores y abogados. Fue tal el desfalco de esta compañía, que no solo destinaba recursos para su crecimiento, sino también para el patrocinio de equipos deportivos, torneos de fútbol, baloncesto y golf, la construcción de colegios y condominios campestres, la compra de vehículos de gama alta, etc. (Semana, 2013).

La intervención del Gobierno ha sido directa y clave y abarca dos frentes: el presupuesto destinado a la salud y la eficiencia del gasto –más que uno de los problemas principales, la raíz de la crisis del sector de la salud.

Esta crisis económica se puede atribuir a los grandes vacíos que dejó el paso de la Ley 60 a la Ley 100. Aunque el cambio de regulación logró cubrir las necesidades de salud de muchos pacientes, las EPS quedaron limitadas para

ofrecer servicios hospitalarios y asistenciales, circunstancia que ha generado una sobredemanda en los servicios de salud: “Millones de ciudadanos a diario acuden a los hospitales y encuentran las puertas cerradas por falta de recursos, o son atendidos en condiciones degradantes sin acceso a especialistas, exámenes, cirugías o medicamentos de última generación” (Portafolio, 2019). A esto se les suman las falencias en las regulaciones, vigilancias e intervenciones por parte de las entidades territoriales hacia las compañías del sector. El presupuesto que destina el Gobierno no es suficiente para cubrir las necesidades y, peor aún, aunque año tras año aumenta, no es posible realizar una previsión presupuestal que pueda abarcar las necesidades de todas las personas en el sistema, pues es imposible estimar el número de personas que se van a enfermar en un año o el número de medicamentos necesarios. “Es hora de que el país haga viable el sistema y actúe decididamente para revivir al paciente. Tenemos que ser capaces de crear un modelo que nos enorgullezca y les devuelva la confianza a los colombianos en sus instituciones y sus gobernantes” (Camargo Assis, citado por Portafolio, 2019). La tarea ahora es del Congreso de la República, para que legisle con responsabilidad y sentido social, y de la Fiscalía, para que extirpe la corrupción. “La corrupción es más letal que la guerra” (2019).

4.2 Resultados económicos del sector de la salud

Según el último informe de resultados financieros del sector de la salud emitido por la Superintendencia Nacional de Salud con corte a diciembre 2017 (Colombia, Superintendencia Nacional de Salud, Supersalud, 2018), los siguientes fueron los resultados reportados por 42 EPS: 21 obtuvieron ganancias por COP 256.000 millones, de los cuales el 62 % corresponde al régimen subsidiado. Las otras 21 obtuvieron pérdidas, de las cuales el 79 % corresponde al régimen subsidiado y el 20,5 % al contributivo. “Contamos con la buena noticia de que es la primera vez que se pueden lograr estas cifras tan representativas juntando todas las caras del sector” (Cruz, citado por López Bejarano, 2018).

La Figura 1 muestra 10 de las 21 EPS que generaron utilidades al cierre de 2017 y 10 de las 21 EPS que tuvieron pérdidas durante el mismo período.

Figura 1. Colombia. Resultados económicos del sector de la salud (2017)



Fuente: López Bejarano (2018).

5. Situación de EPS Sura

Esta investigación busca analizar los estados financieros de EPS Sura desde dos puntos de vista: el estratégico y el financiero.

A corte de 2017, la compañía contaba con activos totales de COP 721.513 millones, pasivos totales de COP 523.868 millones, ingresos totales de COP 3.031.183 millones y utilidades netas por COP 38.175 millones, ubicándose en el tercer lugar de rentabilidad en el sector de la salud. Estas cifras son uno de los alicientes para el desarrollo de la investigación, teniendo en cuenta que uno de sus principales objetivos es analizar cuál de las estrategias que desarrolla EPS Sura logra mantenerla a flote en un sector económico con grandes problemas.

