



**UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA**

**CARRERA DE POSGRADO**

**MAESTRÍA EN FINANZAS**

**Tema: Valuación Empresa Servicios Médicos**

**Autor: Osvaldo J. Irurzun**

**Director: Mg. Manuel Mansilla**

**19 de febrero de 2019**

## Índice

### *Resumen Ejecutivo*

#### *Descripción del Sistema de Salud en Argentina*

- *Antecedentes*
- *Evolución del Gasto en Salud*
- *Dimensionamiento del Sector*
- *Mercado de Salud*
- *Conformación del Sistema de Salud*

#### *Descripción del Mercado de Financiadores – Prepagas*

- *Síntesis Sectorial*
- *Diagnóstico del Sector*

#### *Historia y crecimiento de Empresa de Medicina a valuar*

- *General*
- *Estructura Accionaria*
- *Evolución anual de Ventas*
- *Distribución geográfica de capitas*
- *Posicionamiento competitivo*
- *Diagnóstico de la Empresa*

#### *Análisis Financiero*

- *Reseña*
- *Análisis de ratios*
- *Estado de Situación Patrimonial*
- *Estado de Resultados*

#### *Valuación*

- *Enfoques de Valuación*
- *Proyecciones*
- *Escenarios*
- *Tasa de descuento WACC*

#### *Síntesis de la tarea desarrollada*

#### *Conclusiones*

#### *Bibliografía*

## **Resumen Ejecutivo**

El presente trabajo tiene como objeto la realización de una propuesta de valuación de una empresa nacional que opera en el mercado de la Medicina Prepaga.

Para ello, se buscará realizar un análisis detallado de las características del Sistema de Salud en la Argentina (Ley Medicina Prepaga, Programa Médico Obligatorio, Judicialidad, etc.), continuando con las particularidades del sector (Alta concentración, integración vertical, sus principales actores, evolución esperada en el período de proyección, etc.) arribando finalmente en la revisión puntual de la empresa a valorar.

La valuación de la compañía será efectuada mediante el empleo del método de Flujos de fondos descontados (DCF).

Dada esta metodología, se procedió a la estimación de los flujos de fondos de la compañía, a través del entendimiento y proyección de las variables clave que afectan a los mismos, descontados luego a la tasa correspondiente para el caso.

Como consecuencia de las características diferenciales del mercado argentino (muy volátil respecto a los mercados desarrollados), el sector financiador (no posee empresas que coticen en bolsa) y la empresa que nos ocupa (empresa nacional de capital cerrado), se incorporó para la determinación de la tasa de descuento algunas alternativas para su calculo dada la imposibilidad de contar con información comparativa de otras empresas cotizantes.

Se desarrollarán distintos escenarios: Base (neutro), Optimista (o alcista) y Pesimista (o bajista)

Finalmente se expondrán las principales conclusiones del trabajo realizado considerando especialmente el rango de valor que surge del análisis realizado a la empresa.

## **Palabras Clave**

Flujo de Fondos Descontados (DCF), Costo de la Deuda, Costo del Capital Propio, Beta, Riesgo País, Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC), Empresas que no cotizan en bolsa.

## **Descripción del Sistema de Salud en Argentina**

### **Antecedentes**

En el origen y desarrollo del sistema de salud argentino se explica en parte su fragmentación, las cuales surgen en función de la lucha contra epidemias (fiebre amarilla, cólera, viruela, entre otras) durante fines del siglo XIX e inicios del XX.

Durante 1880, se crea el Departamento Nacional de Higiene, subordinado al Ministerio del Interior, con injerencia en el cuidado de fronteras y puertos y en la limpieza general de municipios. Se caracterizaba por una descentralización casi anárquica, que reaccionaba ante demandas puntuales y carecía de una programación a largo plazo.

El estado se reservaba un rol de subsidiador y formador de recursos humanos.

Hacia mediados de la década de 1940, el sistema se conformaba por un amplio espectro de instituciones casi todas de beneficencia y hospitales de comunidad.

En 1943, con la gestión del Dr. Ramón Carrillo y una serie de factores y necesidades socio demográficas, el rol del estado evoluciona.

Un nuevo concepto sanitarista transforma el antiguo Departamento Nacional de Higiene en la Dirección Nacional de Salud Pública y Asistencia Social. Durante su gestión, el número de camas hospitalarias pasó de 63.000 en 1946 a 108.000 en 1955.

El hospital público se convierte en el eje de la prestación. En torno a él se crean centros de salud y establecimientos para crónicos, se realiza una regionalización sanitaria, se ensaya la coordinación entre los diferentes servicios y se forman recursos humanos en salud pública.

El cambio de administración, reconvierte el rol del estado nuevamente.

El dictado de la ley 18.610 (1971), ordenó y consolidó con criterio general el régimen de obras sociales de nuestro país. Se inicia una etapa de extensión, por imposición del Estado, de la obligatoriedad legal de afiliación y la contribución pecuniaria a las obras sociales.

En 1974 se crea el Sistema Nacional Integrado de Salud (SNIS) (Ley 20.748) que atribuía al Estado la responsabilidad de hacer efectivo el derecho a la salud, como financiador y garante económico en la dirección de un sistema único. Este seguro permitía la incorporación de provincias, universidades y del sector privado por medio de convenios. El SNIS fracasó por falta de apoyo de las organizaciones sindicales y del sector privado.

A partir de 1976 muchos establecimientos hospitalarios nacionales pasan al ámbito provincial o municipal.

Durante el gobierno del Dr. Raúl Alfonsín, se aprobó la Ley de Seguro Nacional de Salud, que fue rechazado por las organizaciones sindicales que deseaban retener el manejo de los fondos de sus obras sociales.

La descentralización de la salud se acentuó durante los años 90. El sector privado recuperó protagonismo. Durante una etapa, hubo empresas que sufrieron mucho porque carecían de preparación para manejarse en un escenario estable. Empezaron a perder rentabilidad y competitividad y muchas desaparecieron. Las que sobrevivieron se fortalecieron y incorporaron nuevas herramientas de gestión.

En el año 1993 se crea el Hospital Público de Autogestión. Planteaba la reconversión de las instituciones sanitarias públicas en unidades autogestionadas eficientes, capaces de obtener recursos (a través del arancelamiento de los servicios a personas con capacidad de pago y prestadores de salud).

La atención médica gratuita se limitaba a los sectores de ingresos bajos que probaran no contar con cobertura de la seguridad social o de seguro privado.

La aplicación del arancelamiento resultó muy limitada, principalmente, porque las Obras Sociales no pagaban por los servicios que recibían sus afiliados en estas instituciones.

Se incrementó el deterioro de la atención médica gratuita en los hospitales a la par que crecía la demanda atada a las alzas en el desempleo que excluía a los usuarios de la seguridad social.

Esto implicó un cambio en la concepción de la prestación de la salud. Anteriormente, se consideraba que el hospital público debía proveer salud en forma universalista, mientras que a partir de este momento se dirigió exclusivamente a la población de recursos más bajos y sin otra cobertura.

Con la creación del **Plan Médico Obligatorio** (PMO) en el año 1996, generó un cambio sustancial para la cobertura privada. Por ley, el Estado transfirió una de sus responsabilidades hacia las empresas en primer término, y finalmente hacia los individuos. **El PMO** continúa incorporando prácticas sin que se considere en que forma se financiarán esos servicios.

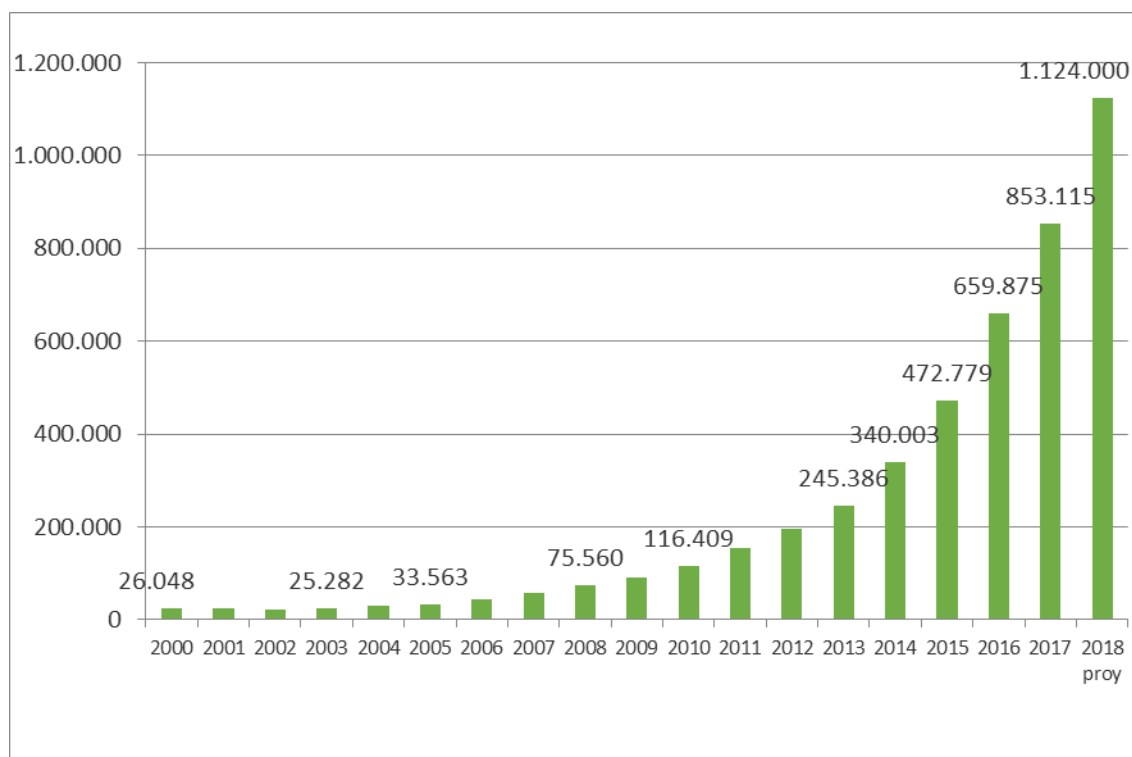
El Congreso Nacional sanciona la ley 26.682 (2011) que regula el accionar de las empresas prestatarias de servicios médicos, siendo uno de sus aspectos más cuestionados la **imposición de restricciones en el aumento de cuotas**, entre otras medidas.

El sistema de obras sociales está avanzando en la progresiva articulación de las múltiples y diversas entidades que lo integran en una política general común de cobertura poblacional, de régimen de prestaciones y de procedimientos operativos que las vincule apropiadamente con la política de salud sin perderse por ello la identidad de cada obra social.

### **Evolución del Gasto en Salud (en mil de \$)**

En 2017 el giro anual del sector salud se estimó en \$852.955 millones, lo que representa 5,09% del PBI (PBI 2017 \$16.753.902 millones).

Las proyecciones para 2018 señalan un giro anual de \$1.124.000 millones para el sector salud.

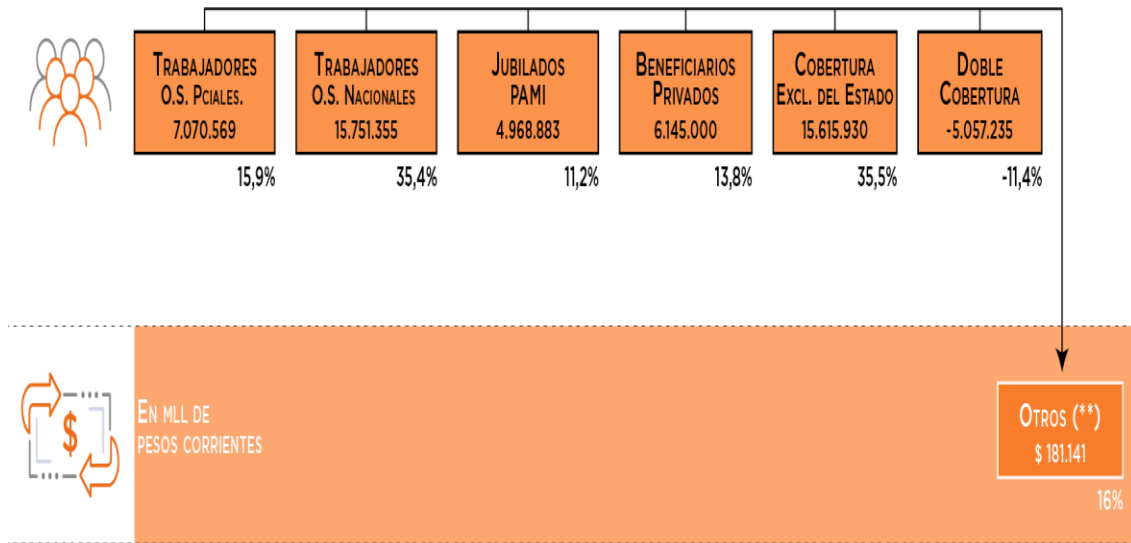


Fuente: Key Market

No obstante, y tal como lo resaltáramos en párrafos anteriores la fragmentación del sistema sanitario argentino hace que, si bien el gasto en salud sea un porcentaje importante del PBI, la eficiencia del mismo dista de ser adecuada.

En síntesis, se gasta mucho y mal y la cobertura prestacional es deficiente.

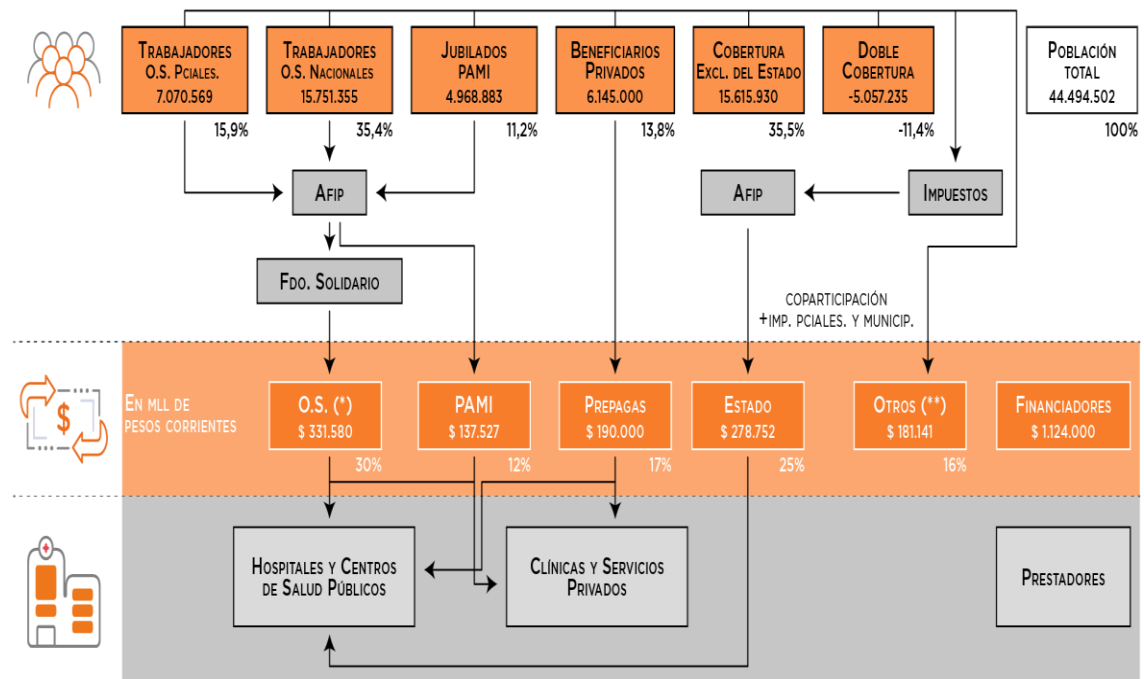
## Dimensionamiento del Sector



Fuente: Key Market

(\*\*) En otros gastos en "salud" se nuclea esencialmente el gasto efectuado en forma privada por los hogares, tales como: medicamentos, aparatos terapéuticos y gastos provenientes de consultas profesionales privadas y servicios privados no cubiertos por las prestaciones básicas de los seguros de salud. De este volumen la mayoría, alrededor del 97% corresponde a gastos de bolsillo de los hogares.

## Mercado de Salud



Fuente: Key Market con base en datos de Min. Economía, Min. De Salud, INDEC, Fundación (salud, ACAMI, ADEMP, AFIP, COSSPRA, Superintendencia de Servicios de Salud

(\*) No incluye PAMI; (\*\*) Incluye gastos efectuados por los hogares

## **Conformación del Sistema de Salud**

El sistema de salud posee una estructura formada por tres subsistemas principales con una cobertura y un financiamiento relacionados directamente con el sector de la sociedad que atienden:

### Sector Público (Nación, Provincia y Municipios):

Sus principales características son:

- Cobertura Universal. Abierto a la totalidad de la población
- Primordialmente utilizado por sectores de bajos ingresos, generalmente carentes de otra cobertura.
- Financiación: a través de fondos del Estado obtenidos a partir de la recaudación impositiva o recursos fiscales.
- Está organizado de manera federal; el Ministerio de Salud coordina y financia los programas nacionales de salud

### Sector Privado

Sus principales características son:

- Brinda cobertura a los grupos de mayores ingresos, muy vinculado al empleo privado de calidad.
- Está formado por:
  - Financiadores privados: las prepagas y mutuales
  - Prestadores privados: hospitales, clínicas y sanatorios, centros de diagnóstico y tratamiento, servicios de primeros auxilios, médicos particulares y otros especialistas de salud.
  - Gasto de bolsillo de los ciudadanos en bienes o servicios directos de salud
  - Gastos realizados por sectores distintos del de salud

### Sector Seguridad Social

Sus principales características son:

- Está directamente vinculado al mercado formal del trabajo
- Está compuesto por las obras sociales, que cubren a los trabajadores y sus familiares directos a cargo.

- Financiación: obtienen sus ingresos a través de los *aportes obligatorios de los trabajadores (prestaciones contributivas financiadas con aportes de los propios beneficiarios) y las contribuciones de los empleadores al sistema (con base en los salarios)*
- Pueden ser nacionales, provinciales, municipales, o bien, pueden pertenecer a cuerpos legislativos y universidades, entre otras.
- Desde la década del 90, las obras sociales han podido establecer convenios con prepagas a las cuales derivan parte de los aportes de sus afiliados para que estos accedan a las prestaciones, calidad y confiabilidad del servicio brindado por estas
- El Estado Nacional a través del INSSJYP también conocido como PAMI, Programa de Asistencia Médica Integral para Jubilados y Pensionados, órgano descentralizado del Estado cuya principal financiación es obtenida mediante transferencias del presupuesto nacional y los recursos generados por medio del sistema de Seguridad Social, coordinado por el Estado, brinda cobertura a la población mayor de edad, lo que implica mayores tasas de uso y por ende mayores costos.

