

**Valoración de una empresa promotora de salud en Colombia por flujo de
caja descontado**

Francy Paola Vega Calderón

fvegaca@eafit.edu.co

Lina Rocío Aroca Valero

larocav@eafit.edu.co

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

Asesor: Simón Restrepo Barth

Universidad EAFIT
Escuela de Economía y Finanzas
Maestría en Administración Financiera
Bogotá
2018

Contenido

1. Introducción.....	6
2. Marco teórico.....	7
2.1 Descripción de la EPS.....	9
2.2. Análisis FODA de la EPS: Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas	11
2.3. Estrategia de la EPS	11
2.4. Crecimiento y posicionamiento	11
2.5. Riesgos	12
2.6. Análisis de la industria	14
3. Metodología y análisis de resultados.....	14
3.1. Supuestos de operación	18
3.2. Supuestos de inversión	21
4. Presentación y análisis de los resultados	23
4.1 Hipótesis financieras.....	23
4.1.1 Proyección del costo de capital promedio ponderado WACC.....	23
4.1.2 Proyección de los principales indicadores financieros	24
4.1.3 Cálculo de UODI.....	24
4.1.4 Impuestos.....	25
4.1.5 Flujo de caja proyectado.....	25
5. Conclusiones.....	27
6. Recomendaciones	28
Referencias	29
Anexos.....	31

Lista de tablas

Tabla 1. Análisis de la industria	14
Tabla 2. Variables de entrada y salida WACC	17
Tabla 3. Proyección ingresos EPS	19
Tabla 4. Proyección costos EPS.....	20
Tabla 5. Proyección gastos EPS.....	20
Tabla 6. Proyección CAPEX.....	21
Tabla 7. Proyección KTNO	22
Tabla 8. Proyección Rolling WACC.....	23
Tabla 9. Proyección indicadores financieros	24
Tabla 10. Proyección UODI.....	24
Tabla 11. Proyección FCL DESCONTADO	25
Tabla 12. Múltiplos implícitos EPS	26
Tabla 13. Análisis por múltiplos	27

Lista de gráficos

Gráfico 1. Resultado simulación Cristal Ball Ebitda 2018.....	15
Gráfico 2. Resultado simulación Cristal Ball Ebitda 2022.....	16
Gráfico 3. WACC vs margen bruto.....	17
Gráfico 4. Suposición afiliados planes adicionales de salud- Crystall Ball	35
Gráfico 5. Suposición afiliados plan obligatorio de salud - Crystall Ball	35
Gráfico 6. Suposición afiliados régimen subsidiado- Crystall Ball.....	35

Lista de anexos

Anexo 1. Proyección estado de situación financiera	31
Anexo 2. Proyección estado de resultados	32
Anexo 3. Proyección estado de flujo de efectivo	33
Anexo 4. Estado de resultados histórico.....	33
Anexo 5. Estado de situación financiera histórico	34

Resumen

Las finanzas corporativas tienen como objetivo la maximización de valor para el accionista. En el presente trabajo evaluaremos decisiones que llevan a la creación de valor de una EPS en Colombia. Las EPS en el mercado utilizan diferentes métodos con el objetivo de maximizar su rentabilidad y sostenibilidad en el tiempo, razón por la cual en este trabajo se busca lograr comprender por qué algunas medidas de desempeño pueden generar decisiones equivocadas y destruir valor para una EPS, además, entender cómo una EPS puede crear valor con las decisiones de inversión, financiamiento y rentabilidad.

La motivación del estudio se origina teniendo en cuenta que el sistema de salud en Colombia es uno de los más controversiales y no genera confianza en la población, como consecuencia de la ineficiencia en la prestación de servicio, uso indebido de los recursos, falencias en la operatividad, lo cual genera sobrecostos y la incertidumbre sobre su sostenibilidad en el tiempo.

Palabras claves: Creación de valor, Liquidez, Costo medio ponderado del Capital (WACC), Flujo de caja descontado, Rentabilidad.

Abstract

Corporate finance aims to maximize shareholder value, in this text we will evaluate decisions that lead to value creation for a Health Promoting Entity (Entidad Promotora de Salud/EPS, hereinafter referred to as EPS) in Colombia. The EPS's in the market use different methods in order to maximize their profitability and sustainability over time, which is why this text seeks to understand: why some performance measures can lead to bad decisions and destroy value for an EPS, and in addition, understand how an EPS can create value with decisions regarding investment, financing and profitability.

The motivation of this study originates taking into account that the health care system in Colombia is one of the most controversial, and that this system does not generate confidence among the Colombian population; as a consequence of inefficiency in service delivery, improper use of resources, operational shortcomings that generate cost overruns and uncertainty about its sustainability over time.

Key words: Value Creation, Liquidity, Weighted Average Cost of Capital (WACC), Discounted Cash Flow, Profitability.

1. Introducción

Las empresas promotoras de salud en Colombia nacieron con la creación de la Ley 100 de 1993, la cual modificó por completo la forma de operar de la seguridad social; son empresas dedicadas a la promoción y aseguramiento de los servicios médicos de sus afiliados, más no a la prestación de este servicio de manera directa. Los usuarios se afilian en las EPS y reciben la atención médica por medio de las IPS, clínicas, centros médicos etc., con los cuales suscriben contratos para el cobro del servicio prestado.

Las Entidades Promotoras de Salud en Colombia generan sus estados financieros, teniendo en cuenta lo establecido en la Resolución 724 de 2008 (Plan Único de Cuentas, PUC, para Entidades Promotoras de Salud), y las demás disposiciones establecidas por la Superintendencia Nacional de Salud y los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en Colombia, PCGA, incluyendo los estándares internacionales de aceptación mundial.

El presente trabajo iniciará con la presentación de los conceptos de los métodos de valoración a utilizar, un análisis del sector y el impacto en la sociedad, y un análisis detallado de la situación origen del presente estudio; se realizarán todos los procedimientos para la valoración financiera por el método de flujo de caja descontado, con el objetivo de identificar y analizar los riesgos de la EPS, especialmente operativos y financieros, que se pueden presentar una vez realizado el análisis financiero y determinar las acciones de mejora tendientes a generar valor a la EPS.

Al finalizar el trabajo, plantearemos acciones que le permitan a la empresa promotora de salud fortalecer su creación de valor, evaluar la estructura de capital, las inversiones generadas internas y externas de la EPS.

2. Marco teórico

La valoración de empresas corresponde a una actividad que demanda conocimientos específicos en el área, que nos permitan acercarnos a un valor de mercado ajustado a la realidad; es un proceso mediante el cual se busca cuantificar los elementos que generen valor a la compañía, con el fin de llegar al valor intrínseco dentro de un intervalo de valores razonables.

Es fundamental tener en cuenta que el valor de una empresa no es algo exacto, sino, por el contrario, depende de diversos elementos que son tenidos en cuenta según el evaluador, una valoración es un proceso con el cual se busca cuantificar el valor intrínseco de una empresa, teniendo en cuenta todos los aspectos de la compañía que sean susceptibles de ser valorados.

Una correcta valoración debe basarse en supuestos razonables, sobre los cuales se pueda determinar un valor, que en ningún caso será un único número fijo, ya que como dijimos anteriormente, lo que se busca es calcular su rango de valor.

Es fundamental definir que el valor de una empresa se encuentra determinado principalmente por la capacidad que tenga la empresa de generar flujos de caja en el horizonte de tiempo; el Balance General y el Estado de Resultados son estados de causación que, por sí solos, no informan la capacidad de generación de caja de una empresa.

El flujo de caja es la cantidad de recursos que genera una empresa y que debe tener como destino: la reposición de activos fijos, el pago del servicio de la deuda y el reparto de utilidades.

Creación de valor: las empresas crean valor a través de la inversión de capital que genere flujos de caja en el futuro, con una tasa de rentabilidad que sea superior al costo de capital, la creación de valor no se limita únicamente a la parte monetaria, incluye también la satisfacción de sus empleados, la de sus clientes y proveedores, y lograr marcar una ventaja competitiva en el mercado.

Las empresas que logran maximizar su valor también generan mayores empleos en el largo plazo, mantienen más clientes y logran fidelidad de sus proveedores.