La compañía no ha estado exenta de la crisis económica que afecta el sector de la salud, ya que los ingresos recibidos para la atención médica son insuficientes para atender la morbilidad de la población afiliada. En los últimos años, dichos costos, sumados a los gastos de administración y a otras erogaciones, han sido superiores a los ingresos y han generado un resultado operacional negativo; esta situación demuestra que la operación *per se* de la compañía no le genera beneficios económicos, sino que la adopción de estrategias financieras de administración del capital –como el pronto pago– y la construcción de portafolios de inversión eficientes son los que le han permitido que los ingresos no operacionales apalanquen los resultados consolidados, a tal punto de lograr un margen de utilidad importante año tras año. Más adelante se analizará en detalle el comportamiento de estos ingresos, derivados de la administración de la estructura de capital de la compañía.

5.1 Análisis de la situación financiera de EPS Sura

Con base en los estados de resultados y de los balances de la compañía (EPS Sura, s. f.), se procede a proyectar sus cifras financieras hasta 2024, con el ánimo de contar con un período de tiempo amplio que permita estudiar su desempeño

financiero. Estas proyecciones contribuyen a sustentar lo que se vaticinaba al inicio de la investigación: el hecho de que la operación de la compañía en su *core* principal de negocio no genera utilidades, sino que es negativo [Tabla 1].

Tabla 1. EPS Sura. Utilidad operacional como porcentaje de los ingresos operativos (2015-2018, 2019 P- 2024 P)

Año / Variable	Utilidad operacional*
2015	-1.9 %
2016	-2.7 %
2017	-2.2 %
2018	-1.2 %
2019	-2.0 %
2020	-2.0 %
2021	-2.0 %
2022	-2.0 %
2023	-2.0 %
2024	-2.0 %

Fuente: elaboración de los autores a partir de EPS Sura (s. f.).

*Como un porcentaje del ingreso operacional.

La Tabla 1 muestra tanto en los años causados como en los proyectados que la utilidad operacional de la compañía, como porcentaje del ingreso, es negativa. Es aquí en donde cobra importancia el componente de los ingresos financieros que le permiten ser rentable en su operación. Este rubro está compuesto de los intereses generados por el portafolio de inversiones y de los descuentos financieros [Tabla 2].

Tabla 2. EPS Sura. Composición de los ingresos financieros

Variable	Valor
Intereses del portafolio de inversiones	27 %
Descuento por pronto pago (DPP)	73 %

Fuente: elaboración de los autores.

Teniendo en cuenta que EPS Sura negocia los DPP con todos sus proveedores, se procede a analizar el impacto que tiene esta política en su estructura financiera y cómo con ella es posible que la compañía genere valor, calculando el flujo de caja libre a partir de su estructura financiera y operativa actual y realizando la valoración de la compañía.

Para ello se plantean tres escenarios: 1) Política de descuento por pronto pago actual; 2) Ausencia de descuento por pronto pago; y 3) Ausencia de descuento por pronto pago - uso de caja excedentaria.

Escenario 1. Política de descuento por pronto pago actual [Tabla 3]

Tabla 3. EPS Sura. Flujo de caja libre y valoración (escenario 1)

VARIABLE	2015	2018	2019 P	2021 P	2024 P
Ingresos	1,584,197,198	2,959,647,988	3,645,238,040	5,529,648,943	10,331,302,086
Gastos operacionales	-1,501,516,859	-2,817,100,660	-3,470,045,006	-5,263,889,624	-9,834,771,506
Ingresos pre-pagada	37,956,078	7,105,010	0	0	0
Gastos operacionales pre-pagada	-39,771,014	-9,418,903	0	0	0
Utilidad operativa	80,865,403	140,233,435	175,193,034	265,759,318	496,530,581
Otros ingresos y egresos no operacionales	2,634,132	4,250,001	5,441,614	8,254,664	15,422,576
Gastos de administración	-102,954,855	-147,957,331	-208,909,516	-316,905,583	-592,089,542
EBITDA	-19,455,320	-3,473,895	-28,274,868	-42,891,600	-80,136,385
Depreciación y amortización	-993,099	-1,552,112	-2,030,088	-3,079,545	-5,753,658
Provisión cartera por producto de recobros	-8,356,492	-29,875,058	-37,077,504	-56,244,772	-105,084,741
EBIT	-28,804,912	-34,901,065	-67,382,460	-102,215,917	-190,974,784
Intereses	11,398,580	25,572,623	34,443,785	52,249,547	97,620,276
Descuento pronto pago	38,887,898	68,920,609	94,164,374	142,842,779	266,879,854
Impuestos	-336,243	-105,663	-459,637	-697,248	-1,302,700
NOPAT	21,145,323	59,486,504	60,766,062	92,179,162	172,222,645
Depreciación y amortización	993,099	1,552,112	2,030,088	3,079,545	5,753,658
FCB	20,152,224	57,934,392	58,735,974	89,099,617	166,468,988
Reposición del KTNO		46,583,341	35,920,762	61,276,566	114,485,878
CAPEX		3,005,224	5,289,501	8,156,494	15,239,160
FCL	20,152,224	107,522,957	99,946,237	158,532,677	296,194,026