## **Descripción del Mercado de Financiadores – Prepagas**

La principal impresión que transmite en términos generales el sector financiador, es el desconcierto ante el futuro.

Ello se sustenta en que la salud parece no cobrar peso en el conjunto de temas que “inquietan” a la sociedad, pues se encuentra posicionada detrás de inseguridad, inflación, pobreza, desocupación, educación y narcotráfico.

Si, la consulta está relacionada a los temas que “intranquilizan”, la salud escala posiciones y es superada por inflación, desocupación e inseguridad.

En ese contexto en donde el sistema de salud no es una prioridad para la sociedad, la fragmentación es lo que caracteriza nuestro sistema, impidiendo brindar una cobertura homogénea, eficiente y equitativa en la asignación de recursos de salud.

La desintegración duplica esfuerzos y prestaciones, acentúa desigualdades en la cobertura y en la financiación.

Los capitales extranjeros en el sector salud son renuentes a instalarse en nuestro país, ya que su propuesta de servicio está más relacionada con un concepto de seguro, que se contrata mediante una póliza que limita la cobertura a los montos o patologías expresamente definidas y que en función a la tasa de uso y edad van modificando valores, límites y coberturas.

En la argentina el sistema no puede fijar tarifas, limitaciones al ingreso por rango etáreo, topes de cobertura (en cuanto a días de internación, etc.), no establece las coberturas a brindar (en mano de las autoridades sanitarias).

Es decir, una cobertura sin límites y con precios acotados.

El cliente paga una cuota al financiador, recibiendo a cambio la cobertura adquirida. El financiador recibe la cuota y paga al prestador por la atención brindada al asociado.

En ese esquema el financiador no decide el precio, no limita al prestador en la determinación de las prácticas a realizar, no tiene injerencia en los precios de los productos / insumos y tampoco define restricciones relacionadas al ingreso de personas con patologías preexistentes.

## Síntesis Sectorial

### Datos básicos del Sector 2016

Estructura	Empresas
<i>Nro. de Empresas</i>	267
<i>Cantidad de empleados</i>	21.472
<i>Empleados por empresas</i>	80,4

Fuente: Claves

### Variables estructurales del sector

Primeras cinco empresas de MEP	%
<i>Nivel de concentración del mercado (facturación)</i>	67,7%
<i>Nivel de concentración del mercado (afiliados)</i>	56,6%

Fuente: Claves

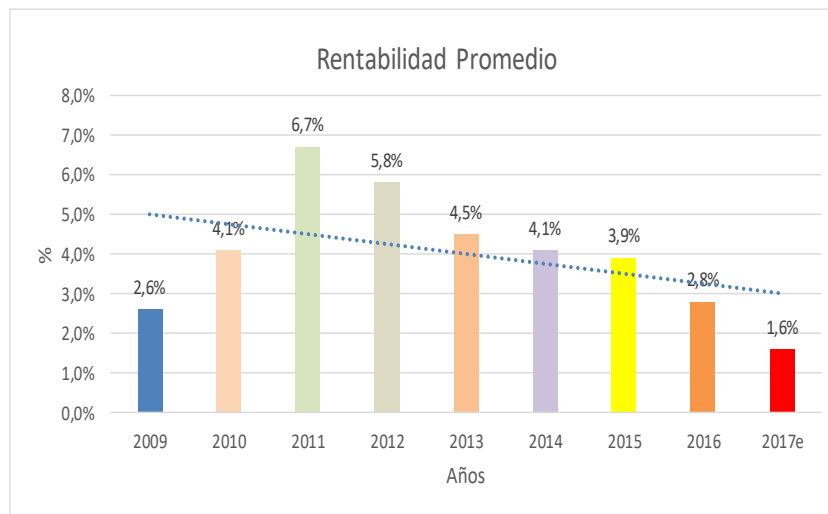
### Principales Empresas

Empresa	Share Afiliados	Share Facturación
Osde	26,3%	33,5%
Swiss Medical	12,2%	14,6%
Galeno	9,4%	10,2%
<b>Empresa</b>	5,0%	4,9%
Medicus	3,7%	4,5%
<b>Totales</b>	<b>56,6%</b>	<b>67,7%</b>

Fuente: Claves

Promedio de rentabilidad de las empresas relevadas

2009	2,6%
2010	4,1%
2011	6,7%
2012	5,8%
2013	4,5%
2014	4,1%
2015	3,9%
2016	2,8%
2017e	1,6%



Fuente: Key Market

La cantidad de afiliados repercute directamente en la rentabilidad del sector, de allí la tendencia a la mayor concentración. Por lo tanto, las empresas líderes se benefician con ganancias superiores a la media del mercado. Además, en muchos casos se encuentran integradas verticalmente y son propietarias de prestadores. Esto les permite centralizar unidades de costo y mejorar resultados.

**La integración hacia atrás de las empresas de medicina prepaga a través de la inversión en tecnología e infraestructura son indispensables para ganar competitividad y eficiencia en el manejo de los costos.** También implica generar una nueva unidad de negocios ya que vende sus servicios a otras entidades.

Diversificación e Integración				
		Diversificación		
		Alta	Media	Baja
Integración	Alta	<i>Swiss Medical</i> <i>Galeno</i> <i>Cemic</i>	<i>Medicus</i> <i>Empresa</i>	<i>H. Italiano</i> <i>H. Alemán</i> <i>H. Británico</i>
	Media		<i>Medif</i> <i>Uai Salud</i>	<i>Accord Salud</i> <i>Staff Médico</i>
	Baja	<i>Osde</i>	<i>Sancor Salud</i>	<i>Femeba</i> <i>ACA Salud</i> <i>Prevención</i>

Fuente: Claves

## Diagnóstico del Sector

Detallamos a continuación las principales amenazas y oportunidades que afectan al sector de la Medicina Prepaga.

### *Amenazas:*

Situación monopólica de determinados prestadores en ciertas provincias o regiones;

Aumento de costos por medicamentos de alto costo / baja incidencia para la cobertura de prestaciones relacionadas a discapacidad, obesidad y otros, representa costos crecientes para las compañías que no son adecuadamente financiados.

La mayor exigencia de coberturas a través del Programa Médico Obligatorio, la judicialización para la cobertura de tratamientos no aprobados por las autoridades médicas, las restricciones al incremento de las cuotas, la caída en el poder adquisitivo y el incremento de la desocupación son variables a considerar.

La inflación médica (generada por nuevas tecnologías o medicamentos de avanzada) superior a la inflación general supone un problema de difícil resolución. La tendencia es que el incremento de los costos médicos supera en promedio un 5% a la inflación general de la economía. Por lo tanto, o se da un incremento en los planes de salud o se obtiene un financiamiento adecuado al sistema.

Aumento de costos por afiliado producto del envejecimiento poblacional. Se trata de una tendencia mundial y se da por el alargue de la esperanza de vida. La población de los rangos etarios altos posee una mayor utilización del sistema, y al vivir más tiempo, sumado al encarecimiento de los tratamientos y medicamentos, redundan en un aumento de costos del sistema

Dificultad para mantener actualizado el equipamiento médico y los sistemas informáticos.

### *Oportunidades:*

Necesidad de integración vertical (financiadores / prestadores) para racionalizar costos operativos. De las cinco primeras empresas de medicina prepaga, cuatro de ellas poseen un elevado nivel de integración

Expansión del mercado a segmentos rentables mediante la posibilidad de comercializar planes parciales. Permitiría a un amplio sector de la población que no accede a ningún sistema o no posee plan de salud, tener una cobertura limitada o a medida.

Creación de la Agencia de evaluación de tecnologías sanitarias podría contribuir a disminuir la judicialización de la salud, reduciendo costos y a establecer el uso más eficiente de aparatos y de procedimientos.

Aumento del padrón de afiliados como consecuencia de la mejora del contexto económico.

*Ciclo de vida:*

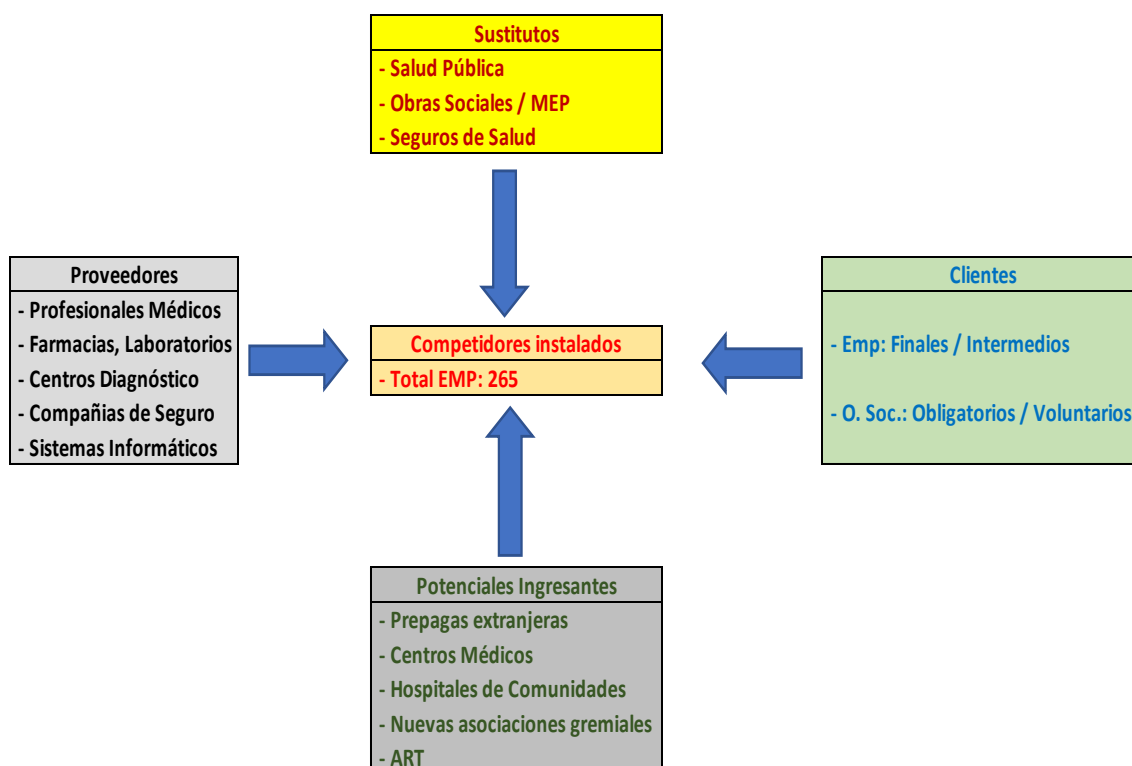
Ciclo de Vida	Introducción	Crecimiento	Madurez	Declinación	Revitalización
Empresas MEP	→				

Fuente: Claves

El sector se encuentra en una etapa de avanzada madurez.

La dependencia de la demanda respecto de la evolución del mercado de trabajo y el contexto económico, variables que no han mostrado un comportamiento favorable, ha marcado la evolución de la misma.

*Fuerzas Competitivas:*



Fuente; Claves

### *Barreras de Entrada:*

La instauración de Programa Médico Obligatorio homogeneizó la oferta y actualmente las diferencias entre planes son relativas.

El grado de innovación del sector es bajo, incorporando conceptos ya aplicados en otros países y fácilmente imitables.

Se exige un capital mínimo para ingresar y funcionar

La nueva normativa estableció restricciones para administrar la cartera en cuanto a preexistencias, a la edad de los afiliados que anteriormente eran siempre establecidos de acuerdo a los criterios de cada compañía.

### *Barreras de Salida:*

Activos específicos: Para quienes estén integrados será un poco más elevado, aunque podrían seguir funcionando únicamente como prestadores. (instrumental, edificios, aparatología, etc.)

Costos laborales: Será elevado para aquellos actores que cuenten con mano de obra intensiva (Sanatorios, Clínicas) o grandes fuerzas de ventas.

Interrelaciones estratégicas: se deberá evaluar que la salida del negocio no afecte / desprestigie la imagen del resto de sus negocios. (integración vertical)

Regulaciones gubernamentales: La nueva normativa establece que en caso de cierre, quiebra o cesación de actividades se transferirá la cobertura de salud con sus afiliados a otros prestadores inscriptos en el nuevo registro de Empresa de Medicina Prepaga.

### *Factores claves de éxito:*

#### *Capacidad de Gestión*

- Desarrollo de una fuerza de ventas propia
- Desarrollo nacional
- Asociaciones con Obras Sociales que permitan ganar capitales y obtener mayor participación de mercado.

#### *Escala*

- Mayor poder de negociación, en especial con los prestadores y actores del sector
- Al diluir el riesgo, una población mayor permite contrarrestar la selección inversa (carteras compuestas por pacientes con enfermedades graves y crónicas) y el riesgo moral (cuando se hace uso excesivo e innecesario de los servicios)

#### *Cercanía al afiliado*

- Un servicio de atención al cliente de calidad es altamente valorado por los usuarios en el que el tiempo de respuesta o resolución de los problemas o eventos que se presenten es fundamental para construir una imagen adecuada de la empresa y ganarse la confianza de los mismos.
- Las acciones de prevención de la salud focalizadas y adecuadas a los grupos de riesgo (por ej.: diabéticos, hipertensos, etc.) constituyen un camino para la fidelización del afiliado.
- Búsqueda de beneficios adicionales a los estrictamente relacionados a la salud, como ser, descuentos en gimnasios, clubes, etc. también son importantes.

#### *Estructura Económica – Financiera*

- Rentabilidad: la clave está en administrar correctamente la relación costos – beneficios ya que los ajustes en las cuotas de los afiliados están sujetas a revisión y negociación con el gobierno. Además, los ajustes aprobados no siempre acompañan los aumentos que, por otro lado, obtienen los prestadores a través de las paritarias del gremio de la Sanidad
- Composición de la cartera: La edad promedio es un indicador a considerar, ya que, a mayor edad, mayor utilización que conlleva un incremento en los costos. La normativa actual eliminó las restricciones de ingreso relacionadas a la edad.

- Las empresas que se encuentren integradas con centros u hospitales propios logran un manejo más eficiente con sus prestadores que les permiten reducir sus costos.

#### *Imagen institucional*

- El prestigio, la trayectoria y la confianza en lo que respecta a cuestiones de salud se instala muy fuertemente en la mente de los usuarios a la hora de elegir empresa.
- Este aspecto se encuentra muy ligado a los prestadores con los que la empresa tenga convenio

#### *Control sobre prestadores externos*

- Calidad de los servicios, la cantidad y el valor de los servicios brindados. El proceso de control se realiza a través de auditorías y profiling de prestadores a través de la comparación de métricas según cada especialidad, como ser cantidad de consultas, cantidad de estudios, etc.
- Las encuestas de satisfacción de clientes, también son una fuente de información importante sobre las áreas a mejorar
- Algunas empresas realizan seguimientos y controles a los procesos de sus prestadores, ya sean laboratorios, sanatorios, profesionales, etc.

## Historia y crecimiento de Empresa de Medicina a valor

### General

La empresa bajo análisis es una empresa argentina de capital cerrado fundada en 1967, en la Ciudad de Buenos Aires con el objetivo de brindar a la familia una amplia variedad de servicios y asistencia médica, con la garantía de la atención personalizada y la destacada calidad en el cuidado médico. En la actualidad su capital accionario continúa perteneciendo a los mismos accionistas.

Desarrolla sus actividades en el mercado de salud, ya sea a través de la cobertura médica a través de planes o la atención médica a través de sus propias clínicas. Posee una amplia variedad de planes, ya sea para el segmento individual o corporativo.

En los inicios de su actividad, se concentró en el Área Metropolitana y la Provincia de Buenos Aires (principalmente en zona norte). Con posterioridad su presencia en el resto del país se fue ampliando hasta alcanzar en la actualidad una cobertura nacional. Ello se logró a través de distintas modalidades, como ser, la apertura de sucursales, obtención de cuentas de empresas con presencia en el país, adquisición de otras prepagas o y/o carteras de afiliados.

Algunos de los hitos más destacados durante el proceso de expansión son:

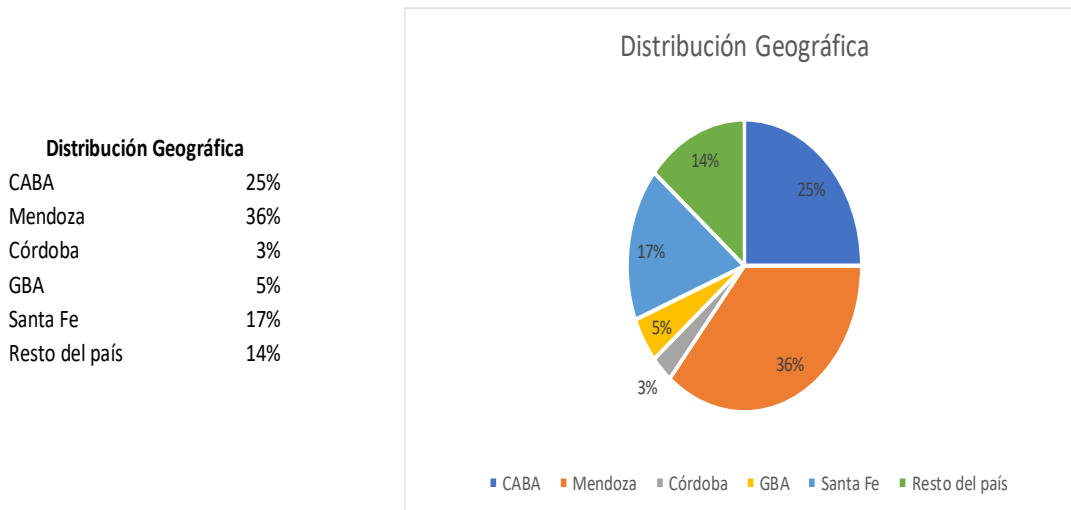
- En el año 1995, adquirió una empresa de medicina prepaga en la provincia de Córdoba y a partir de ahí se expandió al interior del país.
- Adquisición de la cartera de afiliados en Salta
- Durante el año 1999 inicia el proceso de integración vertical, adquiriendo una Clínica en CABA
- En el año 2008, adquirió una empresa de medicina prepaga de CABA, propietaria de dos Clínicas locales, incorporando de esta forma una cantidad significativa de camas propias profundizando así su integración vertical

Cuenta con una dotación aproximada de 2.541 colaboradores y 33 sucursales a nivel país que le aseguran un alcance de cobertura nacional.

En los últimos años, concretó inversiones orientadas a la mejora y ampliación de la infraestructura en sus Clínicas, renovación de sus equipamientos, desarrollo en IT (servicios web, equipamiento, etc.)

- En el frente comercial, su estrategia se focaliza en potenciar la expansión en CABA, GBA, Córdoba y Santa Fe, como así también orientarse a ampliar su segmento corporativo.