La capacidad que tenga una empresa de obtener el retorno de su capital invertido y el crecimiento de los ingresos, establece la forma en cómo estos ingresos se convierten en flujos de efectivo, el nivel de crecimiento, el retorno sobre el capital invertido y el flujo de caja, que se encuentran directamente relacionados, ya que el valor no depende únicamente de las utilidades.

El endeudamiento financiero hace que los flujos de caja cambien por el pago de intereses, los cuales son deducibles de impuestos, los impuestos pagados disminuyen generando aumento en el flujo de caja, que sirve para pagar proveedores y accionistas.

Según Pablo Fernández (2008), la valoración de empresas es un ejercicio de sentido común y debemos realizarnos las siguientes preguntas: ¿Qué se está haciendo? ¿Por qué se está haciendo la valoración con un determinado método? ¿Para qué y para quién se realiza la valoración?, el método más eficiente para valorar una empresa que tenga la intención de permanecer en el tiempo, es el método de descuento de flujo caja.

Para poder realizar un adecuado proceso de valoración es necesario conocer varios aspectos de la compañía, tales como: la cultura organizacional, el manejo a los proveedores y clientes, la historia de la compañía, así como la historia del sector económico o el gremio al cual pertenece.

Según Luis Blanco (2009), la valoración de empresas por descuento de flujos de caja es el modelo estándar en la valoración de empresas, en tanto para Héctor Anaya y Diego Ortiz (2010), el flujo de caja es el estado financiero por excelencia, debido a que determina si una empresa cuenta o no con los recursos para realizar sus operaciones, y el flujo de caja proyectado es una herramienta esencial para la valoración de empresas, uno de los aspectos de mayor importancia al aplicar el método por flujo de caja descontado es determinar la tasa de descuento que se utilizará para traer los flujos de caja libres a valor presente, con el fin de determinar el valor fundamental de la compañía.

Según Guillermo Dumrauf (2013), la maximización del valor no debe ser el objetivo principal, debido a que recibir beneficios no significa todas las veces tener flujos de caja, la concentración se debe orientar hacia la generación de flujos de caja sostenibles en el tiempo, lo cual debe ser el objetivo principal: lograr que la empresa genere permanentemente flujos de caja positivos, que a su vez conlleven a maximizar la riqueza de los accionistas.

La maximización del valor en las empresas es uno de los objetivos que busca la administración financiera, lo cual es posible obtener mediante la aplicación de diferentes herramientas financieras que existen para tal fin; por tal motivo, es importante analizar tanto la situación interna como externa de la compañía, debido a que el ciclo económico es un aspecto que depende de los cambios en las tasas de crecimiento en el corto plazo y durante un período específico.

Para Alejandro Narvárez (2009), el fin de cada valoración determina el método más adecuado a aplicar, existen inconvenientes en la mayoría de los métodos de valoración de empresas, por lo cual, para poder valorar una empresa de manera correcta y obtener su valor lo más cercano a la realidad posible, es necesario conocerla completamente, realizando un análisis concienzudo de toda la información disponible.

2.1 Descripción de la EPS

2.1.1 Objetivo de la EPS

Es una Entidad Promotora de Salud encargada de promover la afiliación a: Plan de Beneficios en Salud y Planes Complementarios, propendiendo por el aseguramiento de los servicios de salud.

2.1.2 Grupos de interés

Afiliados: garantizar el acceso, cuidado y mantenimiento de la salud con participación activa de los usuarios para el plan obligatorio de salud; en cuanto a los planes adicionales de salud, se busca también garantizar el acceso, cuidado y mantenimiento de la salud con participación activa de los usuarios, a través de redes preferenciales de servicio.

Redes integradas de salud: relacionamiento justo, transparente y equitativo para construir relaciones de largo plazo, con el fin de fomentar desarrollo y crecimiento sostenible con los aliados estratégicos, para contribuir a la generación de conocimiento compartido y así crear relaciones que forjen beneficios al usuario.

Colaboradores: reconocimiento de los resultados obtenidos, desarrollo y crecimiento de colaboradores.

Entes de control: generación de información de trascendencia para los Sistemas de Seguridad en Salud, basada en la transparencia, calidad y confiabilidad, buscando propender por la atención eficiente de los requerimientos de nuestros interesados.

Gremio: desarrollo del sistema y generación de conocimiento que permita el aseguramiento universal de la Seguridad Social de Salud, basado en modelos efectivos de atención.

Legislador: construir y generar conocimiento para el Sistema de Protección de Seguridad Social en Salud. Referente de modelos de gestión de atención en salud.

Comunidad: apoyar y participar integralmente en las comunidades, a través de nuestro conocimiento de la salud, adicional, la participación activa en la generación de políticas para el Sector Salud con impacto en la dinámica social, construcción de redes intersectoriales mediante la articulación con los entes territoriales.

2.2. Análisis FODA de la EPS: Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas

Amenazas	Debilidades
* Cambios normativos en el sector salud. * Cambios tecnológicos u obsolescencia de la tecnología. * Gobernabilidad de los terceros que hacen parte de la cadena de suministro de los negocios. * Fenómenos climáticos. * Cambios del entorno económico del sector.	* Alto costo de los medicamentos en el país. * La falta de investigación y desarrollo afecta la prestación de los servicios. * Operatividad en los procesos por falta de automatización de los aplicativos y actividades que desarrollan sus colaboradores.
Oportunidades	Fortalezas
* Alianzas estratégicas en el marco de redes integradas. * Participación en la definición de políticas de salud estando de la mano con el Gobierno. * Aumento de la cobertura de la población afiliada al Sistema de Seguridad Social en Salud.	* Desarrollo de redes como plataformas de servicios y resultados en salud. * Percepción de los clientes de crecimiento y sostenibilidad empresarial. * Apertura de mercados geográficos adicionales (expansión regional, nacional) * Nuevos esquemas de distribución y servicio.

2.3. Estrategia de la EPS

La EPS ha adoptado como estrategia obtener un modelo diferencial de Gestión, basado en Redes Integradas de Salud y los resultados en salud, experiencia del servicio y optimización de los recursos, los cuales le permitirán lograr los mejores resultados en salud, así como crecer y desarrollar capacidades, lograr sostenibilidad, protección financiera y mejorar la experiencia del usuario.

2.4. Crecimiento y posicionamiento

- Apertura de mercados geográficos adicionales (expansión regional, nacional).
- Atracción de otros sectores del mercado.
- Nuevos esquemas de distribución y servicio.

- Nuevos productos y servicios.
- Desarrollo de redes como plataforma de servicios y resultados en salud.
- Sostenibilidad y protección financiera.

2.5. Riesgos

- **Riesgo en salud:** corresponde a la probabilidad de ocurrencia de un evento no deseado, evitable y negativo para la salud del individuo, que puede ser también el empeoramiento de una condición previa o la necesidad de requerir más consumo de bienes y servicios que hubiera podido evitarse. El evento es la ocurrencia de la enfermedad/traumatismos o su evolución negativa, desfavorable a complicaciones de la misma; y las causas son los diferentes factores asociados a los eventos.
- **Riesgo actuarial:** hace referencia a la posibilidad que tiene la EPS de incurrir en pérdidas económicas, debido a la ocurrencia de diferentes sucesos futuros e inciertos, como por ejemplo:
 - Riesgo de concentración y hechos catastróficos.
 - Riesgo de incremento inesperado, índices de morbi-mortalidad en los costos de atención.
 - Riesgos de cambios tecnológicos.
 - Riesgo de insuficiencia de reservas técnicas.
 - Riesgo de tarifación.
- **Riesgo de crédito:** la EPS podría tener la posibilidad de incurrir en pérdidas, como consecuencia del incumplimiento de las obligaciones por parte de sus deudores en los términos acordados, como por ejemplo, monto, plazo y demás condiciones.