Valor explícito FCLD	424,006,060
Valor residual FCLD	447,932,198
Valor de la compañía	871,938,258

Fuente: elaboración de los autores.

En este escenario se conserva intacta la estructura de capital actual de la compañía y se mantiene su proporción en cada una de sus cuentas para no alterar el efecto de la política de descuentos en los años proyectados. El flujo de caja es negativo

hasta el EBIT, pero una vez se registran las cuentas de ingresos no operacionales se ve un valor positivo y significativo en el NOPAT.

Para realizar la valoración de la compañía mediante el método de flujo de caja libre se procede a hacer el cálculo del WACC. EPS Sura es una compañía que no tiene pasivos con el sistema financiero, por lo cual el WACC está determinado por el costo de capital propio, calculado mediante la metodología de CAPM ajustado por el riesgo país [Tabla 4].

Tabla 4. EPS Sura. Cálculo del K_e (WACC)

Retorno esperado accionistas	CCP = $K_I + (K_M - K_I) \cdot \beta + \text{Riesgo país}$
5,80 %	Tasa de libre riesgo a 30 años bonos del Tesoro estadounidense
2,90 %	Tasa del mercado prima sobre índice S&P 500
0,91	β sin apalancar factor de riesgo de la acción sector de la salud sin deuda
0,91	β apalancada factor de riesgo de la compañía con deuda
1,79 %	Riesgo país <i>spreads</i> deuda
10,229 %	Tasa en USD nominal
0,50 %	Inflación en USD esperada
9,68 %	Tasa real en USD
2,55 %	Devaluación promedio largo plazo
12,48 %	Tasa de rentabilidad esperada en COP

Fuente: elaboración de los autores a partir de Colombia, Banco de la República (s. f.) y Damoradan online (s. f.).

Escenario 2. Ausencia de descuento por pronto pago

Para dimensionar el aporte que genera la política de DPP de la compañía se realiza la sensibilización del flujo de caja libre para observar cómo sería su comportamiento si no se contara con esta política. En este escenario solo se quitaron los descuentos, pero sin ningún uso adicional a la caja excedentaria producida por la compañía. Este supuesto se aplica a partir de las proyecciones de 2019 en adelante y no en los años ya causados [Tabla 5].

Tabla 5. EPS Sura. Flujo de caja libre y valoración (escenario 2)