- El mix aproximado de su cartera se divide en un 54% de planes individuales y un 46% en planes corporativos, que suman un total de 310.000 capitas.
- El tamaño promedio del grupo familiar es de 1.89 integrantes, con una edad promedio de sus integrantes de treinta y dos años.
- Distribución Geográfica:



Fuente: Key Market

## Norma ISO 9001

Desde el año 2005, se convierte en la primera empresa de medicina prepaga de alcance nacional, en obtener la Certificación bajo la Norma ISO 9001 para los procesos que aseguran la calidad médica en los planes de salud

La certificación ISO 9001 es otorgada por BVC (Bureau Veritas Certification), una empresa de alcance internacional.

## Asistencia Internacional

Desde febrero de 1996, es accionista y miembro en la Argentina del International Assistance Group (IAG), una red internacional de compañías de asistencia al viajero.

El IAG, fundada en 1992, cuenta hoy con más de 20 años de trayectoria a nivel mundial y logra combinar valores globales con un amplio conocimiento de las

culturas locales. Su gestión abarca la prestación de servicios médicos, asistencia en viaje, ruta, hogar y servicios de seguridad.

Está compuesta por:

36 accionistas, distribuidos a lo largo de los 5 continentes;

Cientos de corresponsales y proveedores de todo el mundo

Más de 5.500 empleados que brindan asistencia global en más de 180 países, los 365 días del año, durante las 24 horas.

Cabe mencionar que los corresponsales y proveedores son seleccionados de acuerdo a estrictos criterios acordados por todos los miembros del Grupo Internacional de Asistencia y acreditados por las comisiones internacionales de reconocida calidad.

### Presencia Internacional

A partir de marzo de 2007, pasa a ser miembro de la Federación Internacional de Planes de Salud (IFHP).

La IFHP es la principal red global de la industria de la salud; está conformada por empresas líderes en más de 25 países y tiene como objetivo principal garantizar el mantenimiento de altos estándares éticos y profesionales en las empresas adheridas.

### **Estructura accionaria**

La compañía es una empresa de capital cerrado, controlada por sus accionistas fundadores., mediante dos sociedades constituidas bajo las leyes de la República Argentina. La primera de ellas es titular del 97.21% % del capital accionario y el 2.79% % restante se encuentra en poder de la segunda sociedad controlante.

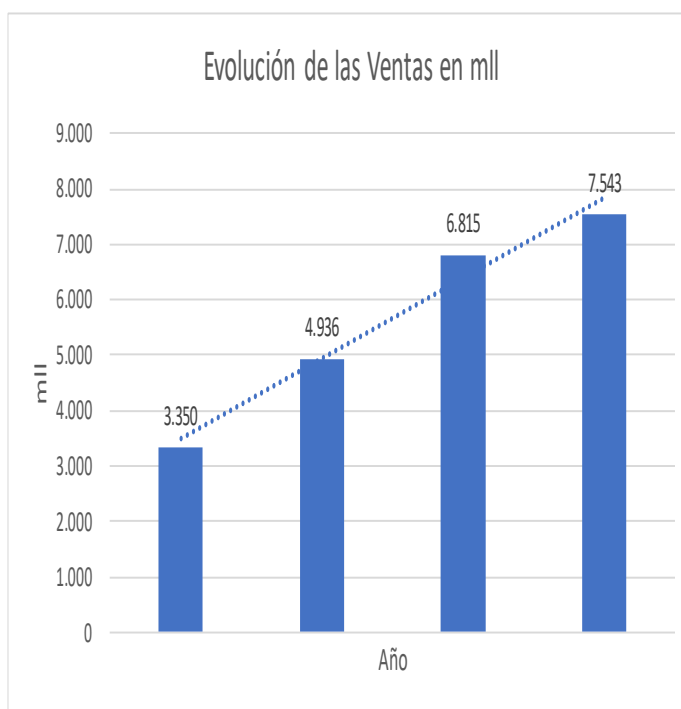
Los accionistas fundadores poseen la totalidad de los derechos económicos y/o políticos que les permiten formar la voluntad social del Grupo Controlante e indirectamente de la empresa bajo análisis.

El capital social se encuentra compuesto por acciones ordinarias Clase A, de valor nominal \$ 1 cada una y con derecho a un voto por acción.

A su vez la empresa bajo análisis, controla o participa directamente en otras empresas de cobertura médica y de riesgos de trabajo, actividades que permiten maximizar sinergias.

## Evolución anual de ventas

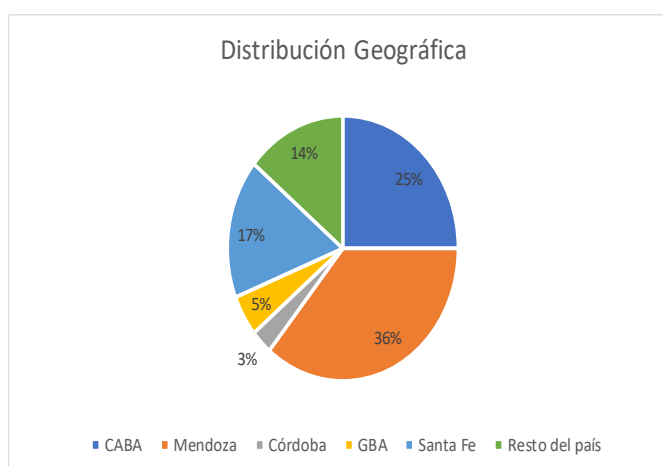
2014	3.350
2015	4.936
2016	6.815
2017e	7.543



## Distribución geográfica capitas

Capitas Argentina para el año 2017, siendo el tamaño promedio del grupo familiar de 1.89 integrantes con una edad promedio de 32 años

CABA	25%
Mendoza	36%
Córdoba	3%
GBA	5%
Santa Fe	17%
Resto del país	14%



Fuente: Key Market

## Posicionamiento Competitivo

Se trata de una de las principales empresas de Medicina Prepaga a nivel nacional.

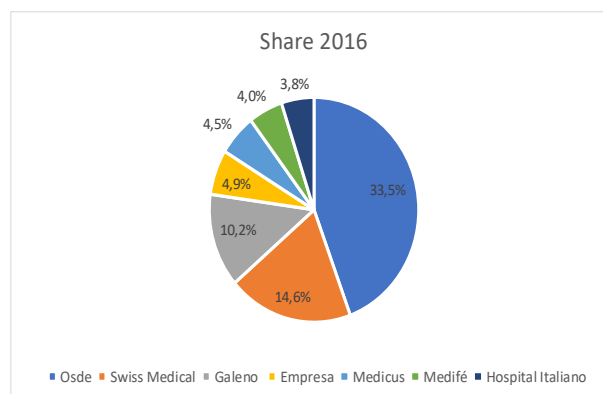
Como puede observarse en los siguientes gráficos ocupa un lugar preponderante en el mercado, ubicándose frente a su competencia directa en los primeros puestos del ranking nacional, ya sea en participación de mercado o volumen de facturación anual.

Se debe mencionar que Osde (líder del sector) presenta una característica que la distingue de las restantes empresas y que está dada por su doble condición de Obra Social & Empresa de Medicina.

### Share

#### Share 2016

Osde	33,5%
Swiss Medical	14,6%
Galeno	10,2%
<b>Empresa</b>	4,9%
Medicus	4,5%
Medifé	4,0%
Hospital Italiano	3,8%



Fuente: Claves

### Principales Competidores

Empresa	Share Afiliados	Share Facturación
Osde	26,3%	33,5%
Swiss Medical	12,2%	14,6%
Galeno	9,4%	10,2%
<b>Empresa</b>	5,0%	4,9%
Medicus	3,7%	4,5%
<b>Totales</b>	<b>56,6%</b>	<b>67,7%</b>

Fuente: Claves

## **Diagnóstico de la empresa**

### *Fortalezas:*

En cuanto a sus principales fortalezas podemos mencionar:

- Compañía con más de 50 años de trayectoria en el mercado de salud, líder en el mercado de medicina prepaga, asociada a su trayectoria y confiabilidad
- Buen nivel de posicionamiento en segmentos medios y medios/altos en Capital, GBA y Córdoba.
- Integración vertical en su principal área de clientes: CABA y GBA
- Cobertura Nacional
- Sostenimiento de un volumen considerable en un mercado con un nivel de competencia creciente



### *Debilidades:*

En lo referente a las debilidades que enfrenta se consideran:

- Limitación de cobertura ambulatoria en el interior del país.
- Reducida estructura propia
- Resignación de rentabilidad en ciertas carteras con el objeto de expandir volumen de clientes

*Factores clave de éxito:*

Desarrollamos a continuación en forma gráfica los principales factores de éxito para la industria y el posicionamiento de la Empresa respecto a sus competidores directos con el objeto de facilitar la comprensión de la situación actual de la empresa.

Factores clave de Éxito		Debilidad Fortaleza	
<b>Gestión Comercial</b>	Femeba ACA Salud Accord Salud	H. Italiano Medicus - Sancor Medife H. Aleman	Osde Swiss M. Galeno <b>Empresa</b>
<b>Escala</b>	ACA Salud H. Aleman Femeba Accord Salud	H. Italiano Medicus Sancor Medife	Osde Swiss M. Galeno <b>Empresa</b>
<b>Cercanía al Afiliado</b>	Femeba ACA Salud Accord Salud	H. Italiano Medicus Sancor Medife	Osde Swiss M. Galeno <b>Empresa</b>
<b>Estuctura económico - financiera</b>	Femeba ACA Salud Accord Salud	Sancor H. Italiano Medife H. Aleman	Osde Swiss M. Galeno <b>Empresa</b>
<b>Control de calidad sobre prestadores</b>	Femeba ACA Salud Accord Salud Sancor	H. Italiano Medife Medicus H. Aleman	Osde Swiss M. Galeno <b>Empresa</b>
<b>Imagen institucional</b>	Femeba ACA Salud Accord Salud	H. Italiano Medife H. Aleman	Osde Swiss M. Galeno <b>Empresa</b>

Fuente: Claves

## Análisis Financiero

Detallamos a continuación una breve reseña de las etapas fundamentales para una adecuada valuación.

<b>I. Análisis histórico y estratégico de las empresas y del sector</b>	
<b>A. Análisis financiero</b>	<b>B. Análisis estratégico y competitivo</b>
Evolución de ctas. Resultados y Balance - Flujos generados - Inversiones - Financiación de la empresa Análisis de la salud financiera Ponderación del riesgo del negocio	Evolución del sector Evolución de la posición competitiva de la empresa Posición competitiva de los competidores Identificación de los inductores de valor

<b>II. Proyecciones de los flujos futuros</b>	
<b>A. Previsiones financieras</b>	<b>B. Proyecciones estratégicas y competitivas</b>
Cuentas de Resultados y Balances - Flujos generados - Inversiones - Financiación de la empresa Valor residual Previsión de varios escenarios	Evolución del sector y de la posición competitiva de la empresa y de los competidores C. Consistencia de las proyecciones de flujos Consistencia financiera entre la previsiones Comparación de las previsiones con cifras históricas Consistencia de los flujos con el análisis estratégico

<b>III. Determinación de la rentabilidad exigida de los recursos</b>
Costo de la deuda Rentabilidad exigida a las acciones Costo ponderado de los recursos

<b>IV. Actualización de los flujos</b>
Actualizar flujos previstos a su tasa correspondiente Valor actual del valor residual Valor de las acciones

Fuente: Métodos de valoración de empresas – P. Fernández

## Reseña

Desde su fundación y luego de más de 50 años en el mercado la compañía ha mantenido y consolidado su posición.

En este punto analizaremos la evolución del resultado bruto para posteriormente avanzar en la revisión de otros indicadores.

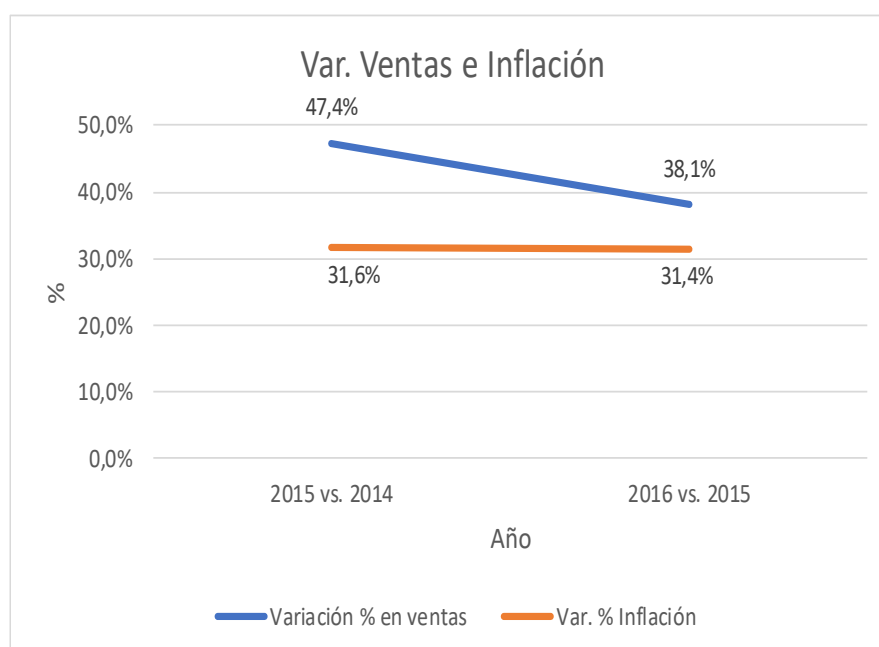
Como mencionáramos anteriormente sus ventas han tenido un desarrollo favorable, incrementándolas año tras año, convirtiéndose en una compañía estable, madura, integrándose verticalmente hacia atrás y permitiendo al Grupo controlante diversificar sus actividades, en negocios en donde el cuidado de la salud sea requerido.

En el año 2016 sus ingresos superaron los \$ 9.000 MM de pesos, con un EBITDA de aproximadamente \$ 52 MM de pesos.

El crecimiento de las ventas de la empresa resulta mayor que el nivel de inflación de los últimos años, como se muestra en el cuadro siguiente:

Crecimiento de Ventas vs. Variación Inflación

Año	Variación % en ventas	Var. % Inflación	Fuente
2015 vs. 2014	47,4%	31,6%	IPC San Luis
2016 vs. 2015	38,1%	31,4%	IPC San Luis



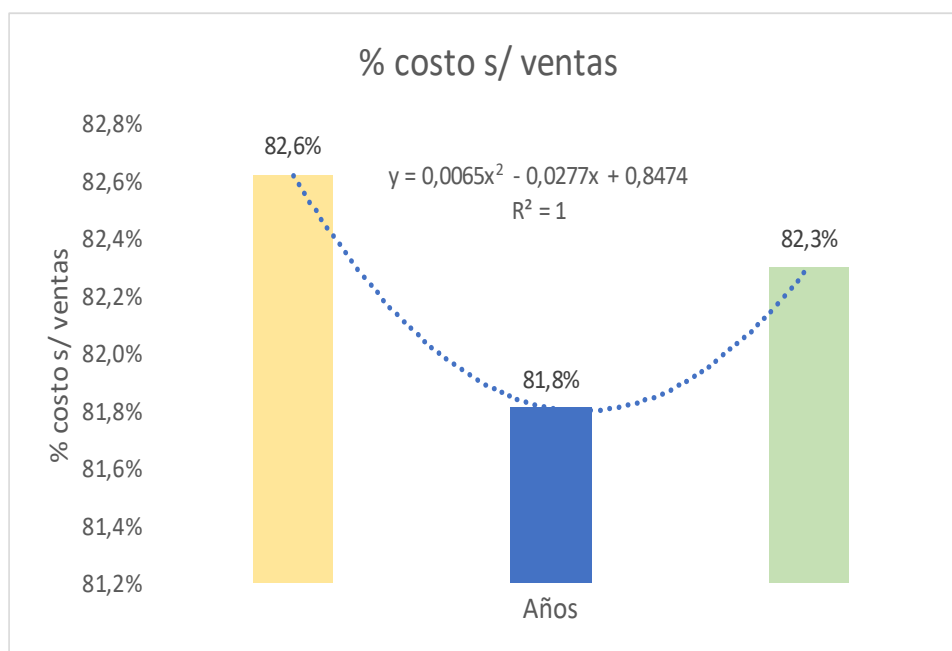
Fuente: Estados contables e IPC San Luis

Pese a la evolución favorable de las ventas, los costos médicos se han comportado de manera dispar, aunque de mantenerse las actuales condiciones, su tendencia tenderá a incrementarse.

Esta situación se debe esencialmente a las mayores coberturas autorizadas ya sea mediante nuevas leyes o resoluciones del organismo de contralor, judicialización de coberturas médicas no aprobadas por organismos específicos que avalan su eficacia, etc.

Crecimiento de Ventas vs Costos

Año	% costo s/ ventas
2014	82,6%
2015	81,8%
2016	82,3%



Fuente: Estados Contables

En este punto es necesario señalar que la normativa vigente del sector establece la necesidad de solicitar autorización para incrementar los precios de los planes.

Debido a necesidades de política económica vigentes en el período, los incrementos son parciales y tardíos, situación que viene afectando sensiblemente a la industria.

Adicionalmente a lo comentado en párrafos anteriores, el sector financiador debe incorporar nuevos desarrollos tecnológicos, medicamentos de última generación, etc. acorde con las exigencias de sus afiliados. Estos costos,

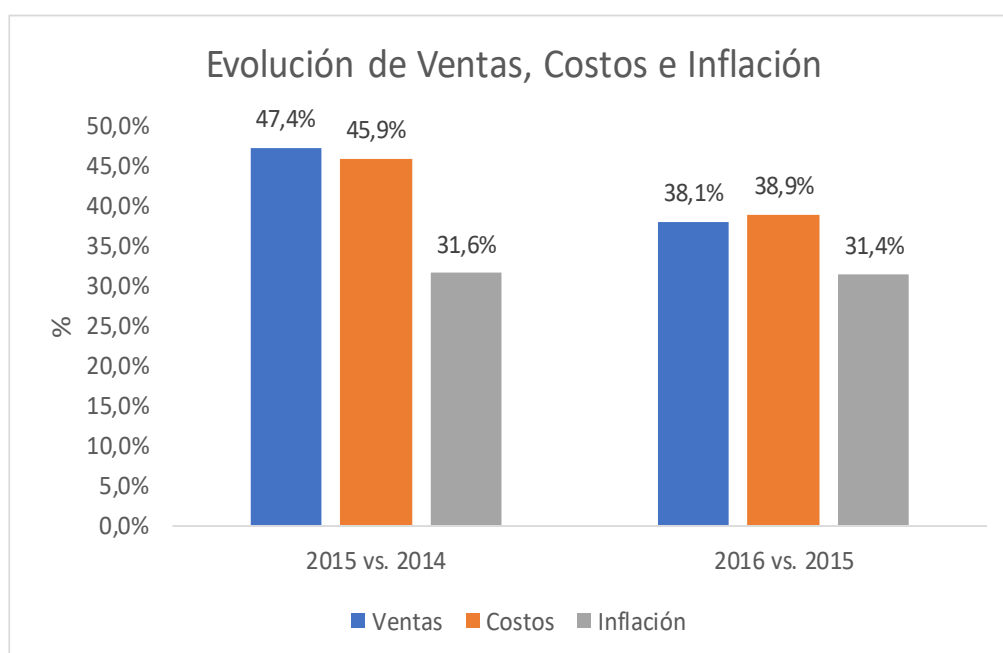
específicos de la industria, se incrementen por encima de los valores promedio inflacionarios.