- **Riesgo de liquidez:** la EPS tiene la posibilidad de no contar con recursos líquidos para cumplir con sus obligaciones de pago, tanto en el corto (riesgo inminente) como en el mediano y largo plazo (riesgo latente).
- **Riesgo operacional:** la EPS podría presentar desviaciones en los objetivos misionales de sus procesos como consecuencia de deficiencias, inadecuaciones o fallas en los procesos, en el recurso humano, en los sistemas tecnológicos y biomédicos, en la infraestructura, por fraude y corrupción, ya sea por causa interna o por la ocurrencia de acontecimientos externos, entre otros.

Los riesgos operacionales en la entidad pueden generar pérdidas de tres tipos:

- Pérdidas en los resultados de salud de su población, los cuales, por su relevancia son tratados como riesgos en salud.
 - Pérdidas en los resultados operativos esperados, incluyendo la satisfacción de la población.
 - Pérdidas financieras en la entidad.
- **Riesgo de grupo:** corresponde a la posibilidad de pérdida de la EPS, que surge como resultado de participaciones de capital a actividades u operaciones con entidades que forman parte del mismo grupo empresarial.
 - **Riesgo reputacional:** la posibilidad de toda acción propia o de terceros, evento o situación que pueda afectar negativamente el buen nombre y prestigio de la EPS, tales como el impacto de la publicidad negativa sobre las prácticas comerciales, conducta o situación financiera de la EPS. Tal publicidad negativa, ya sea verdadera o no, puede mermar la confianza pública en la EPS, dar lugar a litigios costosos o dar lugar a una disminución de su base de usuarios, clientes, negocios o los ingresos.

2.6. Análisis de la industria

Acontinuación, se relacionan los indicadores financieros de las principales EPS en Colombia:

Tabla 1. Análisis de la industria

EPS	ROE	ROA	EBITDA	Margen EBITDA	Margen Operacional	Margen neto
Famisanar	8,42%	1,50%	5.723	0,30%	-6,99%	-2,42%
EPS Sanitas	3,40%	0,40%	18.843	0,89%	0,59%	0,59%
Aliansalud	0,08%	0,01%	3.018	1,29%	4,60%	3,02%
Salud total	22,28%	4,38%	41.373	1,86%	1,50%	1,92%
Nueva EPS	60,74%	-4,14%	53.754	0,91%	0,47%	0,39%

Fuente: Información publicada página web Supersalud-Construcción propia, 2018.

3. Metodología y análisis de resultados

La valoración se realizó por el método de flujo de caja libre descontado, aplicando simulación Montecarlo sobre los resultados obtenidos en la evaluación de la información; se realiza sensibilización de diferentes variables, como son: el crecimiento de la población en los diferentes programas: Plan Obligatorio de Salud, Planes Adicionales de Salud y Régimen Subsidiado, los costos operativos y el WACC vs Margen Bruto.

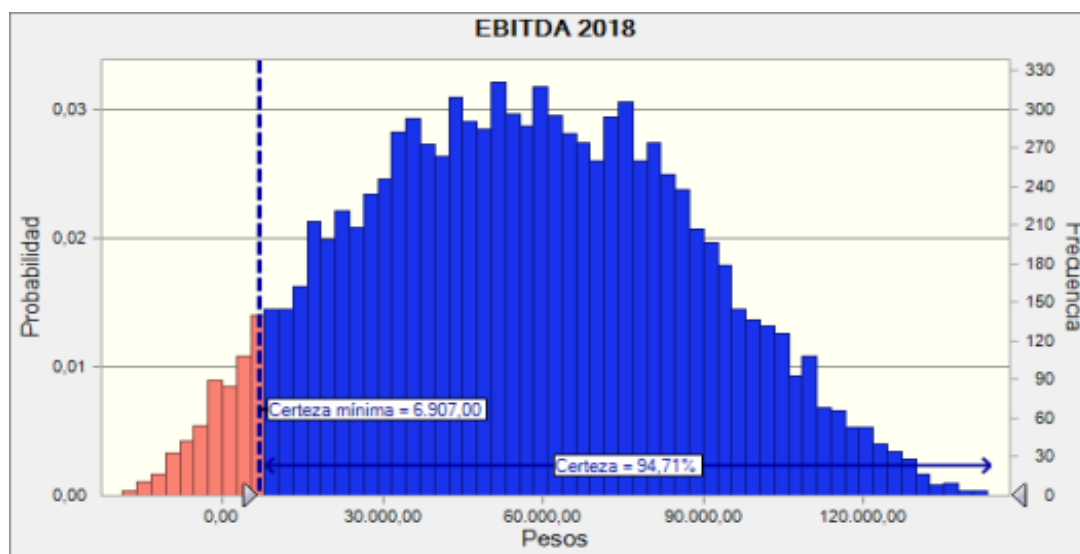
Se calculó el WACC para descontar los flujos de caja libre, utilizando la metodología de Rolling WACC y como resultado en la sensibilización del WACC se obtiene que este valor oscila entre un mínimo de 12,10% y máximo de 14,10%; también se utilizó el modelo del CAPM para el cálculo del costo de capital del inversionista. Los parámetros utilizados se muestran en la Tabla 8 Proyección Rolling WACC.

Se calcula el periodo relevante, siendo el periodo proyectado explícito para el cual han sido calculados flujos de caja específicos, reflejando el efecto financiero de la estrategia explícita, partiendo del supuesto que después de determinado el periodo relevante, la EPS continuará

presentando ciclos económicos a perpetuidad, con una valoración optimista y un gradiente de crecimiento del 2%.

Los resultados de la simulación arrojaron un valor de certeza mínima de ocurrencia del EBITDA durante el año 2018, de \$6.907 millones con una probabilidad de ocurrencia del 94,71%, un nivel de confianza del 95%, lo que nos indica una alta probabilidad de que se presente un EBITDA durante el año 2018 igual o superior al que se había proyectado.

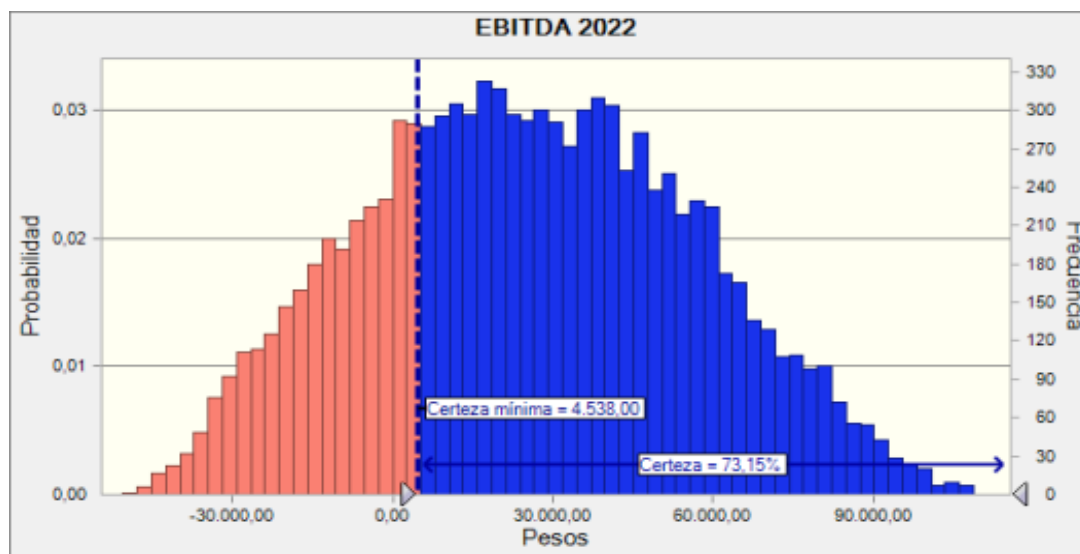
Gráfico 1. Resultado simulación Crystal Ball Ebitda 2018



Fuente: Resultado simulación Crystal Ball- Cifras expresadas en millones de pesos ('000.000 COP), 2018.

Para el año 2022 los resultados de la simulación arrojaron un valor de certeza mínima de ocurrencia del EBITDA de \$4.538 millones, con una probabilidad de ocurrencia del 73,151%, un nivel de confianza del 95%, la probabilidad de ocurrencia del EBITDA proyectado para dicho año disminuye, comparado con la del periodo 2018, lo cual está explicado por la mayor incertidumbre financiera que puede tener una compañía en 5 años.