VARIABLE	2015	2018	2019 P	2021 P	2024 P
Ingresos	1,584,197,198	2,959,647,988	3,645,238,040	5,529,648,943	10,331,302,086
Gastos operacionales	-1,501,516,859	-2,817,100,660	-3,470,045,006	-5,263,889,624	-9,834,771,506
Ingresos pre-pagada	37,956,078	7,105,010	0	0	0
Gastos operacionales pre-pagada	-39,771,014	-9,418,903	0	0	0
Utilidad operativa	80,865,403	140,233,435	175,193,034	265,759,318	496,530,581
Otros ingresos y egresos no operacionales	2,634,132	4,250,001	5,441,614	8,254,664	15,422,576
Gastos de administración	-102,954,855	-147,957,331	-208,909,516	-316,905,583	-592,089,542
EBITDA	-19,455,320	-3,473,895	-28,274,868	-42,891,600	-80,136,385
Depreciación y amortización	-993,099	-1,552,112	-2,030,088	-3,079,545	-5,753,658
Provisión cartera por producto de recobros	-8,356,492	-29,875,058	-37,077,504	-56,244,772	-105,084,741
EBIT	-28,804,912	-34,901,065	-67,382,460	-102,215,917	-190,974,784
Intereses	11,398,580	25,572,623	34,443,785	52,249,547	97,620,276
Descuento pronto pago	38,887,898	68,920,609	0	0	0
Impuestos	-336,243	-105,663	-459,637	-697,248	-1,302,700
NOPAT	21,145,323	59,486,504	-33,398,313	-50,663,617	-94,657,208
Depreciación y amortización	993,099	1,552,112	2,030,088	3,079,545	5,753,658
FCB	20,152,224	57,934,392	-35,428,401	-53,743,162	-100,410,866
Reposición del KTNO	0	46,583,341	35,920,762	61,276,566	114,485,878
CAPEX	0	3,005,224	5,289,501	8,156,494	15,239,160
FCL	20,152,224	107,522,957	5,781,863	15,689,898	29,314,172

Valor explícito FCLD	38,309,806
Valor residual FCLD	44,331,621
Valor de la compañía	82,641,428

Fuente: elaboración de los autores.

En este escenario se observa cómo en ausencia de los ingresos generados por los descuentos financieros el flujo de caja libre de la compañía se disminuye notablemente y su valoración cae el 91 % respecto a la valoración que incluye los DPP. Claramente, esto demuestra la importancia de esta estrategia para EPS Sura.

Escenario 3. Ausencia de descuento por pronto pago - uso de caja excedentaria
Aquí se simula un escenario donde EPS Sura no toma los DPP, sino que usa el excedente de caja para conformar un portafolio de inversión adicional al que ya tiene. Dado que la compañía no tiene deudas con el sistema financiero y dentro de

sus políticas no es de interés repartir dividendos, el fin único del exceso de caja será el de la inversión o el pago por adelantado de las cuentas por pagar. Esta simulación, al igual que en el escenario anterior, se realiza en los años de proyección. El primer paso consiste en determinar cuál es la caja requerida para operar y cuál la caja disponible para las inversiones que posee la compañía, tomando en cuenta sus estados financieros [Tabla 6].

Tabla 6. EPS Sura. Proporción de las obligaciones líquidas y no líquidas

VARIABLE	VALOR 2018	% RESERVA
Obligaciones no líquidas	247,922,740	58 %
Obligaciones conocidas RC	221,661,004	
Obligaciones conocidas RS	23,781,532	
Obligaciones planes adicionales	2,268,889	
Obligaciones incapacidades	211,315	
Obligaciones líquidas	179,881,242	42 %
Obligaciones conocidas RC	133,713,315	
Obligaciones Incapacidades NC	18,798,558	
Obligaciones no conocidas RC	13,097,806	
Obligaciones conocidas RS	9,038,288	
Obligaciones Incapacidades PP	3,284,335	
Obligaciones planes adicionales	1,948,940	
Total reserva	427,803,982	

VARIABLE	% RESERVA
Obligaciones no líquidas	58 %
Obligaciones líquidas	42 %
Total reserva	100 %

Fuente: elaboración de los autores a partir de EPS Sura (s. f.).

Una vez se determina que la caja mínima para la operación corresponde al 42 % de las reservas técnicas de la compañía, se procede a calcular cuál es la caja excedentaria disponible para ser invertida [Tabla 7].

Tabla 7. EPS Sura. Cálculo de caja excedentaria

AÑO/VARIABLE	Obligaciones líquidas	Caja mínima	Caja excedentaria
2015	106,598,945	106,598,945	75,960,347
2016	122,240,902	122,240,902	54,336,046
2017	145,181,644	145,181,644	38,894,609
2018	194,168,401	194,168,401	25,475,738
2019 P	233,923,908	233,923,908	57,212,825
2020 P	288,111,400	288,111,400	60,259,622
2021 P	354,851,199	354,851,199	64,012,196
2022 P	437,050,992	437,050,992	68,634,039
2023 P	538,292,022	538,292,022	74,326,512
2024 P	662,985,113	662,985,113	81,337,623

Fuente: elaboración de los autores.