El conjunto de factores mencionados precedentemente, si no son cubiertos a través de los incrementos tarifarios necesarios para equilibrar los resultados del sector, terminan afectando al nivel de inversión, pues los recursos faltantes son cubiertos con la postergación o eliminación de proyectos para cubrir la deficiencia en el valor de la tarifa.

Si en un único gráfico, incorporamos las variables de crecimiento de ventas, costos e inflación, observaremos que tanto las ventas como los costos, evolución en porcentajes mayores a la inflación, pero que los costos se incrementan en una mayor proporción que las ventas.

### Variación de Ventas, Costos e Inflación

	Ventas	Costos	Inflación
2015 vs. 2014	47,4%	45,9%	31,6%
2016 vs. 2015	38,1%	38,9%	31,4%



Finalmente podemos concluir que a nivel resultado bruto, la compañía ha visto caer sus márgenes en los últimos años, pese a alcanzar un incremento positivo en sus ventas respecto a la inflación promedio.

## **Análisis de Ratios<sup>1</sup>**

El análisis financiero se basa en el análisis de la información contable, incorporando además al análisis toda aquella información que genere o modifique las expectativas.

Su objetivo es formular un juicio crítico que permita reducir la incertidumbre respecto a la situación económico – financiero de la empresa.

Desarrollaremos a continuación un análisis pormenorizado de los principales ratios de la empresa para facilitar la comprensión de las bases utilizadas para la proyección de sus resultados futuros.

En primer termino expondremos los estados contables de los últimos tres períodos y efectuaremos un análisis vertical y horizontal de las partidas que integran el Estado de Situación del Patrimonio Neto y el Estado de Resultados.

El análisis vertical consiste en determinar la participación relativa de cada rubro sobre una categoría común que los agrupa.

En lo que respecta al Estado de Situación Patrimonial se toma como referencia el Activo Total – con el objeto de visualizar los rubros que son más significativos dentro del estado - y para el Estado de Resultados las ventas – buscando visualizar las partidas que consumen una parte significativa de la recaudación.

Por último, el análisis horizontal permite establecer tendencias.

Posteriormente, seleccionaremos los principales ratios financieros para profundizar el conocimiento de la empresa y poder determinar su situación económico – financiera.

Con la información obtenida, el contexto de la industria y la situación económica del país estaremos en condiciones de proyectar la evolución esperada de la empresa de manera de poder efectuar una valuación de la misma.

---

<sup>1</sup> Análisis de Estados Contables y Financieros – Mg. Manuel E. Mansilla

## Estado de Situación Patrimonial

	31/12/2016	%	31/12/2015	%	Var. \$ año	Var. % año	31/12/2014	%	Var. \$ año	Var. % año
	\$		\$		\$		\$		\$	
<b>Activo</b>										
<b>Activo Corriente</b>										
Caja y bancos	110.593.649	6,3%	71.280.879	5,6%	39.312.770	55,2%	50.014.895	4,8%	21.265.984	42,5%
Inversiones temporarias	113.591.353	6,4%	107.398.784	8,4%	6.192.570	5,8%	74.837.443	7,2%	32.561.341	43,5%
Créditos por servicios	994.654.986	56,5%	694.625.839	54,2%	300.029.147	43,2%	511.761.802	48,9%	182.864.038	35,7%
Otros créditos	99.555.723	5,7%	52.480.154	4,1%	47.075.569	89,7%	52.124.269	5,0%	355.885	0,7%
Bienes de cambio	94.601.343	5,4%	38.796.775	3,0%	55.804.569	143,8%	38.109.873	3,6%	686.902	1,8%
<b>Total del Activo Corriente</b>	<b>1.412.997.054</b>	<b>80,2%</b>	<b>964.582.431</b>	<b>75,2%</b>	<b>448.414.624</b>	<b>46,5%</b>	<b>726.848.282</b>	<b>69,5%</b>	<b>237.734.149</b>	<b>32,7%</b>
<b>Activo No Corriente</b>										
Otros créditos	64.437.145	3,7%	52.800.056	4,1%	11.637.089	22,0%	54.061.594	5,2%	-1.261.538	-2,3%
Inversiones Permanentes	33.664.085	1,9%	29.131.307	2,3%	4.532.779	15,6%	26.647.676	2,5%	2.483.630	9,3%
Bienes de uso	220.083.624	12,5%	216.315.695	16,9%	3.767.929	1,7%	226.981.838	21,7%	-10.666.143	-4,7%
Activos intangibles	30.666.697	1,7%	19.313.043	1,5%	11.353.654	58,8%	11.586.596	1,1%	7.726.447	66,7%
<b>Total del Activo No Corriente</b>	<b>348.851.551</b>	<b>19,8%</b>	<b>317.560.100</b>	<b>24,8%</b>	<b>31.291.450</b>	<b>9,9%</b>	<b>319.277.704</b>	<b>30,5%</b>	<b>-1.717.604</b>	<b>-0,5%</b>
<b>Total del Activo</b>	<b>1.761.848.605</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.282.142.531</b>	<b>100,0%</b>	<b>479.706.074</b>	<b>37,4%</b>	<b>1.046.125.986</b>	<b>100,0%</b>	<b>236.016.545</b>	<b>22,6%</b>
<b>Pasivo</b>										
<b>Pasivo Corriente</b>										
Deudas comerciales	1.153.890.330	65,5%	851.610.620	66,4%	302.279.710	35,5%	644.737.173	61,6%	206.873.447	32,1%
Préstamos	150.346.267	8,5%	60.520.245	4,7%	89.826.022	148,4%	73.046.852	7,0%	-12.526.607	-17,1%
Remuneraciones y cargas sociales	141.179.207	8,0%	99.795.521	7,8%	41.383.686	41,5%	77.186.428	7,4%	22.609.093	29,3%
Cargas fiscales	27.096.321	1,5%	26.053.201	2,0%	1.043.120	4,0%	19.033.139	1,8%	7.020.061	36,9%
Otros pasivos	1.615.054	0,1%	1.214.074	0,1%	400.979	33,0%	813.480	0,1%	400.594	49,2%
<b>Total del Pasivo Corriente</b>	<b>1.474.127.178</b>	<b>83,7%</b>	<b>1.039.193.661</b>	<b>81,1%</b>	<b>434.933.517</b>	<b>41,9%</b>	<b>814.817.073</b>	<b>77,9%</b>	<b>224.376.588</b>	<b>27,5%</b>
<b>Pasivo No Corriente</b>										
Préstamos	0	0,0%	708.333	0,1%	-708.333	-100,0%	3.461.619	0,3%	-2.753.286	-79,5%
Previsiones	121.781.070	6,9%	85.523.719	6,7%	36.257.351	42,4%	67.969.021	6,5%	17.554.697	25,8%
<b>Total del Pasivo No Corriente</b>	<b>121.781.070</b>	<b>6,9%</b>	<b>86.232.052</b>	<b>6,7%</b>	<b>35.549.018</b>	<b>41,2%</b>	<b>71.430.641</b>	<b>6,8%</b>	<b>14.801.411</b>	<b>20,7%</b>
<b>Total del Pasivo</b>	<b>1.595.908.249</b>	<b>90,6%</b>	<b>1.125.425.713</b>	<b>87,8%</b>	<b>470.482.536</b>	<b>41,8%</b>	<b>886.247.713</b>	<b>84,7%</b>	<b>239.178.000</b>	<b>27,0%</b>
<b>Patrimonio Neto (Según estado respectivo)</b>	<b>165.940.356</b>	<b>9,4%</b>	<b>156.716.818</b>	<b>12,2%</b>	<b>9.223.538</b>	<b>5,9%</b>	<b>159.878.273</b>	<b>15,3%</b>	<b>-3.161.455</b>	<b>-2,0%</b>
<b>Total del Pasivo y Patrimonio Neto</b>	<b>1.761.848.605</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.282.142.531</b>	<b>100,0%</b>	<b>479.706.074</b>	<b>37,4%</b>	<b>1.046.125.986</b>	<b>100,0%</b>	<b>236.016.545</b>	<b>22,6%</b>

## Ratios de Liquidez (Solvencia de Corto Plazo)

Estos ratios nos indican que porción del Pasivo Corriente está cubierto con activos de más rápida realización. Permiten comprobar si la empresa se encuentra en una buena posición para atender sin problemas las deudas a corto plazo.

	31/12/2016		31/12/2015		31/12/2014
<b>RATIOS DE LIQUIDEZ</b>					
<b>Razón Corriente</b>					
El activo corriente debería ser mayor y si es posible el doble que el pasivo corriente					
<u>ACTIVO CORRIENTE</u>	1.412.997.054	95,9%	964.582.431	92,82%	726.848.282
<u>PASIVO CORRIENTE</u>	1.474.127.178		1.039.193.661		814.817.073
<b>Prueba Ácida</b>					
Las disponibilidades y créditos a cobrar deberían ser mayor o iguales a la deuda de c. plazo					
<u>DISPONIBILIDADES + CREDITOS A COBRAR</u>	1.218.839.988	82,7%	873.305.502	84,04%	636.614.140
<u>PASIVO CORRIENTE</u>	1.474.127.178		1.039.193.661		814.817.073
<b>Ratio de Disponibilidad</b>					
<u>DISPONIBILIDADES + INVERSIONES DE CORTISIMO PLAZO</u>	224.185.002	15,2%	178.679.663	17,19%	124.852.339
<u>PASIVO CORRIENTE</u>	1.474.127.178		1.039.193.661		814.817.073
<b>Capital Trabajo / Activo Total</b>					
<u>ACTIVO CORRIENTE - PASIVO CORRIENTE</u>	-61.130.124	-3,5%	-74.611.230	-5,82%	-87.968.791
<u>ACTIVO TOTAL</u>	1.761.848.605		1.282.142.531		1.046.125.986
<b>Capital Trabajo / Pasivo Corriente</b>					
<u>ACTIVO CORRIENTE - PASIVO CORRIENTE</u>	-61.130.124	-4,1%	-74.611.230	-7,18%	-87.968.791
<u>PASIVO CORRIENTE</u>	1.474.127.178		1.039.193.661		814.817.073

Las variaciones más significativas que surgen de la revisión de los indicadores están dadas por:

El Activo Corriente muestra un incremento sustentado especialmente en la variación de los Créditos por Ventas. Esta variación está motivada por el aumento en las ventas del ejercicio (aproximadamente un 38%), dado que si observamos el plazo de cobro se mantiene constante respecto al ejercicio anterior.

El mantenimiento del plazo de cobro y que el mismo sea inferior al plazo habitual de pagos, hace que la empresa consiga de sus proveedores un financiamiento gratuito.

	2016	2015
<b>Plazo de Cobro</b>		
<b>CREDITOS A COBRAR (promedio)</b> * 365 días	844.640.412,65	603.193.820,59
<b>VENTAS (más íva)</b>	8.246.305.339,86	5.972.750.114,23
	37	37

Otro de los rubros que presenta una mejora es el relacionado con las Disponibilidades (Efectivo, Bancos e Inversiones de C. Plazo).

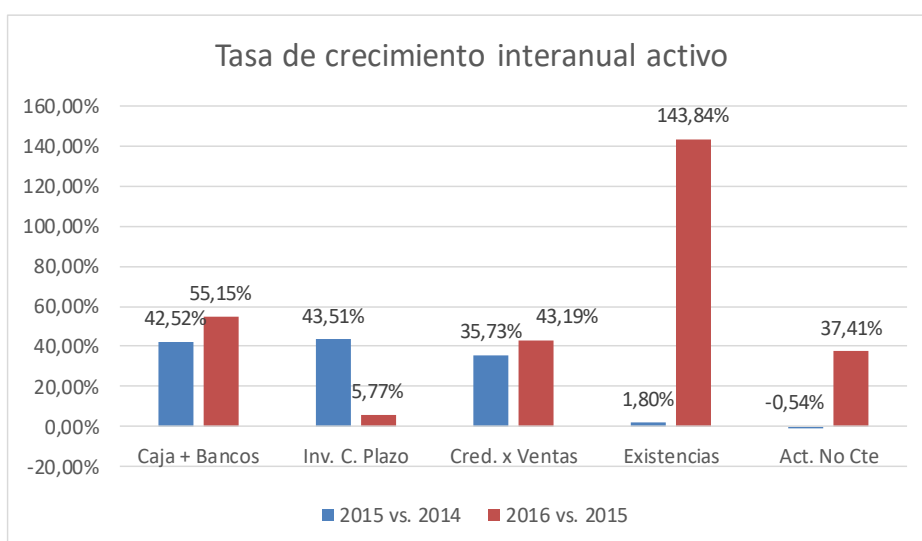
Visto en forma global, los rubros que componen aquellos activos de más fácil realización, mejoran respecto a los ejercicios anteriores.

No obstante, cuando analizamos cada uno de los integrantes de los rubros bajo análisis, su comportamiento individual no es homogéneo.

Esto se puede observar en la mejora del ratio de liquidez / capital de trabajo y la evolución de cada uno de sus integrantes, tal como se aprecia en el gráfico que se expone a continuación.

#### Tasa de crecimiento interanual activo

	Caja + Bancos	Inv. C. Plazo	Cred. x Ventas	Existencias	Act. No Cte
<b>2015 vs. 2014</b>	42,52%	43,51%	35,73%	1,80%	-0,54%
<b>2016 vs. 2015</b>	55,15%	5,77%	43,19%	143,84%	37,41%



Específicamente el capital de trabajo en el caso que nos ocupa, es negativo, si bien su evolución es decreciente.

Esta situación es típica de la industria, ya que se cobra la cuota médica en forma anticipada (prepagado) y se realizan los pagos a sus proveedores en forma diferida.

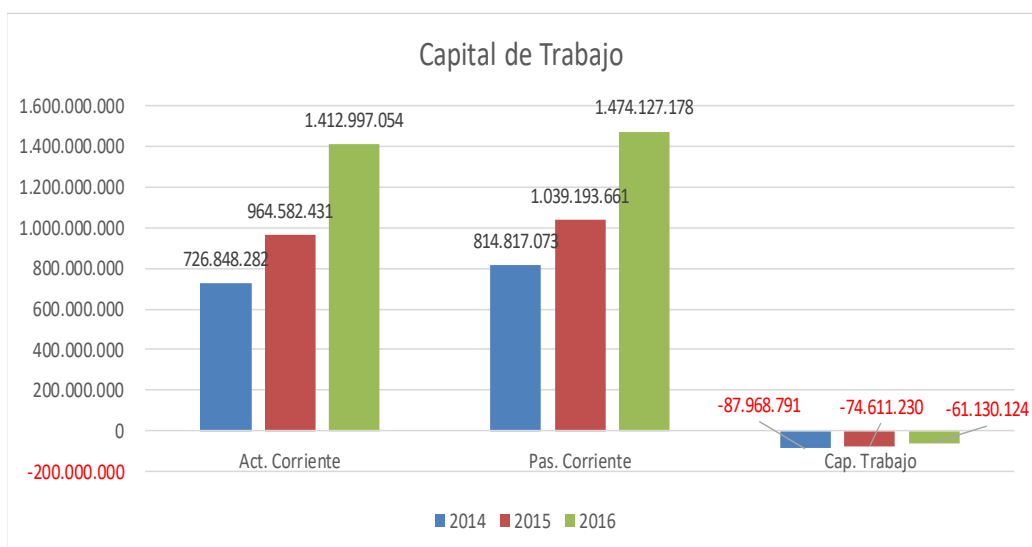
Aunque esta situación es habitual en las empresas financiadoras, esto no implica que el nivel de riesgo frente a cambios en las condiciones del mercado sea bajo.

Efectivamente, los riesgos son mayores y requieren para su atenuación una adecuada política de gestión de riesgos, basadas en líneas de crédito de libre disponibilidad otorgadas por bancos o disponibilidad por parte de los accionistas para capitalizar la empresa frente a situaciones no previstas.

Se detalla a continuación la evolución del capital de trabajo de la empresa en el período 2014 a 2016 a efectos de una mejor apreciación.

#### Capital de Trabajo

	Act. Corriente	Pas. Corriente	Cap. Trabajo
2014	726.848.282	814.817.073	-87.968.791
2015	964.582.431	1.039.193.661	-74.611.230
2016	1.412.997.054	1.474.127.178	-61.130.124



En general para mitigar cualquier inconveniente, las empresas tienen líneas de crédito contingentes y realizan una gestión de cobro y pago que sea consistente con la búsqueda de disminuir los riesgos, es decir asegurar que el plazo de cobranza sea inferior al de pago.

Como se observa el plazo de cobro es menor al de pago, aunque se verifica una disminución en este último.

Plazo de pago	2016		2015		
	PROVEEDORES (promedio)	* 365 días	0,12	44	0,13
<hr/>					
COMPRAS (costos + gastos) * Iva					

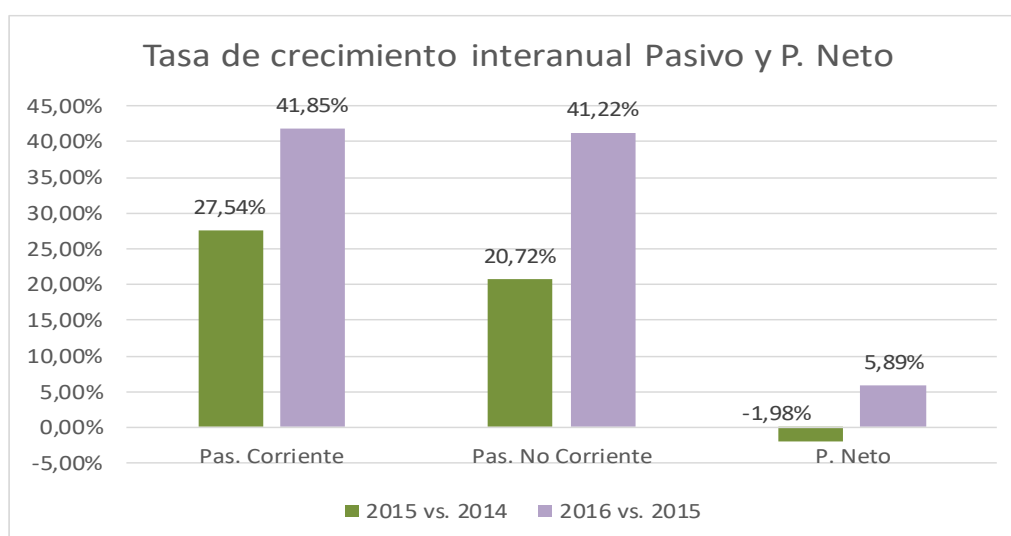
En cuanto al Pasivo Corriente, los rubros que presentan mayor variación, son los vinculados a Remuneraciones y Préstamos (adelantos en cuenta corriente de corto plazo)

En el primer caso se relaciona con una política del gobierno nacional en cuanto a la autorización de incrementos paritarios específicos al personal, el incremento de la dotación de fuerza de ventas propias buscando incrementar la presencia de la compañía en el ámbito nacional y la habilitación progresiva de diversas inversiones que ampliaron la capacidad de atención de pacientes y que requieren incrementar la dotación para la atención de los mismos.