Gráfico 2. Resultado simulación Cristal Ball Ebitda 2022



Fuente: Resultado simulación Cristal Ball- Cifras expresadas en millones de pesos (‘000.000 COP), construcción propia, 2018.

El resultado de la valoración es impactado principalmente por la variable de crecimiento de largo plazo, que está entre un mínimo de 1% y un máximo del 3%, como también por su valor patrimonial, que se encuentra entre un mínimo de \$38.759 millones y un máximo de \$58.871 millones, logrando obtener el escenario más optimista para la EPS de \$47.070 millones como valor patrimonial al cierre del período 2022, con un gradiente de crecimiento del 2% y un WACC de 13,10%.

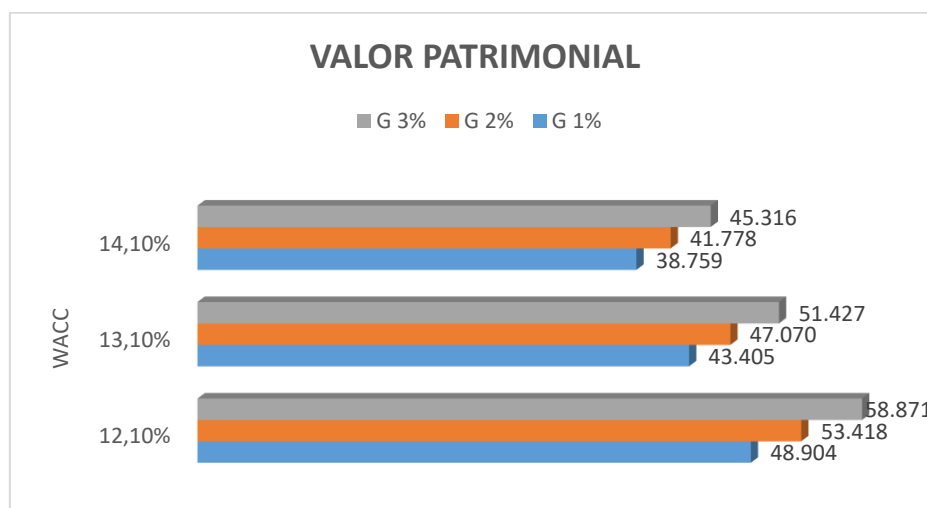
Tabla 2. Variables de entrada y salida WACC

		WACC		
		12,10%	13,10%	14,10%
G	1%	48.904	43.405	38.759
	2%	53.418	47.070	41.778
	3%	58.871	51.427	45.316

		WACC		
		12,10%	13,10%	14,10%
MARGEN BRUTO PROMEDIO	3,5%	48.904	43.405	38.759
	4,5%	53.418	47.070	41.778
	5,5%	58.871	51.427	45.316

Fuente: Construcción propia- Cifras expresadas en millones de pesos (‘000.000 COP), 2018.

Gráfico 3. WACC vs margen bruto



Fuente: Construcción propia - Cifras expresadas en millones de pesos (‘000.000 COP), 2018.

3.1. Supuestos de operación

Ingresos: los ingresos operacionales representan las Unidades de Pago por Capitalización “UPC” que percibe la EPS, de acuerdo con lo establecido en el Decreto 2280 de 2004, dichos ingresos se reconocen una vez se realice el proceso de compensación ante ADRES (Administradora de los recursos del Sistema General de Seguridad Social en Salud). Por ende, se estimó de acuerdo con un análisis por proceso de compensación (4 procesos mensuales), teniendo en cuenta el crecimiento de los afiliados por cada uno de los programas y su pago por UPC.

Los ingresos por planes complementarios se causan mensualmente sobre la cuota correspondiente durante la vigencia del contrato. Cuando se reciben cuotas anticipadamente se registran como ingresos diferidos y se causan mensualmente, de acuerdo con el número de períodos correspondientes. Se estimó de acuerdo con este comportamiento histórico y con la expectativa de aumento en contratos.

Los ingresos por concepto de recobros, cuotas moderadoras y copagos, se estimaron de acuerdo al promedio de su comportamiento histórico, adicionalmente, para los recobros, en concordancia con lo establecido en el Decreto 4361 de 2011, se tuvo en cuenta que para reconocer su ingreso se debe tener una probabilidad de certeza del derecho, aunque estén pendientes de radicar ante ADRES (Administradora de los recursos del Sistema General de Seguridad Social en Salud).

A partir de 2015 la apropiación por Incapacidades es considerada un ingreso operacional, dando cumplimiento al Decreto 2702 del 23 de diciembre de 2014, y se estimó de acuerdo con un análisis por proceso de compensación (4 procesos mensuales), teniendo en cuenta el crecimiento de los afiliados por cada uno de los programas y su pago por UPC.

Tabla 3. Proyección ingresos EPS

INGRESOS OPERACIONALES	Proyección	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ingreso UPC Contributivo	17,4%	1.099.667	1.290.901	1.515.392	1.778.922	2.088.281	2.451.438
Ingreso UPC Subsidiado	9,8%	15.382	16.884	18.532	20.342	22.329	24.509
Ingreso Promoción y Prevención	12,0%	28.614	32.040	35.877	40.173	44.983	50.369
Ingreso Plan Complementario	16,5%	278.748	324.652	378.117	440.385	512.909	597.375
Ingresos Recobros	9,8%	193.385	212.316	233.099	255.917	280.969	308.473
Cuenta de alto costo	0,0%	- 6.892	-	-	-	-	-
Ingresos CM y Copagos	10,6%	46.416	51.333	56.772	62.786	69.438	76.795
Incapacidades	15,1%	53.050	61.040	70.234	80.812	92.983	106.988
Total Ingresos Operacionales		1.708.369	1.989.167	2.308.023	2.679.338	3.111.892	3.615.947
INGRESOS NO OPERACIONALES	6,7%	7.142	7.623	8.137	8.685	9.270	9.895

Fuente: Información publicada página web Supersalud-Construcción propia- Cifras expresadas en millones de pesos ('000.000 COP), 2018.

Costos operacionales: los Costos Médicos se estimaron con base a un análisis, el cual consiste en tomar las autorizaciones registradas en el sistema autorizador de servicios de Salud S.A.S, a unos costos promedios determinados sobre los pagos reales efectuados de las cuentas de cobro presentadas por las instituciones Prestadoras de Salud IPS, captadores, profesionales independientes que presentaron sus servicios a los usuarios y proveedores de bienes y servicios de salud.

Estos costos de operación incluyen también transacciones realizadas con las diferentes IPS del Programa y han sido registrados a tarifas promedio, tomando como base las tarifas acordadas con prestadores independientes. El costo de incapacidades se reconoce según el Decreto 2702 de diciembre de 2014.

Tabla 4. Proyección costos EPS

COSTOS OPERACIONALES	Proyección	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Costo POS Contributivo	16,8%	1.146.887	1.339.511	1.564.488	1.827.250	2.134.144	2.492.583
Costo Plan Complementario	18,0%	225.351	265.880	313.699	370.117	436.682	515.219
Costo No POS	12,7%	139.629	157.348	177.316	199.818	225.176	253.751
Costo POS subsidiado	9,6%	18.153	19.892	21.798	23.887	26.176	28.684
Costo Incapacidades	15,7%	48.491	57.183	67.433	79.520	93.773	110.581
Otros costos operacionales	17,9%	35.250	41.569	49.020	57.806	68.167	80.386
Total Costos Operacionales		1.613.761	1.881.384	2.193.753	2.558.398	2.984.118	3.481.204

Fuente: Información publicada página web Supersalud-Construcción propia- Cifras expresadas en millones de pesos ('000.000 COP), 2018.

Gastos: los gastos agrupan los cargos originados en desarrollo de las operaciones de cada uno de los Programas de Salud como son: Contributivo, Subsidiado y Plan Complementario, y su estimación se realiza con base a la proyección de la inflación para los próximos años, elaborada por el grupo de investigaciones económicas de BANCOLOMBIA y de acuerdo con el análisis que se realiza por los diferentes procesos de la operación.