Por manejar los recursos del SGSSS (Sistema General de Seguridad Social en Salud), EPS Sura debe mantener un portafolio de inversiones que contenga un bajo riesgo y que le permita hacer frente a sus obligaciones con los prestadores de salud. Por ende, se establece que el 100 % de la inversión se hará en renta fija, dada la normativa existente. Esta inversión se realiza como un portafolio adicional constituido con el exceso de caja liberado por la ausencia de los DPP [Tablas 8 y 9].

Tabla 8. EPS Sura. Plazo de inversión y montos

PLAZOS PASIVO	% PARTICIPACIÓN
Menos de 1 año	42 %
Más de 1 año	58 %

VARIABLE	Monto C. P.	Monto L. P.	Interés C. P.	Interés L. P.	Interés TOTAL
2019 P	24,056,611	33,156,214	1,310,123	1,760,595	3,070,718
2020 P	49,394,327	68,078,120	2,690,015	3,614,948	6,304,963
2021 P	76,309,909	105,174,734	4,155,838	5,584,778	9,740,616
2022 P	105,168,865	144,949,817	5,727,496	7,696,835	13,424,332
2023 P	136,421,368	188,023,826	7,429,508	9,984,065	17,413,573
2024 P	170,621,874	235,160,943	9,292,067	12,487,046	21,779,113

Fuente: elaboración de los autores.

Nota: Para la inversión a corto plazo se utilizó un CDT bancario como referencia, mientras que para la inversión a largo plazo de utilizaron como referencia los TES a 5 años.

Tabla 9. EPS Sura. Flujo de caja libre y valoración (escenario 3)

VARIABLE	2015	2018	2019 P	2021 P	2024 P
Ingresos	1,584,197,198	2,959,647,988	3,645,238,040	5,529,648,943	10,331,302,086
Gastos operacionales	-1,501,516,859	-2,817,100,660	-3,470,045,006	-5,263,889,624	-9,834,771,506
Ingresos pre-pagada	37,956,078	7,105,010	0	0	0
Gastos operacionales pre-pagada	-39,771,014	-9,418,903	0	0	0
Utilidad operativa	80,865,403	140,233,435	175,193,034	265,759,318	496,530,581
Otros ingresos y egresos no operacionales	2,634,132	4,250,001	5,441,614	8,254,664	15,422,576
Gastos de administración	-102,954,855	-147,957,331	-208,909,516	-316,905,583	-592,089,542
EBITDA	-19,455,320	-3,473,895	-28,274,868	-42,891,600	-80,136,385
Depreciación y amortización	-993,099	-1,552,112	-2,030,088	-3,079,545	-5,753,658
Provisión cartera por producto de recobros	-8,356,492	-29,875,058	-37,077,504	-56,244,772	-105,084,741
EBIT	-28,804,912	-34,901,065	-67,382,460	-102,215,917	-190,974,784
Intereses	11,398,580	25,572,623	34,443,785	52,249,547	97,620,276
Descuento pronto pago	38,887,898	68,920,609			
Impuestos			3,070,718	9,740,616	21,779,113
NOPAT	-336,243	-105,663	-459,637	-697,248	-1,302,700
Depreciación y amortización	21,145,323	59,486,504	-30,327,595	-40,923,001	-72,878,095
FCB	993,099	1,552,112	2,030,088	3,079,545	5,753,658
Reposición del KTNO	20,152,224	57,934,392	-32,357,683	-44,002,546	-78,631,753
CAPEX	0	46,583,341	35,920,762	61,276,566	114,485,878
FCL	0	3,005,224	5,289,501	8,156,494	15,239,160
Ingresos	20,152,224	107,522,957	8,852,581	25,430,514	51,093,285

Valor explícito FCLD	61,256,305
Valor residual FCLD	77,028,544
Valor de la compañía	138,284,849

Fuente: elaboración de los autores.