En cuanto al incremento en las obligaciones bancarias de corto plazo, está relacionado con la disminución del plazo de pago a prestadores, que fueron documentadas para su entrega y la cancelación y puesta en marcha de obras de infraestructura, sistemas, instrumental médico, etc.

#### Tasa de crecimiento interanual Pasivo y Patrimonio Neto

	Pas. Corriente	Pas. No Corriente	P. Neto
<b>2015 vs. 2014</b>	27,54%	20,72%	-1,98%
<b>2016 vs. 2015</b>	41,85%	41,22%	5,89%



Finalmente, en lo que respecta a la evolución del Patrimonio Neto de la empresa se observa una tendencia muy dispar.

Para poder comprender ese comportamiento es necesario visualizar la política de dividendos seguida por la misma, que tendrá, como se verá cuando se analicen ratios relacionados al Estado de Resultados, un impacto en aquellos en los que la evolución del Patrimonio Neto es requerida.

Se detalla a continuación la evolución de los dividendos aprobados por la Asamblea de Accionistas.

	2016		2015		2014
<i>Autofinanciación (cuanto mayor sea =&gt; menor será la autofinanciación de la empresa)</i>					
<u>DIVIDENDOS</u>	<u>19.386.240,54</u>	67,76%	<u>22.547.695,00</u>	116,31%	<u>16.185.584,00</u>
UTILIDAD NETA	28.609.778,83		19.386.240,54		14.497.695,33

Del cotejo de las cifras surge con claridad que la empresa en los últimos años ha mantenido una agresiva distribución de los resultados anuales obtenidos, siendo en los dos primeros años de la serie incluso superiores al resultado final del ejercicio.

Esta tendencia empieza a revertirse en el último período bajo análisis, motivado esencialmente por la necesidad de ampliar sus inversiones en activos físicos y en desarrollo de software.

Para ello la política definida fue buscar cubrir esas necesidades con recursos propios buscando eliminar cualquier necesidad de financiación externa, evitando de esta forma incrementar la deuda manteniéndola constante para los siguientes ejercicios.

## Estado de Resultados

	31/12/2016	%	31/12/2015	%	Var. \$ año	Var. % año	31/12/2014	%	Var. \$ año	Var. % año
	\$		\$		\$		\$		\$	
Ventas netas por servicios	6.815.128.380	100,0%	4.936.157.119	100,0%	1.878.971.261	38,1%	3.349.895.422	100,0%	1.586.261.697	47,4%
Costo de los servicios prestados (Anexo V)	-5.608.974.228	-82,3%	-4.038.221.009	-81,8%	-1.570.753.219	38,9%	-2.767.767.000	-82,6%	-1.270.454.009	45,9%
<b>Ganancia bruta</b>	<b>1.206.154.152</b>	<b>17,7%</b>	<b>897.936.110</b>	<b>18,2%</b>	<b>308.218.042</b>	<b>34,3%</b>	<b>582.128.421</b>	<b>17,4%</b>	<b>315.807.689</b>	<b>54,3%</b>
Gastos de comercialización (Anexo VI)	-416.305.583	-6,1%	-294.560.173	-6,0%	-121.745.411	41,3%	-213.316.758	-6,4%	-81.243.414	38,1%
Gastos de administración (Anexo VI)	-765.792.428	-11,2%	-548.919.923	-11,1%	-216.872.506	39,5%	-355.501.301	-10,6%	-193.418.621	54,4%
Otros gastos (Anexo VI)	-20.064.566	-0,3%	-12.143.202	-0,2%	-7.921.364	65,2%	-3.575.378	-0,1%	-8.567.825	239,6%
Resultado Inversiones Permanentes ( Nota 3.a)	6.004.561	0,1%	2.483.630	0,1%	3.520.931	141,8%	507.523	0,0%	1.976.108	389,4%
Resultados financieros y por tenencia neto (Nota 3.b)	31.538.758	0,5%	6.951.464	0,1%	24.587.294	353,7%	14.136.263	0,4%	-7.184.800	-50,8%
Otros ingresos y egresos neto (Nota 3.c)	1.033.123	0,0%	1.267.902	0,0%	-234.779	-18,5%	706.203	0,0%	561.698	79,5%
<b>Resultado antes de Impuesto a las Ganancias</b>	<b>42.568.016</b>	<b>0,6%</b>	<b>53.015.808</b>	<b>1,1%</b>	<b>-10.447.791</b>	<b>-19,7%</b>	<b>25.084.973</b>	<b>0,7%</b>	<b>27.930.835</b>	<b>111,3%</b>
Impuesto a las Ganancias Diferido (Nota 1.3.f)	-13.958.237	-0,2%	-33.629.567	-0,7%	19.671.330	-58,5%	-10.587.278	-0,3%	-23.042.290	217,6%
<b>Resultado del ejercicio - Ganancia</b>	<b>28.609.779</b>	<b>0,4%</b>	<b>19.386.241</b>	<b>0,4%</b>	<b>9.223.538</b>	<b>47,6%</b>	<b>14.497.695</b>	<b>0,4%</b>	<b>4.888.545</b>	<b>33,7%</b>

En primer término, se observa una evolución desfavorable del Margen Bruto.

Es indudable que el crecimiento del costo médico, motivado esencialmente por las mayores coberturas, nuevas tecnologías y la imposibilidad legal de trasladar a precios esas variaciones está afectando negativamente a la empresa.

Es fundamental buscar disminuir el incremento de esos costos, a través de mejoras en los procesos que permitan alcanzar mayores eficiencias y poder absorber esas mayores erogaciones.

Del análisis efectuado surge claramente la intención de avanzar en ese sentido mediante fuertes inversiones en infraestructura y una inicial tendencia de alinear la distribución de dividendos en sentido decreciente para financiar las inversiones con los resultados favorables anuales. No se observa que la empresa esté planteando la incorporación de Préstamos para solventar este proceso.

Cuando se analiza la variación de los Gastos de Comercialización se detectó un sustancial incremento en el rubro remuneraciones, generado como se mencionó anteriormente en el desarrollo de una fuerza propia de ventas a nivel nacional que buscará incrementar la presencia de la empresa a todo el país.

Esta incorporación inicial aún en etapa de desarrollo no alcanzó el nivel de producción necesario para la absorción de los gastos que genera. En forma paralela y con el objeto de acompañar esta política de expansión nacional, se observa un importante incremento en el rubro publicidad.

## Ratios de Rendimiento

El ROA (rentabilidad sobre activos) mide la eficiencia de la compañía en el uso de sus recursos.

El comportamiento del mismo es variable en el período bajo análisis.

Esa situación está relacionada por las fuertes inversiones realizadas en Activos No Corrientes (Bienes de Uso e Intangibles +37% de variación respecto al ejercicio anterior) que fueron efectuadas por la empresa pero que aún no fueron puestos operativos en su totalidad.

Por lo tanto, la generación de ingresos / la optimización de procesos vinculados a las mencionadas inversiones, aún no son visibles, afectando la rentabilidad de los activos.

Se estima que durante los próximos ejercicios la finalización de las obras y la plena utilización de las nuevas herramientas informáticas, permitirán una mejora en los márgenes mejorando por lo tanto el ratio bajo análisis.

		2016		2015		2014	
<b>RENTABILIDAD DE ACTIVOS (ROA o ROI) (RENTABILIDAD ECONÓMICA O RENDIMIENTO)</b>							
<b>RENDIMIENTO</b>	UTILIDAD NETA (antes de impuestos)	36.563.454,80	2,08%	50.532.177,53	3,94%	24.577.450,24	2,35%
	ACTIVO TOTAL	1.761.848.604,99		1.282.142.531,17		1.046.125.986,32	
<b>R. NETO</b>	UTILIDAD NETA (antes de impuestos)	36.563.454,80	6,01%	50.532.177,53	11,74%	24.577.450,24	6,12%
	ACTIVO TOTAL - PROVEEDORES	607.958.275,14		430.531.910,98		401.388.813,11	
<b>RENDIMIENTO (descomposición)</b>							
	$\frac{VENTAS}{ACTIVO\ TOTAL} * \frac{UTILIDAD\ NETA\ (ai)}{VENTAS}$	$\frac{VENTAS}{ACTIVO\ TOTAL} = 3,87$		$\frac{VENTAS}{ACTIVO\ TOTAL} = 3,85$		$\frac{VENTAS}{ACTIVO\ TOTAL} = 3,20$	
Para aumentar e rendimiento	Vender más o Reducir el Activo	Vender más caro o Reducir los Costos	$\frac{UTILIDAD\ NETA\ (aiei)}{VENTAS} = 0,01$	$\frac{UTILIDAD\ NETA}{VENTAS} = 1,02\%$	$\frac{UTILIDAD\ NETA\ (ai)}{VENTAS} = 0,73\%$		
			2,08%	3,94%	2,35%		

Cuando observamos el comportamiento del ROE (rentabilidad sobre el equity) se observa una evolución favorable.

No obstante, ello, un análisis más puntual permite observar que esa variación está generada por dos factores: el primero de ellos está vinculado a una mejora en el resultado final alcanzado; pero el mayor impacto está dado por la política de distribución de dividendos que fue muy agresiva (se observa que en dos de los últimos tres años la distribución fue superior al resultado), implicando ello una disminución del patrimonio neto que facilita entonces un impacto positivo en el ratio.

	2016		2015		2014
Rentabilidad					
	<u>UTILIDAD NETA</u>	28.609.778,83	17,24%	<u>19.386.240,54</u>	12,37%
	PATRIMONIO NETO (p. neto + utilidad ejerc.)	165.940.356,40		156.716.818,11	159.878.272,90
				<u>14.497.695,33</u>	9,07%

A continuación, se apertura el ratio en sus distintos componentes para facilitar la comprensión de los factores que inciden en el mismo.

#### RENDIMIENTO (descomposición)

\* UTILIDAD NETA (aiei) \* ACTIVO TOTAL \* UTILIDAD (antes de Impuestos) \* UTILIDAD NETA

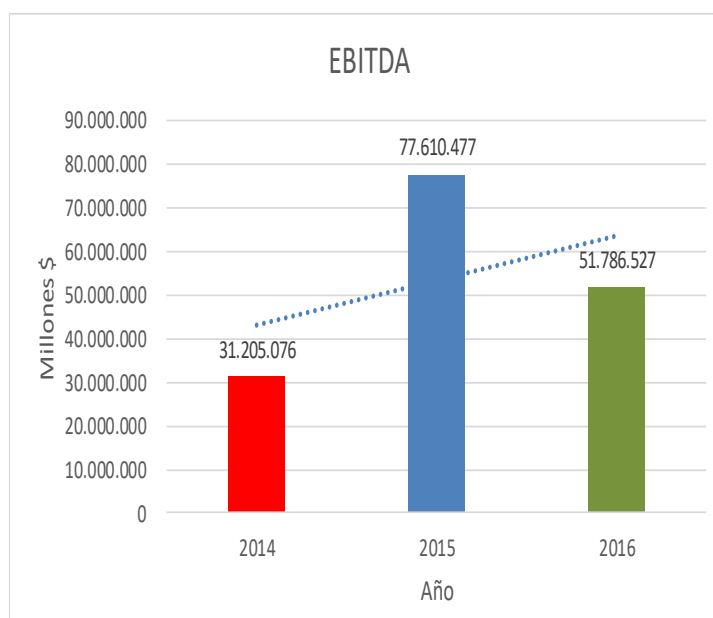
ACTIVO TOTAL \* VENTAS \* P. NETO \* UTILIDAD NETA (aiei) \* UTILIDAD (antes de Impuestos)

	Rotación	Margen	Apalancamiento Financiero	Efecto Fiscal						
(aiei)= utilidad antes de intereses e impuestos					VENTAS	3,87	VENTAS	3,85	VENTAS	3,20
					ACTIVO TOTAL		ACTIVO TOTAL		ACTIVO TOTAL	
(ai)= utilidad antes de impuestos					UTILIDAD NETA (aiei)	0,00	UTILIDAD NETA (ai)	0,00	UTILIDAD NETA (ai)	0,01
					VENTAS		VENTAS		VENTAS	
					ACTIVO TOTAL	10,62	ACTIVO TOTAL	8,18	ACTIVO TOTAL	6,54
					P. NETO		P. NETO		P. NETO	
					U. NETA (ai)	7,28	U. NETA (ai)	10,06	U. NETA (ai)	0,56
					U. NETA (aiei)	77,25986422	U. NETA (aiei)	82,27707848	U. NETA (aiei)	3,69009058
					U. NETA	0,78	U. NETA	0,38	U. NETA	0,59
					U. NETA (ai)		U. NETA (ai)		U. NETA (ai)	
						17,24%		8,96%		6,15%

## Evolución del EBITDA entre los años 2014 a 2016

Se puede observar que la evolución del EBITDA es positiva, pese a presentar un comportamiento oscilante en el período bajo análisis.

	<b>EBITDA</b>
2014	31.205.076
2015	77.610.477
2016	51.786.527



Consideramos el año 2015 como una situación puntual y no proyectable a futuro.

Pero la evolución del año 2016 respecto al 2014 si puede ser tomada como una opción viable a futuro en especial si las acciones que aparentan ser aprobadas por el Gobierno Nacional no se concretan.

Nos referimos especialmente a la generación de organismos de control de tecnología y calidad médica, el relacionamiento entre nuevas prestaciones a cubrir y aumentos en cuota, etc.

De concretarse estos cambios, el sector seguramente verá un alivio en el persistente incremento de los costos médicos, generados por coberturas excesivas y no incorporadas en el pricing de los planes médicos vigentes al momento de la reforma del sistema.

Es importante volver a resaltar que se trata de un sistema de cobertura ilimitada, tanto sea en el monto a cubrir como en el plazo de la dolencia, (uno de los más abarcativos a nivel mundial), con precios regulados y sin ninguna restricción para el ingreso de nuevos asociados, ya sea por rango etáreo o enfermedades preexistentes.

Si lo comparásemos con un seguro automotor, funcionaría como un seguro que permitiría cubrir con una tarifa fijada por el PEN, a cualquier modelo con independencia de su estado y cuya indemnización en caso de siniestro sea ilimitada, quizás aún mayor que el valor de reposición de un modelo similar cero kilómetro.

## Valuación

### Enfoques de Valuación

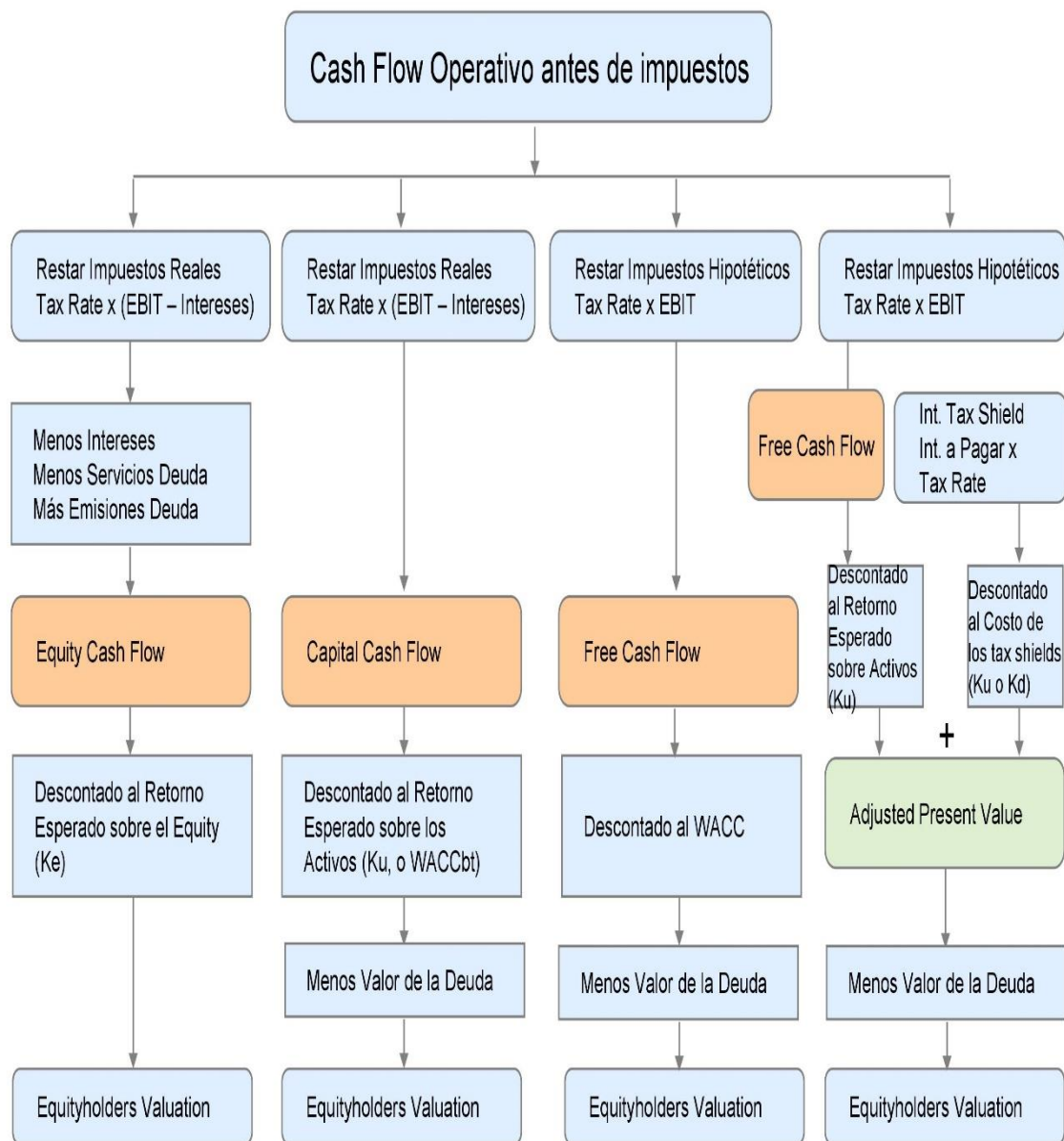
Las metodologías más utilizadas para la valoración de empresas son:

- **El enfoque de Costo:** Se basa en la premisa que un inversionista prudente no pagaría por un activo más que el costo de reposición o de producción del mismo. Se relaciona más con los métodos contables, que proporcionan el valor desde una perspectiva estática que no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa. De esta forma partiendo del valor del Patrimonio Neto Ajustado (diferencia entre el activo y pasivo a valores ajustados) se obtiene una valuación aproximada del costo de reposición, determinando de esta forma el valor de la empresa.
- **El enfoque de Mercado:** Se pretende estimar el valor de una empresa en función de lo que otros compradores han pagado por empresas que puedan ser consideradas comparables o similares. Se relaciona al método de valoración por múltiplos comparables, a través del cual se estima el valor del activo a partir de la equiparación de la relación de los precios de activos “comparables” con relación a variables como ganancias, ventas, etc. Para esta metodología es fundamental que las empresas utilizadas para la comparación realmente sean similares. Lo que le da validez a este método es el supuesto que las empresas utilizadas están adecuadamente valoradas por el mercado. Uno de los enfoques más comunes utilizados en esta metodología, es el empleo del promedio de múltiplos de un sector industrial para estimar el valor de una compañía que opera en dicha industria.
- **El enfoque de ingresos:** Básicamente está orientado al análisis del flujo de caja descontado (DCF). Relaciona el valor del activo con el valor actual de los flujos de fondos esperados generados por el activo – valor intrínseco. El soporte conceptual de este método es que la empresa vale lo que es capaz de generar a través de un horizonte definido de tiempo. El método asemeja la valoración de la empresa a la valoración de un activo financiero en el mercado de valores en que el precio de transacción de dicho activo, se fundamenta en los flujos de caja futuros que brindaría al inversionista, descontado a la tasa de mercado relevante. Este es el método financiero por excelencia.