Tabla 5. Proyección gastos EPS

GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	Proyección	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Gastos de Personal	2,9%	21.612	27.536	28.333	29.152	29.995	30.863	31.756
Impuestos	1,4%	2.744	3.496	3.545	3.595	3.646	3.697	3.749
Arriendos	11,1%	4.883	6.221	6.909	7.674	8.523	9.466	10.513
Honorarios	10,3%	473	603	664	732	808	890	982
Seguros	7,4%	1.156	1.472	1.581	1.697	1.822	1.956	2.100
Servicios	5,5%	53.001	67.528	71.227	75.128	79.244	83.584	88.163
Gastos Legales	7,5%	18	23	25	27	29	31	34
Mantenimiento y Reparaciones	7,6%	3.162	4.029	4.334	4.663	5.016	5.396	5.805
Adecuaciones e Instalaciones	7,8%	464	592	638	688	742	800	862
Gastos de Viaje	27,4%	230	293	374	476	607	774	986
Depreciaciones	5,8%	697	888	940	994	1.052	1.113	1.177
Amortizaciones	5,8%	1.028	1.310	1.386	1.466	1.551	1.641	1.736
Publicidad y propaganda	12,5%	779	993	1.118	1.258	1.415	1.593	1.792
Diversos	8,0%	3.729	4.751	5.130	5.540	5.983	6.462	6.978
Deterioro cuentas por cobrar	0,9%	8.227	10.482	10.574	10.666	10.760	10.854	10.949
Asignados	0,7%	-26.181	-33.357	-33.576	-33.796	-34.017	-34.240	-34.464
Total Gastos de Administración		76.022	96.860	103.202	109.962	117.175	124.880	133.119
GASTOS NO OPERACIONALES	18,7%	1.493	2.878	3.415	4.053	4.810	5.708	6.774

Fuente: Información publicada página web Supersalud-Construcción propia- Cifras expresadas en millones de pesos ('000.000 COP), 2018.

3.2. Supuestos de inversión

CAPEX y activos fijos: la EPS tiene dentro de sus proyectos a futuro, expandir su cobertura de los planes complementarios, planes obligatorios de salud y de régimen subsidiado, para las siguientes ciudades: Tunja y Sogamoso en el año 2018, Popayán y Cali en el año 2019; Villavicencio en el año 2020 y en Valledupar en el año 2021, por ende, la EPS tiene estimado adquirir edificios para la prestación de sus servicios en las nuevas sedes donde operará en un 5%; de igual manera, se realizará inversiones en equipos de oficina de manera gradual con la expansión estimada en un 12%.

La inversión en equipos de cómputo y equipos médico científico se realizará por medio de un leasing operacional, con respecto a terrenos y edificios, no se tiene planeado realizar inversión en estos activos durante los próximos 5 años, teniendo en cuenta la inversión significativa que realizó en el año 2016.

Tabla 6. Proyección CAPEX

PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO	Proyección	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Terrenos	0%	16,425	16,425	16,425	16,425	16,425	16,425	16,425
Construcciones y Edificaciones	5%	41,616	49,769	52,257	54,870	57,614	60,494	63,519
Equipo de Oficina	12%	143	234	263	294	330	370	415
Equipo de Computación y Comunicación	0%	296	100	100	100	100	100	100
Equipo Médico-Científico	0%	25	20	20	20	20	20	20
Equipo de Hoteles, restaur. y cafetería	0%	0	0	0	0	0	0	0
Total Propiedad Planta y Equipo		58,505	66,548	69,065	71,710	74,489	77,410	80,479
Activos Intangibles		2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Software	0%	891	629	629	629	629	629	629
Total Activos Intangibles		891	629	629	629	629	629	629
Depreciación Acumulada		- 2,918	- 3,721	- 4,661	- 5,655	- 6,707	- 7,819	- 8,996
Flujo Capex			6,978	1,577	1,651	1,728	1,808	1,893

Fuente: Información publicada página web Supersalud-Construcción propia- Cifras expresadas en millones de pesos ('000.000 COP), 2018.

Capital de trabajo: para el capital de trabajo se tomó una distribución uniforme para la cartera de clientes, con un rango entre 33 y 38 días mínimo y máximo respectivamente, y para proveedores un rango con un mínimo de 22 días y un máximo de 30 días.

Tabla 7. Proyección KTNO

CAPITAL DE TRABAJO	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Disponible ("Caja Mínima")	30.819	62.521	66.585	70.256	72.402	72.460	69.748
Cuentas por Cobrar	128.505	165.000	192.120	222.917	258.779	300.557	349.240
Variaciones de CxC		36.495	27.120	30.796	35.863	41.777	48.683
Ingresos Operacionales	1.422.423	1.708.369	1.989.167	2.308.023	2.679.338	3.111.892	3.615.947
Rotación de cartera	33 días	35 días	35 días	35 días	35 días	35 días	35 días
Inventarios	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por Pagar	81.507	130.528	152.175	177.441	206.935	241.369	281.576
Variaciones de CxP		49.022	21.647	25.266	29.494	34.434	40.207
Costos Operacionales	1.361.862	1.613.761	1.881.384	2.193.753	2.558.398	2.984.118	3.481.204
Rotación de cuentas por pagar	22 días	29 días	29 días	29 días	29 días	29 días	29 días
KTNO	77.817	96.992	106.530	115.731	124.247	131.647	137.413
Variación KTNO		19.175	9.538	9.201	8.515	7.401	5.765
Productividad capital de trabajo neto operativo (PKTNO) LTM	0,05	0,06	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04
Palanca de crecimiento (PDC)		0,0 : 1	0,1 : 1	0,1 : 1	0,1 : 1	0,0 : 1	0,0 : 1
Ciclo de Efectivo	11 días	6 días	6 días	6 días	6 días	6 días	6 días

Fuente: Información publicada página web Supersalud-Construcción propia- Cifras expresadas en millones de pesos (‘000.000 COP), 2018.

4. Presentación y análisis de los resultados

4.1 Hipótesis financieras

4.1.1 Proyección del costo de capital promedio ponderado WACC

Tabla 8. Proyección Rolling WACC

WACC (weighted average cost of capital)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
DEUDA FINANCIERA	0%	0%	0%	0%	0%	0%
PATRIMONIO	100%	100%	100%	100%	100%	100%
D/E	0%	0%	0%	0%	0%	0%
TASA DE IMPUESTOS	34%	33%	33%	33%	33%	33%
COSTO NETO DEUDA	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Risk Free Rate (Usd Trsy 10 y, Bloomberg)	2,30%	2,96%	3,21%	3,46%	3,71%	3,96%
PRIMA RIESGO PAÍS	196 Pb	178 Pb	178,25 Pb	178,5 Pb	178,75 Pb	179 Pb
TASA LIBRE DE RIESGO COLOMBIA	4,26%	4,74%	4,99%	5,25%	5,50%	5,75%
Beta no apalancado (Damodaran)	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
Beta apalancado	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
Implied Equity Risk Premium (Damodaran, Average CF yield la	6,64%	6,64%	6,64%	6,64%	6,64%	6,64%
Prima de Riesgo EQUITY	5,05%	5,05%	5,05%	5,05%	5,05%	5,05%
Prima de Riesgo de la Empresa	2,81%	2,81%	2,81%	2,81%	2,81%	2,81%
Cost of Equity (Ke) USD	12,12%	12,60%	12,85%	13,10%	13,36%	13,61%
Devaluación (diferencial de inflación) COP/USD	1,85%	0,52%	0,51%	0,32%	0,22%	0,12%
Cost of Equity (Ke) COP	14,19%	13,18%	13,43%	13,46%	13,60%	13,74%
WACC (weighted average cost of capital)	12,12%	12,60%	12,85%	13,10%	13,36%	13,61%
INFLACIÓN COLOMBIA	4,00%	3,40%	3,40%	3,20%	3,10%	3,00%
INFLACIÓN USA	2,11%	2,87%	2,87%	2,88%	2,88%	2,88%

Fuente: Información publicada página web Supersalud-Construcción propia, 2018.