En este escenario –el tercero– se observa que cuando se usa la caja excedentaria para constituir un portafolio de inversiones adicional basado en la normativa que debe seguir la compañía para este tipo de inversiones, el flujo de caja libre aumenta en comparación con el escenario 2. Sin embargo, este ejercicio arroja una valoración de la compañía un 84 % por debajo del escenario 1, donde la estrategia de DPP opera plenamente. Es aquí donde se dimensiona el impacto que tiene esta estrategia en la valoración de EPS Sura.

Un indicador clave para cuantificar el valor que le está generando esta estrategia a EPS Sura se puede determinar mediante el ROIC, que comprende la

capacidad que tiene la compañía de generar retorno para sus proveedores de capital. Una medida de generación de valor comúnmente utilizada en las finanzas es la proporción $ROIC > WACC$, que muestra que una empresa está creando valor si su retorno sobre el capital es mayor que su costo; si este retorno fuera menor que su costo, se asumiría que se está destruyendo valor. Se procede, entonces a calcular el ROIC para cada uno de los tres escenarios, con el objetivo de determinar cuál de los escenarios es el que mayor valor crea para EPS Sura [Tabla 10].

Tabla 10. EPS Sura. ROIC por escenario

ESCENARIO	1- CON DESCUENTOS	2- SIN DESCUENTOS	3- PORTAFOLIO INVERSIÓN (CAJA EXC)
2015	20,36 %	20,36 %	20,36 %
2016	19,94 %	19,94 %	19,94 %
2017	26,20 %	26,20 %	26,20 %
2018	30,76 %	30,76 %	30,76 %
2019 P	26,13 %	-14,36 %	-13,04 %
2020 P	26,13 %	-14,36 %	-12,16 %
2021 P	26,13 %	-14,36 %	-11,60 %
2022 P	26,13 %	-14,36 %	-11,27 %
2023 P	26,13 %	-14,36 %	-11,11 %
2024 P	26,13 %	-14,36 %	-11,06 %

Fuente: elaboración de los autores.

Según la metodología utilizada, EPS Sura tiene un costo de capital del 12,48 %. Si se contrasta este punto de partida frente al retorno de capital para cada escenario se observa que en el único en el que la compañía genera valor es el 1, pues en todos los casos se cumple la condición $ROIC > WACC$. Sin embargo, en los escenarios 2 y 3 se nota que, inclusive en los años de proyección, el ROIC es negativo; así, en estos casos, la compañía está destruyendo valor.

6. Conclusiones

No existe literatura amplia y suficiente en el área de las finanzas relacionada con la estrategia de administración de cuentas por pagar con acceso a los DPP. EPS Sura es una compañía que por su modelo de negocio y el sector económico en el que se encuentra tiene una estrategia robusta en cuanto a la negociación de los DPP con sus proveedores, ya que la mayoría de sus pasivos son cuentas médicas por pagar a los prestadores de salud a nivel nacional. Esta estructura ha permitido que la compañía apalanque sus resultados en una política contundente de administración de las cuentas por pagar.

Los escenarios de flujo de caja desarrollados indican que EPS Sura es una compañía que en su *core* principal de negocio no genera utilidades, ya que en todos los casos se observa cómo la utilidad operativa siempre es negativa; lo que apalanca sus buenos resultados son los ingresos financieros constituidos principalmente por los ahorros generados por el pronto pago de las cuentas médicas.

A través de un indicador tácito de inductor de valor como el $ROIC > WACC$ se observa que el valor generado por la compañía se debe exclusivamente a la administración eficiente que se realiza de las cuentas por pagar a los prestadores de salud.