## Enfoque seleccionado

La valuación de la empresa fue realizada a través del método de flujo de fondos descontados (DCF)<sup>2</sup>

## Valuación por Flujos de Fondos Descontados



155

<sup>2</sup> DCF por sus siglas en inglés de “discounted cash flow”, flujo de fondos descontados

Como podrá observarse el DCF puede utilizar diferentes medidas del Cash-Flow, pero son equivalentes cuando el costo de capital es considerado propiamente.

Así, el Equity Cash Flow - descontado al retorno esperado sobre el Equity ( $K_e$ ), el Capital Cash Flow - descontado al retorno esperado sobre los Activos ( $K_u$ ) y el Free Cash Flow - descontado al WACC, deben llegar a resultados similares.

En el presente trabajo se utilizará el **Free Cash Flow** a efectos de valuar la compañía.

Esta determinación se basa en que considero que es el método más adecuado y que parte del concepto que el FCF es la caja que genera el negocio sin importar como se financia el mismo.

Así partimos del:

**Ebit**

**Menos:**

Impuesto a las ganancias (calculado sobre el Ebit)

Capex

**Más:**

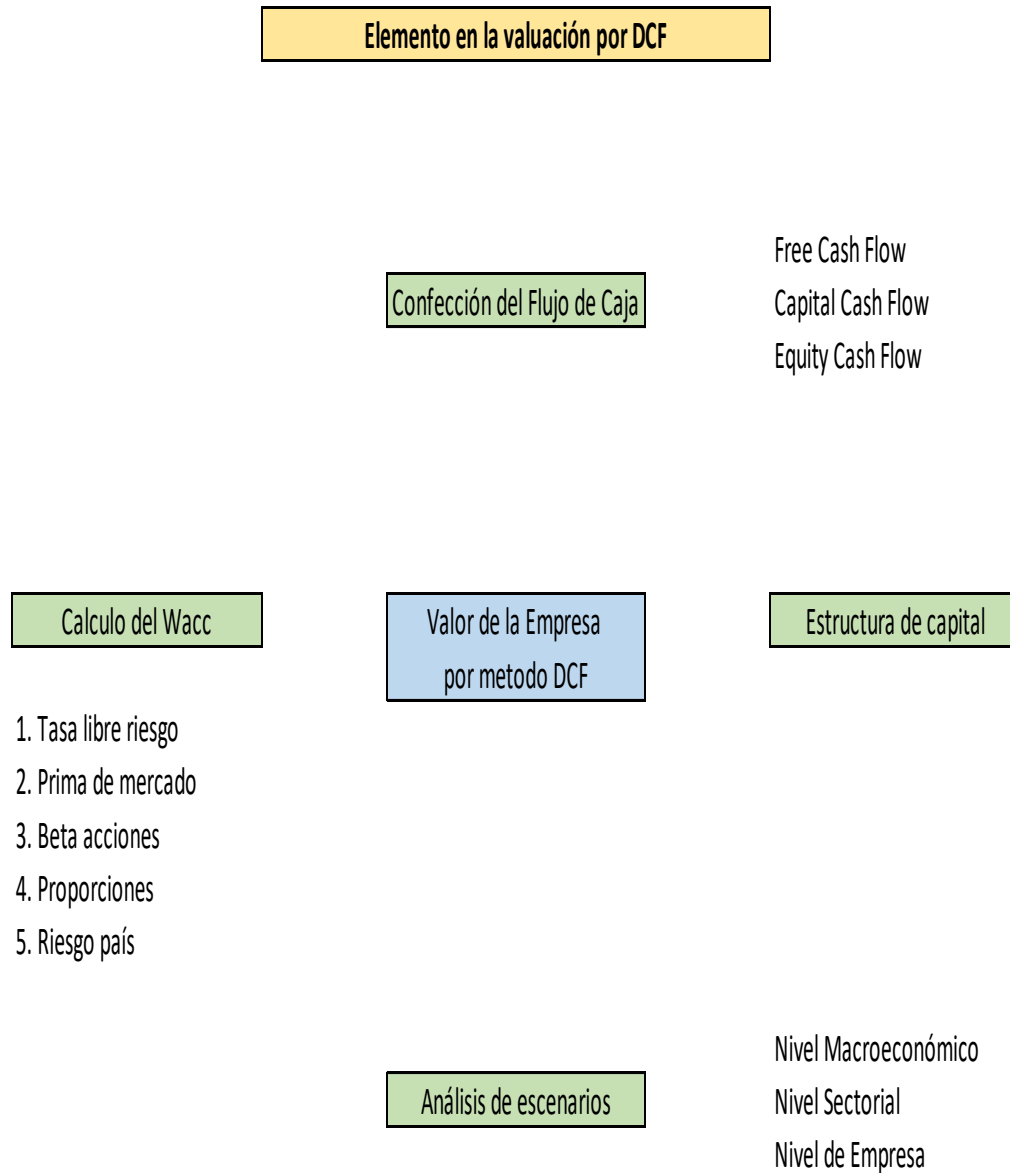
Depreciación y amortización

**Más / Menos:**

Variación en el capital de trabajo

**Free Cash Flow**

Los tres elementos principales de esta metodología de valuación son: la tasa de descuento, el flujo de fondos libres y el valor terminal.



## Proyecciones

### Estimación de las ventas

Para proyectar las ventas se utilizaron los siguientes parámetros:

Crecimiento PBI y su impacto en la población propensa a adquirir un plan de cobertura médica.

Evolución de la inflación para el período de proyección y un incremento real en el precio de venta de los productos

Captura de un mayor Market Share producto de un esfuerzo de venta incremental mediante la contratación de personal y campaña publicitaria.

### Evolución Anual del PBI

Bases para las proyecciones (en función al Relevamiento Expectativas del Mercado - BCRA - Dic-16)

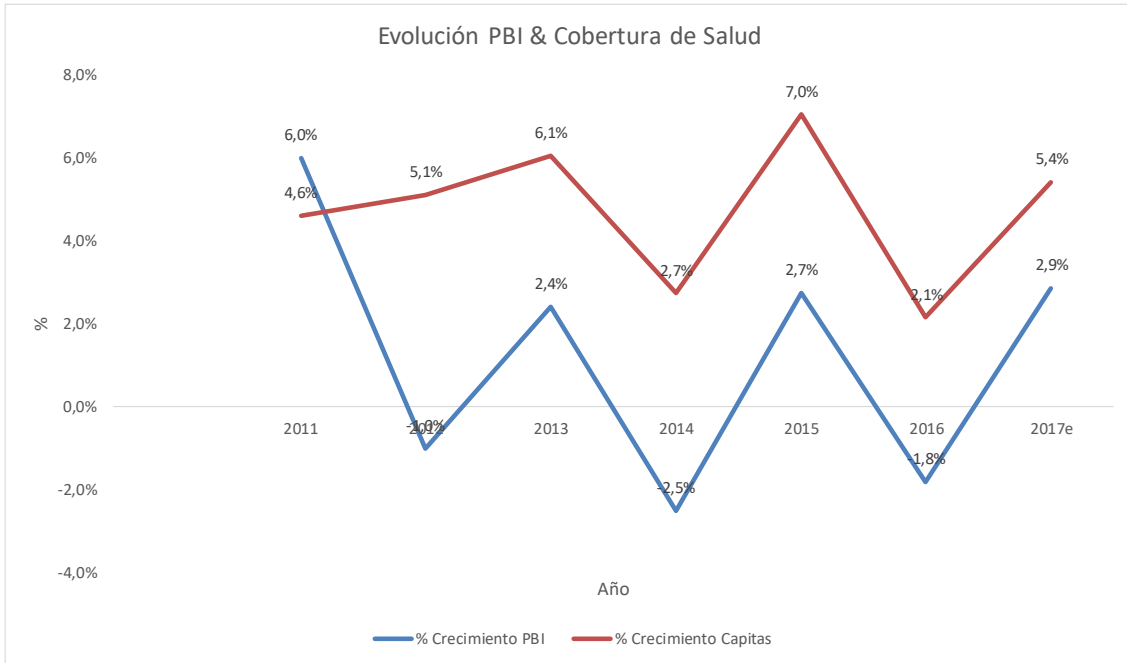
Variable	Escenario	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
PBI	Optimista	5,10%	4,50%	4,80%	4,00%	3,00%
	Neutro	3,00%	3,30%	3,50%	3,00%	2,50%
	Pesimista	1,00%	-1,00%	1,80%	1,50%	1,50%

Paralelamente, se buscó determinar la variable cuya correlación es más significativa con la variación de PBI para proyectar la evolución de las ventas en el período considerado.

Se puede observar en el gráfico que se expone a continuación, como fue la evolución histórica de la población cubierta por el sistema prepago y la variación del PBI.

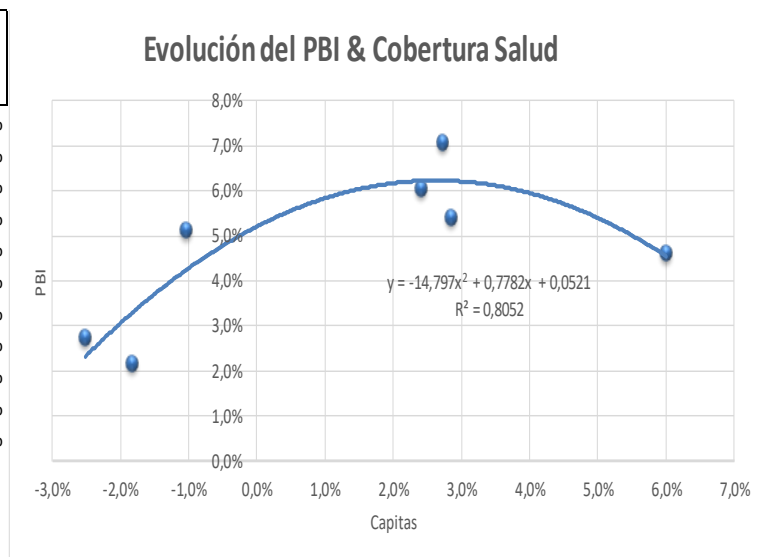
Año / Concepto	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017e
% Crecimiento PBI	6,0%	-1,0%	2,4%	-2,5%	2,7%	-1,8%	2,9%
% Crecimiento Capitas	4,6%	5,1%	6,1%	2,7%	7,0%	2,1%	5,4%

Evolución PBI & Cobertura de Salud



Fuente: Claves

Año	% Crecimiento PBI	% Crecimiento Capitas
2011	6,0%	4,6%
2012	-1,0%	5,1%
2013	2,4%	6,1%
2014	-2,5%	2,7%
2015	2,7%	7,0%
2016	-1,8%	2,1%
Estimado 2017	2,9%	5,4%
Estimado 2018	3,3%	6,2%
Estimado 2019	3,5%	6,1%
Estimado 2020	3,0%	6,2%
Estimado 2021	2,5%	6,2%



## Estimación de los costos

Se observa la evolución de los tres ejercicios anteriores; al considerar la mediana la misma es coincidente con el costo médico sobre ventas correspondiente al último ejercicio. Por lo tanto, se considera ese valor para las proyecciones de períodos futuros.

	2014	2015	2016	Promedio	Mediana
Costo s/ Ventas evolución	82,62%	81,81%	82,30%	82,24%	82,30%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Costo s/ ventas proyectados	82,30%	82,7%	82,9%	83,0%	83,0%	83,0%
Crec. Tasa Uso e Inflac. Médica		0,5%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%

Para una correcta evaluación del comportamiento futuro de la variable costo médico, es necesario adicionar una estimación sobre como se proyectarán variables relacionadas al incremento de nuevas coberturas, judicialidad, tasa de uso y la inflación médica.

Se parte del supuesto que a medida que la incorporación de la población al sistema, generará un incremento en la tasa de uso al inicio, pasando a neutra y negativa a futuro.

En el rubro judicialidad se proyecta – al igual que el ítem anterior – un incremento inicial que, con el desarrollo de nuevos organismos de evaluación de tecnología médica y medicamentos, comenzará a orientar al poder judicial en aquellas terapias más efectivas disminuyendo la discrecionalidad vigente actualmente.

El capítulo de nuevas coberturas, previsto en la ley que regula al sector, está siendo aplicado con mayor rigurosidad de forma que se estima que toda nueva cobertura será considerada en los aumentos de cuota; por lo tanto, el ítem tenderá a desaparecer rápidamente.

La inflación médica está relacionada a aspectos de nuevo equipamiento y medicamentos de nueva generación que por los costos de desarrollo en una etapa inicial son muy onerosos. Ambos conceptos deberán ser considerados en las proyecciones; el nuevo equipamiento tendrá impacto en los fondos necesarios para su adquisición (Capex) y el rubro medicamentos tendrá impacto directo en un incremento en los costos médicos.

Estos ítems tenderán a converger para el año 2020.

## Estimación del Margen EBITDA

Para proyectar los gastos de Comercialización y Administración, se procedió a la determinación de la incidencia de los rubros sobre las ventas proyectadas.

Específicamente en el rubro relacionado a los Gastos de Comercialización se considera que el porcentaje promedio sobre ventas de los tres últimos ejercicios, es representativo del monto a mantener en los ejercicios futuros. Idéntico criterio se aplicó a los Gastos de Administración.

Es importante señalar que ya en ese porcentaje está contemplado el impacto de la nueva fuerza de venta que actuará en el interior del país (Córdoba y Santa Fe especialmente).

En lo referente a los Gastos de Administración considero una disminución progresiva de los mismos, apalancada en la fuerte inversión que la empresa continuará efectuando, ya sea en la incorporación de nuevo instrumental, edificios y específicamente en el desarrollo de software para alcanzar una mayor eficiencia en el relacionamiento con las necesidades de los usuarios.

Finalmente, en lo que respecta a Otros Gastos su evolución estará dada por las amortizaciones de los nuevos desarrollos en software.

### Evolución Gastos

Año	Gs. Comercial.	Gs. Administrac.	Otros Gastos	Ventas
2014	-213.316.758	-355.501.301	-3.575.378	3.349.895.422
2015	-294.560.173	-548.919.923	-12.143.202	4.936.157.119
2016	-416.305.583	-765.792.428	-20.064.566	6.815.128.380
Promedio	-924.182.514	-1.670.213.652	-35.783.146	15.101.180.921
<b>% Gatos s/ Ventas</b>	<b>-6,12%</b>	<b>-11,06%</b>	<b>-0,24%</b>	
<b>Coeficiente corrección por mejoras ej. 2017/18</b>		<b>93%</b>		
<b>Coeficiente corrección por mejoras 2019/20/21</b>		<b>90%</b>		

### Capital de Trabajo

Para el cálculo del capital de trabajo, asumí que el mismo está relacionado con las ventas. Es decir, aumentará en función a la variación proyectada de las mismas.

Este supuesto implica que se mantendrán las actuales condiciones de días de cobro, días de inventario y de pago vigentes en el último ejercicio.

Por lo tanto. en el caso que nos ocupa, el incremento de las ventas afectará positivamente el capital de trabajo, ya que la empresa se financia a través de sus proveedores pues su plazo de pago es superior al plazo de cobro de sus acreencias.

## Capex

Ya sea la adquisición de nuevos equipos como el desarrollo de software también guardarán una relación con las ventas, desde un nivel elevado (comparativamente con otros ejercicios) de manera de asegurar las sinergias previstas en cuanto a la reducción de Gastos de Administración.

## Valor Terminal

A efectos de la valuación se utilizará el valor terminal que cuantifica el valor de los flujos una vez terminado el período de la proyección. Resta determinar la perpetuidad al cierre de la proyección.

No se estimará una tasa de crecimiento (Modelo de Gordon), calculándose la perpetuidad de acuerdo a:

Valor terminal = FCFF 2021 / Wacc

## Dividendos

Si bien no afecta a la proyección del FCFF, estimo que para alcanzar el nivel de inversiones requerido sin incrementar/disminuir el nivel de endeudamiento (la empresa busca financiarse con recursos propios) se restringirá la distribución de dividendos a partir del año 2019, de forma de mantener constante el nivel de deuda futura.

Autofinanciación (cuanto mayor sea => menor será la autofinanciación de la empresa)

DIVIDENDOS	19.386.240,54	67,76%	22.547.695,00	116,31%	16.165.584,00	111,50%
UTILIDAD NETA	28.609.778,83		19.386.240,54		14.497.695,33	

Con los parámetros descritos precedentemente, ya se pueden proyectar los flujos de fondos esperados para el escenario base.