4.1.2 Proyección de los principales indicadores financieros

Tabla 9. Proyección indicadores financieros

INDICADOR	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
ROE	8,1%	6,2%	21,3%	16,9%	13,3%	10,1%	6,9%
ROA	1,0%	0,6%	2,5%	2,2%	1,8%	1,4%	0,9%
Ebitda	- 5.509	-53	6.907	6.768	6.368	5.647	4.538
Margen EBITDA	-0,4%	0,0%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%
Margen Operacional	-1,1%	-0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%
Margen Neto	0,2%	0,1%	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%	0,1%
Nivel de endeudamiento	88,1%	89,6%	88,0%	86,9%	86,2%	86,0%	86,3%
Apalancamiento Financiero total	7,42	8,66	7,34	6,61	6,25	6,15	6,31
Concentración a corto plazo	43,5%	93,9%	94,3%	94,8%	95,2%	95,6%	96,0%
Concentración a largo plazo	56,5%	6,1%	5,7%	5,2%	4,8%	4,4%	4,0%
Relacion de deuda permanente a capitalización total	80,7%	34,5%	29,4%	25,7%	23,0%	21,2%	20,0%
NOPLAT	-	1.979	4.004	3.754	3.272	2.507	1.404
ROIC		-1,2%	2,4%	2,1%	1,7%	1,3%	0,7%
FCL DESCONTADO			54	109	1.608	3.152	4.723
Enterprise Value EV			47.070	47.070	47.070	47.070	47.070
EV/Ebitda			7 veces	7 veces	7 veces	8 veces	10 veces
EV/Revenue			,024 veces	,020 veces	,018 veces	,015 veces	,013 veces
WACC		12,12%	12,60%	12,85%	13,10%	13,36%	13,61%

Fuente: Información publicada página web Supersalud-Construcción propia, 2018.

4.1.3 Cálculo de UODI

Tabla 10. Proyección UODI

CÁLCULO DEL UODI	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ingresos Financieros	2.524	2.529	2.534	2.538	2.543	2.548
Gastos Financieros	1.114	1.115	1.116	1.116	1.117	1.118
Gastos Financieros Netos	1.410	1.414	1.418	1.422	1.426	1.430
Tasa Efectiva de Impuestos	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Escudo Fiscal	1.410	1.414	1.418	1.422	1.426	1.430
Impuesto de Renta	-	-	-	-	-	-
Impuestos Operativos	1.410	1.414	1.418	1.422	1.426	1.430
Utilidad Operativa	-	2.251	4.582	4.308	3.765	2.894
UODI	-	3.661	3.168	2.890	2.343	195

Fuente: Información publicada página web Supersalud-Construcción propia, 2018.

4.1.4 Impuestos

La Entidad Promotora de Salud sujeto a esta valoración es una entidad sin ánimo de lucro, por ende, no está sujeto al impuesto sobre la renta. Sin embargo, para el programa de Plan complementario retiene IVA e impuesto de industria y comercio ICA, para los demás programas el impuesto al valor agregado es un mayor valor del gasto-costeo.

4.1.5 Flujo de caja proyectado

Tabla 11. Proyección FCL DESCONTADO

Flujo de Caja Libre	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	
EBITDA	-	53	6.907	6.768	6.368	5.647	4.538
(-) Cambios en el Disponible	-	30.702	- 4.064	- 3.671	- 2.146	- 58	2.711
(-) Cambios en Inventarios	-	-	-	-	-	-	-
(-) Gastos Pagados por anticipado	-	12	-	-	-	-	-
(-) Cambios en cuentas por cobrar	-	36.495	- 27.120	- 30.796	- 35.863	- 41.777	- 48.683
(-) Cambios Deterioro cuentas por cobrar	-	2.255	-	-	-	-	-
(+) Cambios en cuentas por pagar	-	49.022	21.647	25.266	29.494	34.434	40.207
(+) Cambios en Reserva Técnica	-	44.470	12.481	13.686	15.006	16.455	18.042
(-) Cambio en el Capital de Trabajo	-	18.175	- 9.538	- 9.201	- 8.515	- 7.401	- 5.765
(-) Impuesto sobre las ventas por pagar	-	358	1.104	- 219	- 255	- 298	- 348
(-) De Industria y comercio	-	76	222	- 43	- 50	- 58	- 68
(-) Impuesto de renta corriente	-	-	-	-	-	-	-
Total Flujo de Caja Operacional	-	5.517	1.638	1.790	4.038	6.944	10.634
(-) Capex	-	6.978	- 1.577	- 1.651	- 1.728	- 1.808	- 1.893
FCL	-	1.460	61	139	2.311	5.135	8.741
Flujo de Caja Financiero							
(-) Bonos públicos moneda nacional		3.048	-	-	-	-	-
(-) CDT's Cert de deposito a terminos fijos		882	-	-	-	-	-
Creditos		-	-	-	-	-	-
Flujo de Caja del periodo		2.470	61	139	2.311	5.135	8.741
(+) Caja Inicial		29.819	32.288	32.350	32.489	34.799	39.935
Flujo de Caja para los Accionistas		32.288	32.350	32.489	34.799	39.935	48.675
(-) Dividendos		-	-	-	-	-	-
(+) Cambios en el patrimonio	-	2.607	2.013	8.790	8.391	7.640	6.456
(+) Efecto de convergencia a NIIF		-	-	-	-	-	-
Caja Final (Sin restringido)		29.682	34.363	41.279	43.191	47.575	55.131
(-) Cuentas del sistema ADRES	-	26.697	- 30.828	- 35.598	- 41.106	- 47.467	- 54.812
Caja Final		2.985	3.535	5.681	2.084	108	319

Flujo de Caja Descontado	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
WACC	12,60%	12,85%	13,10%	13,36%	13,61%
WACC ACUMULADO	1,13	1,27	1,44	1,63	1,85
Valor FCL Descontado	54	109	1.608	3.152	4.723
					76.800
PERÍODO RELEVANTE	9.646				
VALOR CONTINUIDAD	76.800				
VALOR PRESENTE DE VALOR DE CONTINUIDAD VA	41.494				
V OPERACIONES	51.140				
(-) VALOR DEUDA FINANCIERA	-				
(=) VALOR PATRIMONIAL	51.140				
(-) Obligaciones laborales	-	2.313			
(-) Contingencias	-	1.757			
(+) Portafolio Invertido	-				
(=) VALOR CORPORATIVO	47.070				

Fuente: Información publicada página web Supersalud-Construcción propia, 2018.

Tabla 12. Múltiplos implícitos EPS

Multiplos de Valoración Implícitos	2018E
WACC	12,60%
Enterprise Value EV	47.070
EV/Ebitda	7 veces
ROE	21,26%
ROA	2,55%
Margen Bruto	5,42%
Margen Operativo	0,23%
Margen Neto	0,44%
Razón entre el precio y valor en Libros	1 veces
Razón entre el precio y ventas	,02 veces
Razón entre el precio y utilidades	5 veces

Fuente: Información publicada página web Supersalud--Construcción propia, 2018.

Tabla 13. Análisis por múltiplos

EPS	ROE ²	ROA ²	Nivel de endeudamiento	EBITDA	Margen EBITDA	Margen Operacional	Margen neto
Famisanar	8,42%	1,50%	88,22%	5.723	0,30%	-6,99%	-2,42%
EPS Sanitas	3,40%	0,40%	85,99%	18.843	0,89%	0,59%	0,59%
Aliansalud	0,08%	0,01%	77,80%	3.018	1,29%	4,60%	3,02%
Salud total	22,28%	4,38%	80,34%	41.373	1,86%	1,50%	1,92%
Nueva EPS	60,74%	-4,14%	93,18%	53.754	0,91%	0,47%	0,39%
Eps a valorar	21,26%	2,55%	88,01%	6.907	0,35%	0,23%	0,44%

Fuente: Información publicada página web Supersalud-Construcción propia, 2018.

5. Conclusiones

Los niveles de EBITDA que tiene la EPS, a pesar de que no son altos y sus incrementos no son significativos, favorecen su rentabilidad y le permiten tener recursos para pagar sus proveedores, impuestos, reposición de activos y realizar inversiones.