7. Referencias

- Colombia, Banco de la República (s. f.). *TES pesos* [en línea]. Disponible en <http://www.banrep.gov.co/es/tes-pesos>
- Colombia, Congreso de la República (1993). *Ley 100*. Bogotá: Diario Oficial 41148. Disponible en http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0100_1993.html
- Colombia, Superintendencia Nacional de Salud, Supersalud (2018). *Informe de resultados financieros del sector de la salud, n.º 3, diciembre de 2017* [en línea, agosto]. Disponible en <https://docs.supersalud.gov.co/PortalWeb/metodologias/Informes%20de%20Estudios%20Sectoriales/Resultados%20Financieros%20SGSSS%202017.pdf>
- Damoradan online (s. f.). *Betas by sector* [en línea]. Disponible en http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- EPS Sura (s. f.). *Estados financieros 2013-2019* [en línea]. Disponible en <https://www.epssura.com/estados-financieros>
- Fedesarrollo (2008). ¿En qué va el sistema de seguridad social en salud colombiano después de quince años de la Ley 100 de 1993? *Coyuntura Social*, julio-diciembre. Disponible en <https://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/973>
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Pamplona: Universidad de Navarra, IESE Business School, documento de investigación D/771. Disponible en <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>
- González, N. M. (2013). La creación de valor en el sector salud: consideraciones sobre su relación con los sistemas de pago. *Faces*, 19(40/41), 137-147. Disponible en http://nulan.mdp.edu.ar/1904/1/FACES_n40-41_137-147.pdf
- Gutiérrez Sourdís, C. (2018). *El sistema de salud colombiano en las próximas décadas: cómo avanzar hacia la sostenibilidad y la calidad en la atención*. Bogotá: Fedesarrollo, Cuadernos de Desarrollo n.º 60. Disponible en

- https://www.repository.fedesarrollo.org.co/bitstream/handle/11445/3556/CDF_No_60_Marzo_2018.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Jensen M., C. y Varela V., R. (1985). ¿Cuándo tomar descuentos? *Publicaciones Icesi*, 13, s. pp. Disponible por descarga en [https://scholar.google.com.co/scholar?q=Jensen+M,+C.+y+Varela+v,+R.+\(2010\).+%C2%BFCu%C3%A1ndo+tomar+descuentos%3F&hl=es&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholart](https://scholar.google.com.co/scholar?q=Jensen+M,+C.+y+Varela+v,+R.+(2010).+%C2%BFCu%C3%A1ndo+tomar+descuentos%3F&hl=es&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholart)
- López Bejarano, J. M. (2018). Conozca qué tan sanas están las finanzas de su entidad prestadora de salud. *La República* [en línea, 17 de abril]. Disponible en <https://www.larepublica.co/empresas/salud-total-lidera-el-listado-de-las-eps-con-mayores-utilidades-durante-el-ano-pasado-2714713>
- Portafolio (2019). Es urgente salvar el sistema de salud: Fededepartamentos. *Revista Portafolio* [en línea, 29 de enero]. Disponible en <https://www.portafolio.co/economia/es-urgente-salvar-el-sistema-de-salud-fededepartamentos-525765>
- Rapallo Serrano, M. del C. (2002). La creación de valor: una aproximación. *Documento de Trabajo de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales*, Universidad Complutense de Madrid, 11, s. pp. Disponible en <http://eprints.ucm.es/6773/1/0211.pdf>
- Rodríguez Viera, Y., Guerrero Montejo, I., González Galbán, S. y Pérez Pantoja, M. (2010). Administración financiera de cuentas por pagar. *Observatorio de la Economía Latinoamericana*, 140, s. pp. Disponible por descarga en <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/cu/2010/vmgrp.htm>
- Ruiz, B., Puentes, M. A., Ortiz, A., Valencia, É. y Fernández, W. (2007). *Decisiones de pronto pago* [ponencia]. Segunda Jornada Temática en Finanzas, Universidad Icesi, Cali, octubre. Disponible en https://repository.icesi.edu.co/biblioteca_digital/bitstream/10906/5479/1/Decisiones_pronto_pago_26.pdf
- Semana (2013). SaludCoop, el desfalco de la historia. *Revista Semana* [en línea, 23 de noviembre]. Disponible en <https://www.semana.com/nacion/articulo/desfalco-de-salucoop/365644-3>

Zimon, G. (2017). *An analysis of level of net working capital in companies operating in purchasing groups* [ponencia]. Economic and Social Development. 20th International Scientific Conference on Economic and Social Development, Praga, abril 27-28. Disponible en https://www.esd-conference.com/upload/book_of_proceedings/Book_of_Proceedings_esdPrague_2017_Online.pdf (pp. 531-537).