Para la proyección del escenario Optimista y Pesimista se ajustarán las siguientes variables:

Escenarios

Escenario Base

Considerando la población al cierre del año 2016 proyectaremos las ventas de la siguiente forma:

Escenario Base (Neutro)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas	6.815.128.380,05	6.981.420.792,15	7.130.282.721,02	7.255.543.362,81	7.351.967.784,02	7.422.485.817,90
Ventas Mes	567.927.365,00	581.785.066,01	594.190.226,75	604.628.613,57	612.663.982,00	618.540.484,82
Población cierre	315.109	316.495	318.341	320.318	322.463	324.494
Precio Promedio	1.802,32	1.838,21	1.866,52	1.887,59	1.899,95	1.906,17
Incremento precio planes Real Mes		0,4%	0,4%	0,3%	0,2%	0,0%
Incremento población estimada Mes		0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Mayores vtas interior x Fza Ventas Mes			0,1%	0,1%	0,2%	0,1%
Inflación proyectada s/ REM Mes		1,58%	1,17%	0,80%	0,41%	0,33%

Para la totalidad de los escenarios, partimos de la estimación del PBI que surge del Relevamiento de Expectativas del mercado a diciembre 2016 publicadas por el Banco Central de la República Argentina, considerando además la fuerte correlación con la evolución de la población cubierta obtenida (mayor al 80%).

Con dichas premisas se proyectaron las cantidades de capitales al cierre de cada período que estará en el sistema prepago considerando exclusivamente el actual market share de la compañía

Complementariamente y dado el objetivo de incrementar las ventas en el interior del país (para lo cual se ha desarrollado una nueva fuerza de ventas) se establece un crecimiento en ese segmento a partir del año 18, que permitirá una mejor absorción de los costos médicos con una mejora en el promedio de edad de la población,

Con el monto promedio de precio de venta existente al cierre del ejercicio 2016, se procedió a calcular el precio para los siguientes años contemplando un ajuste real por encima de la inflación que pudiera presentarse, relacionado a la actualización de tarifas necesaria para el funcionamiento del sector previsto en la ley que regula el sector pero que no fue adecuadamente aplicada en los años anteriores.

Se estima que ese retraso se irá recuperando paulatinamente en los siguientes años hasta converger en el año 2021.

Finalmente, con la población y el precio se proyecta el monto anual de ventas estimado en el horizonte de proyección previsto.

## Escenario Pesimista:

Para la totalidad de los escenarios, partimos de la estimación del PBI que surge del Relevamiento de Expectativas del mercado a diciembre 2016 publicadas por el Banco Central de la República Argentina, considerando además la fuerte correlación con la evolución de la población cubierta obtenida (mayor al 80%).

Con dichas premisas se proyectaron las cantidades de capitas al cierre de cada período que estará en el sistema prepago considerando exclusivamente el actual market share de la compañía.

Para este escenario la empresa no logrará incrementar su participación en el mercado, especialmente en el interior del país, pese al desarrollo de la nueva fuerza de ventas, alcanzando un crecimiento vegetativo generado por la incorporación de nuevos asociados en línea con el crecimiento de PBI; en síntesis, mantendrá su actual market share.

En cuanto a las sinergias proyectadas por el desarrollo de nuevas herramientas de software se concretarán en forma marginal, alcanzando una reducción menos significativa.

Finalmente se mantendrá una evolución negativa en los costos médicos, dado que no se podrá incrementar la distribución de costos en una mayor población con un rango etáreo menor.

Con el monto promedio de precio de venta existente al cierre del ejercicio 2016, se procedió a calcular el precio para los siguientes años contemplando exclusivamente un ajuste real por encima de la inflación que pudiera presentarse, relacionado a la actualización de tarifas necesaria para el funcionamiento del sector previsto en la ley que regula el sector pero que no fue adecuadamente aplicada en los años anteriores.

En el escenario que nos ocupa se estimó que ese retraso se irá recuperando en forma más pausada en los siguientes años.

Finalmente, con la población y el precio se proyecta el monto anual de ventas estimado en el horizonte de proyección previsto.

## Escenario Optimista

Para la totalidad de los escenarios, partimos de la estimación del PBI que surge del Relevamiento de Expectativas del mercado a diciembre 2016 publicadas por el Banco Central de la República Argentina, considerando además la fuerte correlación con la evolución de la población cubierta obtenida (mayor al 80%).

Con dichas premisas se proyectaron las cantidades de capitas al cierre de cada período que estará en el sistema prepago considerando exclusivamente el actual market share de la compañía.

Para este escenario la empresa logrará incrementar su participación en el mercado, especialmente en el interior del país, gracias al desarrollo de la nueva fuerza de ventas, incrementando su actual market share.

Las sinergias proyectadas por el desarrollo de nuevas herramientas de software se concretarán, de forma de obtener mejoras en los gastos relacionados.

Los costos médicos tendrán una evolución favorable por una mejor distribución del riesgo por el incremento de vidas a cubrir y menor promedio de edad por las vidas cubiertas.

Con el monto promedio de precio de venta existente al cierre del ejercicio 2016, se procedió a calcular el precio para los siguientes años contemplando un ajuste real por encima de la inflación que pudiera presentarse, relacionado a la actualización de tarifas necesaria para el funcionamiento del sector previsto en la ley que regula el sector pero que no fue adecuadamente aplicada en los años anteriores.

En el escenario que nos ocupa se estimó que ese retraso se irá recuperando en los años proyectados.

Finalmente, con la población y el precio se proyecta el monto anual de ventas estimado en el horizonte de proyección previsto.

### Tasa de descuento WACC<sup>3</sup>

En el método de valuación mediante flujo de fondos descontados, se utiliza la tasa determinada WACC para descontar los flujos de fondos y el valor terminal al presente; es decir, al momento en el tiempo en que es realizada la valuación.

Es una tasa que considera la estructura de capital de la empresa a valorar.

La tasa de descuento a utilizar es aquella que refleja el promedio del costo de financiamiento de la empresa, y está compuesta por el costo del equity ( $K_e$ ) y el costo de la deuda ( $K_d$ )

De acuerdo con el modelo del Capital Asset Pricing Model (CAPM), la rentabilidad exigida a la inversión requerida por los accionistas de un determinado activo se puede estimar mediante la tasa descuento utilizando la tasa denominada WACC, cuya fórmula se transcribe a continuación:

$$WACC = K_e \times Equity / (Deuda + Equity) + (1 - Tax) \times K_d \times Deuda / (Deuda + Equity)$$

La estimación de la WACC requiere la utilización de los siguientes componentes:

$$K_e = R_f + \beta (E_{(Rm)} - R_f)$$

donde:

$K_e$  = Costo del equity

$R_f$  = Tasa libre de riesgo

$\beta$  = Beta

$R_m$  = retorno histórico del mercado accionario americano

a-) *Costo del equity* ( $K_e$ ): para su construcción se utiliza la tasa libre de riesgo, la beta, la prima de riesgo y el riesgo país. En este caso, se utilizó como tasa libre de riesgo, la tasa del bono del Tesoro de Estados Unidos a diez años.

---

<sup>3</sup> WACC, por sus siglas en inglés, Weight Average Costo of Capital. Es el promedio ponderado del costo de capital

b-) *Beta*: Dado que no se encuentran empresas de servicios de medicina prepaga que coticen en Bolsa, se tuvo que recurrir a empresas que cotizan en el mercado de Estados Unidos.

En base a la información obtenida en la página web de Damodaran<sup>4</sup> se determinó la Beta Apalancada y Desapalancada de empresas similares (un total de 38 empresas del mundo); se calculó la Beta correspondiente de la Empresa sujeta a valuación en función a su nivel de endeudamiento, utilizando la siguiente fórmula:

$$\beta_u = \beta_L * (1 + (1 - t) * (D / E))$$

c-) *Prima de riesgo*: obtenida de la diferencia entre el Riesgo de Mercado (Índice S & P) y la tasa libre de riesgo del Tesoro de Estados Unidos a diez años, en base a información provista en la página web de Damodaran<sup>5</sup>.

$R_f =$

**desde 2007 hasta 2017** **2,67%**

$R_m =$

**desde 1927 hasta 2017** **11,53%**

d-) *Riesgo país Argentina*: de acuerdo al índice Embi + publicado por JP Morgan & Chase.

El riesgo adicional de un país emergente reconoce factores como:

- ✓ Inestabilidad política
- ✓ Volatilidad del tipo de cambio
- ✓ Riesgo de una devaluación abrupta
- ✓ Turbulencias macroeconómicas
- ✓ Expropiación
- ✓ Riesgo de default de deuda
- ✓ Regulaciones / cambios jurídicos

$R_p =$

**al 31/12/2016 455 p.b.**

---

<sup>4</sup> Aswath Damodaran; [adamodaran@stern.nyu.edu](mailto:adamodaran@stern.nyu.edu)

<sup>5</sup> Aswath Damodaran; [adamodaran@stern.nyu.edu](mailto:adamodaran@stern.nyu.edu)

## Construcción del Costo del Equity

Concepto		
RF Tasa Libre de Riesgo - US Treasury Y 10	$R_f$	2,67%
Beta contra S&P 500 Index	$\beta_L$	1,10
Beta desapalancado	$\beta_u$	0,44
Beta Apalancado Empresa Medicina Arg.	$\beta_L$	0,70
Rm - Rf Country Risk Premium	$(E_{(Rm)} - R_f)$	8,86%
Riesgo país	$R_p$	4,55%
Costo Equity	$K_e$	<b>13,40%</b>

$$K_e = R_f + \beta (E_{(Rm)} - R_f) + R_p$$

donde:

$K_e$  = Costo del equity

$R_f$  = Tasa libre de riesgo

$\beta$  = Beta

$R_m$  = retorno histórico del mercado accionario americano

$R_p$  = riesgo país EMBI+

## Tasa de descuento WACC

La tasa de descuento a utilizar es la que refleja el promedio ponderado entre el costo del equity y el costo de la deuda.

En cuanto al costo de la deuda, la misma se corresponde al promedio de tasa que la compañía paga en el mercado, por cada tipo de deuda, ponderada por su participación en el total, considerando el escudo fiscal que ésta genera.

Por último, al valor obtenido se lo ajusta por la diferencia entre la inflación local estimada y la de USA para alcanzar la tasa de descuento aplicable al modelo. Los parámetros de tasa de inflación local fueron obtenidos del REM – BCRA promedio para los años 2017 a 2019. El correspondiente a la inflación en USA fueron obtenidos del consenso del mercado para idéntico período,

$$WACC = K_e \times Equity / (Deuda + Equity) + (1 - Tax) \times K_d \times Deuda / (Deuda + Equity)$$

## Ponderación Costo de la Deuda y Costo del Equity

Detalle	Tasa	Tax	Prop.	Ponderado
Costo Deuda	8,0%	35,0%	47,5%	2,5%
Costo Equity	13,4%		52,5%	7,0%
<b>WACC<sub>USA</sub></b>			<b>100,0%</b>	<b>9,5%</b>

Tasa de descuento en pesos =  $((1 + \text{tasa en US\$}) \times (1 + \text{Inflación en \$}) / (1 + \text{Inflación en USA})) - 1$

Infl. Arg. (REM dic-16) prom 17 a 19	Infl. Arg.	15,23%
Inflación USA	Infl. USA	2,70%
<b>Tasa de descuento en pesos =</b>	<b>WACC<sub>arg</sub></b>	<b>22,86%</b>

## Estimación del valor de la empresa

En el presente punto se realiza la valuación de la empresa a partir de los flujos de fondos proyectados para los distintos escenarios planteados.

### Escenario Neutro (Base)

Escenario Base (Neutro)	31/12/2021	%	31/12/2020	%	31/12/2019	%	31/12/2018	%	31/12/2017	%
	\$		\$		\$		\$		\$	
Ventas netas por servicios	7.422.485.818	100,0%	7.351.967.784	100,0%	7.255.543.363	100,0%	7.130.282.721	100,0%	6.981.420.792	100,0%
Costo de los servicios prestados (Anexo V)	-6.163.966.710	-83,0%	-6.105.405.357	-83,0%	-6.025.330.172	-83,0%	-5.909.489.112	-82,9%	-5.774.565.078	-82,7%
Ganancia bruta	<u>1.258.519.108</u>	<u>17,0%</u>	<u>1.246.562.427</u>	<u>17,0%</u>	<u>1.230.213.190</u>	<u>17,0%</u>	<u>1.220.793.609</u>	<u>17,1%</u>	<u>1.206.855.714</u>	<u>17,3%</u>
Gastos de comercialización (Anexo VI)	-422.453.742	-5,7%	-418.440.180	-5,7%	-412.952.146	-5,7%	-414.550.260	-5,8%	-405.895.519	-5,8%
Gastos de administración (Anexo VI)	-763.472.579	-10,3%	-756.219.135	-10,3%	-746.300.975	-10,3%	-749.189.141	-10,5%	-733.548.003	-10,5%
Otros gastos (Anexo VI)	-34.409.818	-0,5%	-33.958.518	-0,5%	-33.372.253	-0,5%	-32.675.527	-0,5%	-31.897.219	-0,5%
EBIT	<u>38.182.968</u>	<u>0,5%</u>	<u>37.944.594</u>	<u>0,5%</u>	<u>37.587.816</u>	<u>0,5%</u>	<u>24.378.680</u>	<u>0,3%</u>	<u>35.514.973</u>	<u>0,5%</u>
Depreciación y Amortización	51.627.953	0,7%	50.950.829	0,7%	50.071.207	0,7%	49.025.850	0,7%	47.858.089	0,7%
EBITDA	<u>89.810.921</u>	<u>1,2%</u>	<u>88.895.423</u>	<u>1,2%</u>	<u>87.659.023</u>	<u>1,2%</u>	<u>73.404.530</u>	<u>1,0%</u>	<u>83.373.062</u>	<u>1,2%</u>
Inversiones en Capital Fijo	-72.704.638	-1,0%	-72.013.901	-1,0%	-71.069.405	-1,0%	-69.842.454	-1,0%	-68.384.323	-1,0%
Variación en el Capital de Trabajo	34.878.201	0,5%	34.546.837	0,5%	34.093.739	0,5%	33.505.141	0,5%	33.805.640	0,5%
Impuestos (EBIT * tasa Fiscal)	-11.454.890	-0,2%	-11.383.378	-0,2%	-11.276.345	-0,2%	-7.313.604	-0,1%	-12.430.241	-0,2%
	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0	0	0,0%
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<u>40.529.594</u>	<u>0,5%</u>	<u>40.044.981</u>	<u>0,54%</u>	<u>39.407.013</u>	<u>0,5%</u>	<u>29.753.612</u>	<u>0,4%</u>	<u>35.364.138</u>	<u>0,51%</u>

	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
	\$	\$	\$	\$	\$
Dividendos	0	0	0	0	9.693.120

#### Bienes de Uso

Saldo Inicial	550.622.662	517.098.791	484.014.601	451.501.581	419.667.349
Compras	38.486.458	38.120.814	37.620.842	36.971.351	36.199.484
Bajas	-4.641.035	-4.596.943	-4.536.652	-4.458.330	-4.365.252
Amortizaciones Acumuladas	-282.804.318	-265.586.183	-248.593.872	-231.894.918	-215.544.595
Saldo Final	301.663.766	285.036.479	268.504.919	252.119.683	235.956.986

#### Activos Intangibles

Saldo Inicial	213.109.208	179.216.121	145.767.558	112.896.454	80.711.615
Compras	34.218.180	33.893.087	33.448.564	32.871.103	32.184.839
Bajas	0	0	0	0	0
Amortizaciones Acumuladas	-216.358.254	-181.948.436	-147.989.918	-114.617.665	-81.942.138
Saldo Final	30.969.135	31.160.773	31.226.203	31.149.893	30.954.317

<b>Amortizaciones totales</b>	<b>-51.627.953</b>	<b>-50.950.829</b>	<b>-50.071.207</b>	<b>-49.025.850</b>	<b>-47.858.089</b>
-------------------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------

Amortizaciones Intangibles (Otros Gastos)	-34.409.818	-33.958.518	-33.372.253	-32.675.527	-31.897.219
---	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

### Escenario Base (Neutro)

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Flujo de Caja Libre	35.364.138	29.753.612	39.407.013	40.044.981	40.529.594
Valor terminal					177.265.786
<b>Flujo de Caja Libre + Valor Terminal</b>	<u>35.364.138</u>	<u>29.753.612</u>	<u>39.407.013</u>	<u>40.044.981</u>	<u>217.795.379</u>

Costo Promedio Ponderado Capital (WACC) 22,86%

Valor Actual Neto 165.105.098,53

## Escenario Optimista

Escenario Optimista	31/12/2021	%	31/12/2020	%	31/12/2019	%	31/12/2018	%	31/12/2017	%
	\$		\$		\$		\$		\$	
Ventas netas por servicios	7.505.789.466	100,0%	7.428.408.508	100,0%	7.313.293.979	100,0%	7.169.776.932	100,0%	7.000.523.508	100,0%
Costo de los servicios prestados (Anexo V)	-6.202.141.327	-82,6%	-6.138.200.334	-82,6%	-6.043.079.550	-82,6%	-5.918.570.788	-82,5%	-5.773.080.896	-82,5%
Ganancia bruta	<u>1.303.648.138</u>	17,4%	<u>1.290.208.174</u>	17,4%	<u>1.270.214.429</u>	17,4%	<u>1.251.206.144</u>	17,5%	<u>1.227.442.612</u>	17,5%
Gastos de comercialización (Anexo VI)	-422.601.508	-5,6%	-418.244.697	-5,6%	-411.763.357	-5,6%	-408.070.715	-5,7%	-398.437.589	-5,7%
Gastos de administración (Anexo VI)	-763.739.626	-10,2%	-755.865.850	-10,2%	-744.152.555	-10,2%	-737.479.090	-10,3%	-720.069.781	-10,3%
Otros gastos (Anexo VI)	-34.767.588	-0,5%	-34.228.811	-0,5%	-33.557.100	-0,5%	-32.764.934	-0,5%	-31.897.219	-0,5%
EBIT	<u>82.539.416</u>	1,1%	<u>81.868.816</u>	1,1%	<u>80.741.417</u>	1,1%	<u>72.891.405</u>	1,0%	<u>77.038.023</u>	1,1%
Depreciación y Amortización	52.164.745	0,7%	51.356.373	0,7%	50.348.549	0,7%	49.159.995	0,7%	47.858.089	0,7%
EBITDA	<u>134.704.162</u>	1,8%	<u>133.225.189</u>	1,8%	<u>131.089.966</u>	1,8%	<u>122.051.400</u>	1,7%	<u>124.896.112</u>	1,8%
Inversiones en Capital Fijo	-73.520.613	-1,0%	-72.762.652	-1,0%	-71.635.083	-1,0%	-70.229.307	-1,0%	-68.571.438	-1,0%
Variación en el Capital de Trabajo	35.269.644	0,5%	34.906.031	0,5%	34.365.109	0,5%	33.690.724	0,5%	32.895.403	0,5%
Impuestos (EBIT * tasa Fiscal)	-24.761.825	-0,3%	-24.560.645	-0,3%	-24.222.425	-0,3%	-21.867.421	-0,3%	-26.963.308	-0,4%
	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Flujo de Caja Libre	<u>71.691.368</u>	1,0%	<u>70.807.924</u>	1,0%	<u>69.597.566</u>	1,0%	<u>63.645.395</u>	0,9%	<u>62.256.769</u>	0,9%