La EPS en su análisis combinado de margen EBITDA y la productividad del capital de trabajo neto operativo (PKTNO) está sobre el promedio de 0.05, esta razón financiera no es tan atractiva si se quisiera revisar el crecimiento desde el punto de vista del valor agregado, sin embargo, durante todos los períodos es positiva.

Se presenta un incremento significativo en los ingresos operacionales del 16%, debido a su estrategia de crecimiento, la cual está enfocada en la apertura de mercados geográficos adicionales (expansión regional, nacional), atracción de otros sectores del mercado y nuevos esquemas de distribución y servicio.

La EPS cuenta con un valor significativo y positivo en su Utilidad Operativa Después de Impuestos (UODI), esto se debe al resultado de la utilidad operativa de los mismos.

El KTNO de la EPS se encuentra apalancado principalmente por las cuentas por pagar y el disponible, cuenta con una eficiencia en la rotación de cartera de promedio 34 días, al ser una

empresa de servicios no cuenta con inventarios. Su ciclo de efectivo es muy positivo debido a que en promedio es de 6 días.

En cuanto a su FCL Descontado presenta escenarios positivos durante el 2020 al 2022, lo que significa que la EPS contaría con liquidez a futuro.

La presente valoración permitió determinar el valor económico y financiero de la EPS, teniendo en cuenta que no se encuentra en el mercado de la bolsa de valores y no tiene deuda financiera; en el caso que la EPS quisiera ser vendida o fusionada, su valor fundamental de mercado está en el rango de \$43.405 millones de pesos y \$51.427 millones de pesos. Su valor en libros es de \$32.550 millones de pesos.

Su valor patrimonial es de \$47.070 millones de pesos que equivalen a un valor implícito de Enterprise Value/Ebitda de 7 veces. Bajo este escenario, la junta directiva de la EPS podría considerar la posibilidad de mantenerla, teniendo en cuenta que presenta perspectivas positivas a largo plazo.

6. Recomendaciones

Se recomienda realizar un seguimiento y plan de acción a la eficiencia en costos y gastos operacionales, permitiendo un mayor control de estos y así evitar posibles contracciones en los márgenes EBITDA y efectos negativos en la generación de caja.

Evaluar la política de pago de proveedores con el fin de aumentar los plazos y así lograr que su indicador de KTNO sea más favorable.

Realizar seguimientos permanentes al comportamiento de los indicadores de alertas tempranas, asegurando que estén de forma oportuna, efectiva y eficiente.

Realizar monitoreo continuo sobre los riesgos residuales, asegurando que se encuentren en los niveles de aceptación.

Referencias

- Anaya, Héctor & Ortiz, Diego (2010). *Flujo de caja y proyecciones financieras con análisis de riesgo*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Blanco, Luis (2009). Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos. *Revista Universo Contabil*. Universidad de La Rioja, España.
- Damodaran online (2018). *Implied Equity Risk Premium Update*. Retomado el 01 de noviembre de 2018 de: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> bono de los 10 años
- Decreto 2702 del 23 de diciembre de 2014 (2014). Retomado el 25 de agosto de 2018 de: <http://wp.presidencia.gov.co/sitios/normativa/decretos/2014/Decretos2014/DECRETO%202702%20DEL%2023%20DE%20DICIEMBRE%20DE%202014.pdf>
- Dumrauf, Guillermo L. (2013). *Finanzas Corporativas. Un enfoque latinoamericano*. 3a ed. Buenos Aires: Alfaomega Grupo Editor Argentino.
- Expansión/ Dato macro.com (2018). *Bonos a 10 años*. Retomado el 14 de octubre de 2018 de: <https://www.datosmacro.com/bono>
- Expansión/ Dato macro.com (2018). *Prima de riesgo de Colombia*. Retomado el 28 de octubre de 2018 de: <https://datosmacro.expansion.com/prima-riesgo/colombia>
- Fernández, Pablo (2008). *Métodos de Valoración de Empresas*. Madrid: IESE Business School, Universidad de Navarra.
- Ley 100 de 1993 (1993). *Ley 100 de 1993*. Retomado el 15 de Noviembre del 2018 de: <https://www.minsalud.gov.co/sites/rid/Lists/BibliotecaDigital/RIDE/DE/DIJ/ley-100-de-1993.pdf>

Narváez, Alejandro (2009). Valoración de empresas: en búsqueda del precio justo. *Revista del departamento académico de ciencias administrativas*, 4(7). Lima: Universidad Católica del Perú.

Superintendencia de Salud (2018). *Estadísticas Financieras IPS*. Retomado el 07 de octubre de 2018 de: <https://www.supersalud.gov.co/es-co/delegadas/supervision-institucional/direccion-delegada-supervision-institucional/estadisticas-ips/estadisticas-financieras-ips>.

Anexos

Anexo 1. Proyección estado de situación financiera

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
ACTIVOS						
Efectivo y equivalentes de efectivo	60,521	64,585	68,256	70,402	70,460	67,748
Inversiones	10,380	10,380	10,380	10,380	10,380	10,380
Deudores	223,137	250,258	281,054	316,917	358,694	407,378
Deterioro cuentas por cobrar ADRES	- 43,165	- 43,165	- 43,165	- 43,165	- 43,165	- 43,165
Gastos Pagados por anticipado	109	109	109	109	109	109
Intangibles	629	629	629	629	629	629
Total Activos Corrientes	251,611	282,796	317,263	355,272	397,107	443,079
Propiedades planta y equipo	66,548	68,125	69,776	71,503	73,312	75,204
Depreciación Acumulada PPyE	- 3,721	- 4,661	- 5,655	- 6,707	- 7,819	- 8,996
Amortizaciones	-	- 1,386	- 2,852	- 4,403	- 6,043	- 7,779
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-
Total Activos no Corrientes	62,827	62,079	61,269	60,394	59,449	58,429
TOTAL ACTIVOS	314,438	344,874	378,532	415,666	456,556	501,508
PASIVO						
Proveedores	50,176	71,823	97,088	126,583	161,017	201,223
Entidades promotoras de salud	44,499	44,499	44,499	44,499	44,499	44,499
Provisión de servicios	31,239	31,239	31,239	31,239	31,239	31,239
Otras cuentas por pagar	4,614	4,614	4,614	4,614	4,614	4,614
Reserva técnica	127,027	127,027	127,027	127,027	127,027	127,027
Ingresos diferidos	4,216	4,216	4,216	4,216	4,216	4,216
Pasivos por impuestos corrientes	2,940	2,940	2,940	2,940	2,940	2,940
Total Pasivos Corrientes	264,712	286,358	311,624	341,118	375,553	415,759
Provisiones por beneficios a empleados	2,313	2,313	2,313	2,313	2,313	2,313
Provisiones y contingencias	1,757	1,757	1,757	1,757	1,757	1,757
Otros Pasivos	13,106	13,106	13,106	13,106	13,106	13,106
Total Pasivos no Corrientes	17,176	17,176	17,176	17,176	17,176	17,176
TOTAL PASIVOS	281,888	303,535	328,801	358,295	392,729	432,936
		88%	87%	86%	86%	86%
PATRIMONIO						
Obras y programas de beneficio social	- 28,668	- 28,668	- 28,668	- 28,668	- 28,668	- 28,668
Resultados del ejercicio	2,013	8,790	8,391	7,640	6,456	4,745
Efecto Convergencia a NIIF	50,467	50,467	50,467	50,467	50,467	50,467
Remanente (Deficit) de periodos anteriores	704	2,717	11,507	19,899	27,539	33,995
Otros resultados Integrales	8,033	8,033	8,033	8,033	8,033	8,033
TOTAL PATRIMONIO	32,550	41,340	49,731	57,371	63,827	68,573
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	314,438	344,874	378,532	415,666	456,556	501,508

Cifras expresadas en millones de pesos (‘000.000 COP).

Anexo 2. Proyección estado de resultados

Estado de Resultados	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
INGRESOS OPERACIONALES						
Ingresos Prestación servicios	1,708,369	1,989,167	2,308,023	2,679,338	3,111,892	3,615,947
Total Ingresos Operacionales	1,708,369	1,989,167	2,308,023	2,679,338	3,111,892	3,615,947
Crecimiento		16.4%	16.0%	16.1%	16.1%	16.2%
COSTOS OPERACIONALES						
Costo médico	1,613,761	1,881,384	2,193,753	2,558,398	2,984,118	3,481,204
Total costos operacionales	1,613,761	1,881,384	2,193,753	2,558,398	2,984,118	3,481,204
Utilidad Bruta	94,608	107,783	114,270	120,941	127,774	134,744
Margen Bruto Total	5.5%	5.4%	5.0%	4.5%	4.1%	3.7%
Gasto Administrativo	94,661	100,876	107,502	114,573	122,127	130,206
Depreciaciones y Amortizaciones	2,198	2,325	2,460	2,603	2,753	2,913
Total Gastos	96,860	103,202	109,962	117,175	124,880	133,119
Gastos / Ingresos	5.7%	5.2%	4.8%	4.4%	4.0%	3.7%
Utilidad Operacional EBIT	-	2,251	4,582	4,308	3,765	1,625
Margen Operacional	-0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%
Ingresos no operacionales	7,142	7,623	8,137	8,685	9,270	9,895
Egresos no operacionales	2,878	3,415	4,053	4,810	5,708	6,774
Utilidad Neta	2,013	8,790	8,391	7,640	6,456	4,745
Margen Neto	0.1%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
EBITDA	-	53	6,907	6,768	5,647	4,538
Margen Ebitda	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%

Cifras expresadas en millones de pesos (´000.000 COP).

Anexo 3. Proyección estado de flujo de efectivo

Estado de Flujo de Efectivo	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
UTILIDAD NETA	8,790	8,391	7,640	6,456	4,745
AMORTIZACIONES (+)	1,386	1,466	1,551	1,641	1,736
DEPRECIACIONES (+)	940	994	1,052	1,113	1,177
CAMBIOS EN CXC	- 27,120	- 30,796	- 35,863	- 41,777	- 48,683
CAMBIOS EN CXP	21,647	25,266	29,494	34,434	40,207
Total Flujo de Caja Operacional	5,642	5,321	3,874	1,866	819
(-) Capex	- 1,577	- 1,651	- 1,728	- 1,808	- 1,893
Total Flujo de Caja de Inversión	- 1,577	- 1,651	- 1,728	- 1,808	- 1,893
Flujo de Caja de Financiación	-	-	-	-	-
Variaciones totales en Efectivo y Equivaler	4,064	3,671	2,146	58	2,711

Cifras expresadas en millones de pesos (‘000.000 COP).

Anexo 4. Estado de resultados histórico

Estado de Resultados	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos Operacionales	755,021	888,567	979,050	1,422,423	1,708,369
Crecimiento		18%	10%	45%	20%
Costo de ventas y prestación de servicios	697,056	850,475	930,660	1,361,862	1,613,761
Crecimiento		22%	9%	46%	18%
Utilidad Bruta	57,965	38,092	48,390	60,561	94,608
Margen Bruto Total	8%	4%	5%	4%	6%
Gastos operacionales de admón	65,962	50,875	55,400	76,022	96,860
Crecimiento		-23%	9%	37%	27%
Utilidad Operacional EBIT	- 7,996	- 12,784	- 7,010	- 15,461	- 2,251
Margen Operacional	-1%	-1%	-1%	-1%	0%
Ingresos no operacionales	10,535	8,603	9,972	19,155	7,142
Crecimiento		-18%	16%	92%	-63%
Gastos no operacionales	2,156	2,704	2,783	1,493	2,878
Crecimiento		25%	3%	-46%	93%
Utilidad Neta	382	6,885	179	2,200	2,013
Margen Neto	0%	-1%	0%	0%	0%

Cifras expresadas en millones de pesos (‘000.000 COP).

Anexo 5. Estado de situación financiera histórico

Estado de Situación Financiera	2013	2014	2015	2016	2017
ACTIVOS					
Efectivo y equivalentes de efectivo	48.724	53.566	88.007	29.819	60.521
Inversiones	5.792	19.612	14.201	14.310	10.380
Deudores	90.468	129.453	112.555	188.470	223.137
Deterioro cuentas por cobrar				59.965 -	43.165
Gastos Pagados por anticipado				96	109
Intangibles				891	629
Total Activos Corrientes	144.984	202.632	214.762	173.621	251.611
Propiedades planta y equipo	31.292	33.341	33.327	58.505	66.548
Depreciación Acumulada PPyE	- 16.313 -	- 16.909 -	- 16.955 -	- 2.918 -	- 3.721
Diferidos	80	352	115	-	-
Otros activos	18.673	19.933	34.962	-	-
Total Activos no Corrientes	33.731	36.718	51.449	55.588	62.827
TOTAL ACTIVOS	178.715	239.349	266.211	229.209	314.438
PASIVO					
Cuentas por pagar	60.706	69.694	74.776	81.507	130.528
Proveedores	13.911	4.539	970	21.985	50.176
Entidades promotoras de salud	46.795	65.155	73.806	44.904	44.499
Provisión de servicios				5.756	31.239
Otras cuentas por pagar				8.861	4.614
Reserva técnica				-	127.027
Ingresos diferidos	2.631	9	864	3.755	4.216
Pasivos por impuestos corrientes	3.742	1.449	3.035	2.671	2.940
Impuestos sobre las ventas por pagar	2.408	765	1.842	2.099	2.457
De industria y comercio				559	483
Otros	1.334	683	1.193	13	-
Total Pasivos Corrientes	67.079	71.151	78.676	87.933	264.712
Provisiones por beneficios a empleados				1.808	2.313
Provisiones y contingencias	60.870	80.087	77.248	84.314	1.757
Otros Pasivos	1.454	40.619	40.702	27.942	13.106
Total Pasivos no Corrientes	62.324	120.705	117.950	114.063	17.176
TOTAL PASIVOS	129.402	191.856	196.625	201.997	281.888
PATRIMONIO					
Obras y programas de beneficio social	30.257	34.445	34.445 -	34.357 -	28.668
Reservas	-	-	-	9.000	-
Resultados del ejercicio	382 -	6.885	179	2.200	2.013
Efecto Convergencia a NIIF				50.467	50.467
Remanente (Deficit) de periodos anteriores				-	704
Otros resultados Integrales	18.673	19.933	34.962 -	99	8.033
TOTAL PATRIMONIO	49.313	47.493	69.586	27.212	32.550
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	178.715	239.350	266.212	229.208	314.438

Cifras expresadas en millones de pesos (‘000.000 COP).

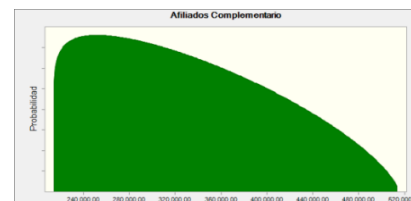
Gráfico 4. Suposición afiliados planes adicionales de salud- Crystall Ball

Suposición: Afiliados Complementario

Celda: D5

Beta distribución con parámetros:

Mínimo	213.964,14
Máximo	514.991,86
Alfa	1,099567913
Beta	1,694377712



Fuente: Base de datos de la EPS valorada-Construcción propia, 2018.

Gráfico 5. Suposición afiliados plan obligatorio de salud - Crystall Ball

Suposición: Afiliados Contributivo

Celda: D3

Beta distribución con parámetros:

Mínimo	1.128.148,86
Máximo	3.560.914,76
Alfa	1,460055082
Beta	1,554785469



Fuente: Base de datos de la EPS valorada-Construcción propia, 2018.

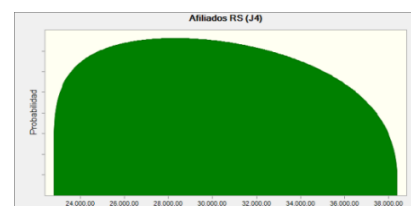
Gráfico 6. Suposición afiliados régimen subsidiado- Crystall Ball

Suposición: Afiliados RS (J4)

Celda: J4

Beta distribución con parámetros:

Mínimo	22.770,57
Máximo	38.409,72
Alfa	1,194261962
Beta	1,356483801



Fuente: Base de datos de la EPS valorada-Construcción propia, 2018.