	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
	\$	\$	\$	\$	\$
Dividendos	0	0	0	0	9.693.120

### Bienes de Uso

Saldo Inicial	551.501.747	517.629.318	484.281.794	451.588.687	419.667.349
Compras	38.918.397	38.517.168	37.920.285	37.176.133	36.298.534
Bajas	-4.693.122	-4.644.739	-4.572.761	-4.483.025	-4.377.196
Amortizaciones Acumuladas	-283.255.824	-265.858.666	-248.731.104	-231.939.656	-215.544.595
Saldo Final	302.471.198	285.643.081	268.898.214	252.342.138	236.044.092

### Activos Intangibles

Saldo Inicial	213.997.976	179.752.492	146.037.694	112.984.519	80.711.615
Compras	34.602.216	34.245.484	33.714.798	33.053.174	32.272.904
Bajas	0	0	0	0	0
Amortizaciones Acumuladas	-217.260.571	-182.492.983	-148.264.172	-114.707.072	-81.942.138
Saldo Final	31.339.620	31.504.992	31.488.319	31.330.622	31.042.382
Amortizaciones totales	-52.164.745	-51.356.373	-50.348.549	-49.159.995	-47.858.089

Amortizaciones Intangibles (Otros Gastos)	-34.767.588	-34.228.811	-33.557.100	-32.764.934	-31.897.219
---	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Escenario Optimista	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Flujo de Caja Libre	62.256.769	63.645.395	69.597.566	70.807.924	71.691.368
Valor terminal					313.559.191
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	<u>62.256.769</u>	<u>63.645.395</u>	<u>69.597.566</u>	<u>70.807.924</u>	<u>385.250.559</u>

Costo Promedio Ponderado Capital (WACC) 22,86%  
 Valor Actual Neto 299.033.619,55

## Escenario Pesimista

Escenario Pesimista	31/12/2021	%	31/12/2020	%	31/12/2019	%	31/12/2018	%	31/12/2017	%
	\$		\$		\$		\$		\$	
Ventas netas por servicios	7.070.337.471	100,0%	7.019.768.911	100,0%	6.969.079.539	100,0%	6.918.967.116	100,0%	6.864.759.247	100,0%
Costo de los servicios prestados (Anexo V)	-5.874.427.569	-83,1%	-5.832.412.411	-83,1%	-5.790.296.877	-83,1%	-5.745.787.809	-83,0%	-5.683.720.260	-82,8%
Ganancia bruta	<u>1.195.909.902</u>	<u>16,9%</u>	<u>1.187.356.499</u>	<u>16,9%</u>	<u>1.178.782.662</u>	<u>16,9%</u>	<u>1.173.179.307</u>	<u>17,0%</u>	<u>1.181.038.987</u>	<u>17,2%</u>
Gastos de comercialización (Anexo VI)	-415.392.081	-5,9%	-412.421.108	-5,9%	-409.443.038	-5,9%	-410.733.227	-5,9%	-407.515.265	-5,9%
Gastos de administración (Anexo VI)	-750.710.508	-10,6%	-745.341.267	-10,6%	-739.959.198	-10,6%	-742.290.871	-10,7%	-736.475.262	-10,7%
Otros gastos (Anexo VI)	-32.855.010	-0,5%	-32.617.765	-0,5%	-32.383.221	-0,5%	-32.129.509	-0,5%	-31.897.219	-0,5%
EBIT	<u>-3.047.697</u>	<u>0,0%</u>	<u>-3.023.641</u>	<u>0,0%</u>	<u>-3.002.795</u>	<u>0,0%</u>	<u>-11.974.300</u>	<u>-0,2%</u>	<u>5.151.241</u>	<u>0,1%</u>
Depreciación y Amortización	49.295.143	0,7%	48.939.185	0,7%	48.587.279	0,7%	48.206.614	0,7%	47.858.089	0,7%
EBITDA	<u>46.247.446</u>	<u>0,7%</u>	<u>45.915.544</u>	<u>0,7%</u>	<u>45.584.485</u>	<u>0,7%</u>	<u>36.232.313</u>	<u>0,5%</u>	<u>53.009.330</u>	<u>0,8%</u>
Inversiones en Capital Fijo	-69.255.279	-1,0%	-68.759.950	-1,0%	-68.263.439	-1,0%	-67.772.578	-1,0%	-67.241.602	-1,0%
Variación en el Capital de Trabajo	33.223.458	0,5%	32.985.837	0,5%	32.747.648	0,5%	32.512.170	0,5%	32.257.448	0,5%
Impuestos (EBIT * tasa Fiscal)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	-1.802.934	0,0%
Flujo de Caja Libre	<u>10.215.625</u>	<u>0,1%</u>	<u>10.141.431</u>	<u>0,1%</u>	<u>10.068.694</u>	<u>0,1%</u>	<u>971.906</u>	<u>0,0%</u>	<u>16.222.242</u>	<u>0,2%</u>

	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
	\$	\$	\$	\$	\$
Dividendos	0	0	0	0	9.693.120

### Bienes de Uso

Saldo Inicial	546.306.126	514.297.032	482.519.075	450.969.622	419.667.349
Compras	36.660.527	36.398.324	36.135.493	35.875.654	35.594.580
Bajas	-4.420.849	-4.389.230	-4.357.535	-4.326.202	-4.292.307
Amortizaciones Acumuladas	-280.587.310	-264.147.177	-247.825.757	-231.621.699	-215.544.595
Saldo Final	297.958.495	282.158.949	266.471.275	250.897.375	235.425.027

### Activos Intangibles

Saldo Inicial	208.745.132	176.383.505	144.255.560	112.358.637	80.711.615
Compras	32.594.751	32.361.627	32.127.945	31.896.924	31.647.021
Bajas	0	0	0	0	0
Amortizaciones Acumuladas	-211.927.643	-179.072.634	-146.454.869	-114.071.647	-81.942.138
Saldo Final	29.412.240	29.672.498	29.928.637	30.183.913	30.416.499

Amortizaciones totales **-49.295.143** **-48.939.185** **-48.587.279** **-48.206.614** **-47.858.089**

Amortizaciones Intangibles (Otros Gastos) **-32.855.010** **-32.617.765** **-32.383.221** **-32.129.509** **-31.897.219**

Escenario Pesimista	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Flujo de Caja Libre	16.222.242,14	971.905,67	10.068.694,25	10.141.430,99	10.215.625,30
Valor terminal					44.680.458,81
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	<u>16.222.242,14</u>	<u>971.905,67</u>	<u>10.068.694,25</u>	<u>10.141.430,99</u>	<u>54.896.084,11</u>

Costo Promedio Ponderado Capital (WACC) 22,86%

Valor Actual Neto 43.334.028,41

A continuación, se expone un cuadro resumen con los valores obtenidos en función a cada uno de los escenarios previstos.

Resumen escenarios de valuación por DCF	Pesimista	Neutro (Base)	Optimista
Wacc	22,86%	22,86%	22,86%
NPV (2017 - 2021 )	43.334.028	165.105.099	299.033.620

Como se puede observar en todos los escenarios planteados, el resultado de la valuación arroja un valor positivo.

Igualmente, surge claramente de la extremada sensibilidad del resultado en función a pequeñas modificaciones en los supuestos pero que indudablemente generan un impacto importante.

Debido a ello resulta necesario, para una mejor toma de decisiones, plantear modificaciones en las variables clave de forma de estimar los resultados que dichas variaciones generarán en la valuación de la empresa.

## Matrices de sensibilidad del valor de la empresa ante diferentes escenarios

A los efectos de evaluar la incidencia de los desvíos respecto de los valores utilizados en el cálculo precedente se realizó un análisis de sensibilidad modificando las variables correspondientes a precio de ventas y población, a fin de observar el impacto de las mismas en el valor de la empresa analizada.

Se adjunta, las pautas utilizadas para el escenario Neutro (Base) y posteriormente una tabla con la sensibilización de las variables mencionadas, es decir estimando una disminución en el precio promedio de las ventas y una disminución en la población cubierta.

Los restantes parámetros se mantuvieron en función a las pautas previstas, es decir comportándose en forma lineal con las ventas propuestas.

Escenario Base (Neutro)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Población cierre	315.109	316.495	318.341	320.318	322.463	324.494
Precio Promedio	1.802,32	1.838,21	1.866,52	1.887,59	1.899,95	1.906,17
Incremento precio planes Real Mes		0,4%	0,4%	0,3%	0,2%	0,0%
Incremento población estimada		0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Mayores ventas interior x Fza Ventas			0,1%	0,1%	0,2%	0,1%
Inflación proyectada s/ REM Mes		1,58%	1,17%	0,80%	0,41%	0,33%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Costo s/ ventas proyectados	82,30%	82,7%	82,9%	83,0%	83,0%	83,0%
Crece. Tasa Uso e Inflac. Médica		0,5%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%
Costo Promedio	1.483,34	1.520,45	1.546,95	1.567,54	1.577,81	1.582,97

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Gs. Comercialización	-6,12%	-5,81%	-5,81%	-5,69%	-5,69%	-5,69%
		95,00%	95,00%	93,00%	93,00%	93,00%
Gastos de Administración	-11,06%	-10,51%	-10,51%	-10,29%	-10,29%	-10,29%
		95,00%	95,00%	93,00%	93,00%	93,00%

Escenario Base (Neutro)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas netas por servicios	6.815.128.380	6.981.420.792	7.130.282.721	7.255.543.363	7.351.967.784	7.422.485.818
Costo de los servicios prestados (Anexo V)	-5.608.974.228	-5.774.565.078	-5.909.489.112	-6.025.330.172	-6.105.405.357	-6.163.966.710
Ganancia bruta	1.206.154.152	1.206.855.714	1.220.793.609	1.230.213.190	1.246.562.427	1.258.519.108
Gastos de comercialización (Anexo VI)	-417.081.453	-405.895.519	-414.550.260	-412.952.146	-418.440.180	-422.453.742
Gastos de administración (Anexo VI)	-753.763.598	-733.548.003	-749.189.141	-746.300.975	-756.219.135	-763.472.579
Otros gastos (Anexo VI)	-20.064.566	-31.897.219	-32.675.527	-33.372.253	-33.958.518	-34.409.818
EBIT	15.244.535	35.514.973	24.378.680	37.587.816	37.944.594	38.182.968
Depreciación y Amortización	47.794.953	47.858.089	49.025.850	50.071.207	50.950.829	51.627.953
EBITDA	63.039.488	83.373.062	73.404.530	87.659.023	88.895.423	89.810.921
Inversiones en Capital Fijo	-66.755.458	-68.384.323	-69.842.454	-71.069.405	-72.013.901	-72.704.638
Variación en el Capital de Trabajo	32.024.233	32.805.640	33.505.141	34.093.739	34.546.837	34.878.201
Impuestos (EBIT * tasa Fiscal)	-5.335.587	-12.430.241	-7.313.604	-11.276.345	-11.383.378	-11.454.890
Flujo de Caja Libre	22.972.676	35.364.138	29.753.612	39.407.013	40.044.981	40.529.594
Valor Terminal	0	0	0	0	0	177.265.786
Flujo de Caja Libre Total	22.972.676	35.364.138	29.753.612	39.407.013	40.044.981	217.795.379

Costo Promedio Ponderado Capital (WACC) 22,86%  
 Valor Actual Neto 165.105.098,53

## Análisis de Sensibilidad

Análisis de Sensibilidad							
Cant. de Capitas	Precio per cápita						
	165.105.098	1.802	1.775	1.748	1.721	1.694	1.666
315.109	165.105.098	162.279.024	159.452.949	156.626.874	153.800.800	150.836.596	148.148.650
299.354	155.684.849	153.000.079	150.315.308	147.630.537	144.945.766	142.129.772	139.576.224
283.598	146.264.601	143.721.133	141.177.666	138.634.199	136.090.732	133.422.948	131.003.797
267.843	136.844.352	134.442.188	132.040.025	129.637.861	127.235.698	124.716.124	122.431.371
252.087	127.424.103	125.163.243	122.902.383	120.641.524	118.380.664	116.009.301	113.858.944
236.414	118.052.753	115.932.464	113.812.174	111.691.885	109.571.595	107.347.673	105.331.016
220.576	108.583.605	106.605.353	104.627.101	102.648.848	100.670.596	98.595.653	96.714.091

Finalmente, también se realizó una evaluación de la determinación del valor de la empresa bajo análisis, considerando distintas tasas de descuento (WACC) pero sin modificar los restantes parámetros definidos para el escenario Neutro (Base)

Ese análisis arroja los siguientes resultados:

	165.105.099
18,00%	191.177.638
20,00%	179.776.224
22,86%	165.105.098
24,00%	159.751.129
26,00%	150.959.690
28,00%	142.869.310
29,00%	139.065.362
30,00%	135.411.692
31,00%	131.900.958
32,00%	128.526.232
33,00%	125.280.983
34,00%	122.159.043
35,00%	119.154.588

En definitiva, en el escenario base descrito, el incremento de la tasa de descuento utilizada en el modelo, determina que, si bien el monto de la valuación disminuye, aún mantiene un valor positivo.

## Síntesis de la tarea realizada

- ✓ En primer término, se describió la evolución del sistema de salud en la Argentina, en especial las causas que determinaron la actual fragmentación en la que opera el mismo.
- ✓ Posteriormente se avanzó en el conocimiento de la realidad del sector financiador mediante un análisis exhaustivo de la industria. En especial se buscó identificar a las principales empresas que lo conforman. Es necesario resaltar que la operatoria de la industria es totalmente diferente respecto a los otros actores del sistema de Salud, como ser las Obras Sociales y los Estados Nacional, Provincial y Municipal.
- ✓ Entre las principales empresas, se seleccionó a una de ellas para la realización de la valuación.
- ✓ Se obtuvo de los organismos de control de sociedades comerciales, la información contable anual auditada de la empresa bajo análisis.
- ✓ En función a dichos estados contables, se concretó el análisis de los principales ratios de una empresa local – de capital cerrado - que desarrolla sus actividades en un país emergente como Argentina.
- ✓ Finalmente, en base a los resultados históricos y los escenarios macroeconómicos proyectados se avanzó en la determinación de la valuación.
- ✓ Para dicha tarea y dadas las características del mercado local y empresas que lo conforman, se determinó que no existen empresas comparables en el mercado bursátil local (Mercado de Valores - Merval).
- ✓ Lo mencionado precedentemente, no fue un impedimento para realizar una valuación con las técnicas y modelos utilizados en las valuaciones de empresas de países con mercados más desarrollados.
- ✓ Para efectuar la tarea, se procedió a la incorporación en los escenarios proyectados de distintas variables buscando acercar el modelo de valuación aplicado internacionalmente al mercado local.
- ✓ Por lo tanto, el trabajo realizado permite afirmar que es factible valuar una empresa en mercados emergentes, adaptando las metodologías de valuación utilizadas en el ámbito internacional.
- ✓ Pese a lo indicado en el párrafo anterior, a diferencia de los países desarrollados, los escenarios locales y las premisas utilizadas poseen un grado de volatilidad más elevado respecto al resto del mundo, en donde

las proyecciones son más estables y los resultados más predecibles.

- ✓ Esta característica hace necesario plantear una sensibilización de escenarios que permita reducir la incertidumbre frente a modificaciones de las principales variables previstas en los modelos.
- ✓ El resultado de la tarea realizada determina que aún con las modificaciones planteadas en las variables que mayor impacto tienen en las proyecciones, la valuación de la empresa arroja un valor positivo pero variable en función a las premisas empleadas.

## Conclusión de la Valuación

- Tal como se describió en los párrafos precedentes se determinó la metodología adecuada para arribar a una evaluación de una empresa que opera en el mercado de Salud
- Se obtuvo del Flujo de Efectivo proyectado y la tasa de descuento aplicable para alcanzar el valor estimado.
- Complementariamente se realizó un análisis de sensibilidad para contar con un rango de variabilidad en el valor estimado.
- Considero que el escenario más probable, estará dado por el denominado escenario “Neutro”. Este parecer surge de que, si bien con el advenimiento de un nuevo gobierno que promete cambios profundos en las relaciones económicas con el mundo, la regularización de deudas y el respeto de las normas legales vigentes, aún se plantean fuertes desafíos en el corto plazo.
- Aún en un escenario neutral, consideramos que la economía del país tiene un fuerte aliciente para crecer sostenidamente en los próximos años, situación que se verá reflejada en el crecimiento del PBI.
- Dada la fuerte correlación existente entre el PBI y la población cubierta, los desafíos de crecimiento de población y mejora de las normas relativas a coberturas y precios son cumplibles.
- Por todo ello, considerando las premisas del escenario Neutro, partiendo del DCF el rango de valor total de la empresa oscila entre AR\$ MM 165 y AR\$ MM 128 ante cambios de + 10% en la tasa de descuento WACC.

## **Bibliografía:**

- Allen, F., Myers, S., & Brealey, R. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas*. Mc Graw Hill.
- Amat, O. (2004). *Análisis económico financiero*. Gestión 2000.
- Amat, O. (2018). *Análisis integral de empresas*. Profit.
- Amat, O., & Puig, X. (2018). *Master en Finanzas*. Profit.
- Dumrauf, G. (2018). *Finanzas Corporativas*. Alfaomega.
- Dumrauf, G. (2018). *Introducción a las inversiones financieras*. DeltaGamma.
- Fernandez, P., & Noussan, G. (2005). *Finanzas para directivos de empresas*. Temas.
- Givone, H., & Alonso, A. (2006). *Finanzas de empresas*. Universidad Católica Argentina.
- Martinez Abascal, E. (2005). *Finanzas para directivos*. Mc Graw Hill.
- Martinez, C., Ledesma, J., & Russo, A. (2014). Modelos de cálculo de las betas a aplicar en el CAPM: el caso Argentina.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2006). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. Mc Graw Hill.
- Sapag Chain, N. (2001). *Evaluación de proyectos de inversión en la empresa*. Pearson Printice Hall.
- Sapag Chain, N. (2011). *Proyectos de inversión*. Pearson.
- Sapag Chain, N., & Sapag Chain, R. (2008). *Preparación y evaluación de proyectos*. Mc Graw Hill.
- Tapia, G., & De Jesús, M. (2012). *Valuación de empresas*. Omicron.
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera*. Pearson.
- Velez - Pareja, I. (2004). Costo de capital y riesgo; Costo de capital para empresas no transables en bolsa. *Seminario Internacional de Finanzas*. Rosario.