



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación

Valuación “Clínica Central SA”

Autor: Chersicla, Diego

DNI: 35.046.734

Director del trabajo: Warnes, Ignacio

Buenos Aires, 1 de Agosto de 2019



Universidad de
San Andrés

I.	Introducción	5
II.	Contexto del sector y de la empresa	6
II.I.	El sistema de Salud en Argentina	6
II.II.	Clínica Central SA	10
III.	Enfoque, metodología y herramientas de trabajo	13
III.I.	Marco	13
III.II.	Flujo de Fondos Proyectados	13
III.III.	Determinación de la Tasa de Descuento	14
III.IV.	Valor terminal	16
IV.	Supuestos por línea de resultados	17
IV.I.	Supuestos macroeconómicos	17
IV.II.	Ratios	18
IV.III.	Ingresos	19
IV.IV.	Costos	28
IV.V.	Capital de Trabajo	31
IV.VI.	Activos Fijos e Inversión	33
IV.VII.	Capital Patrimonial	33
IV.VIII.	Deuda Financiera	34
V.	Resultados del análisis	35
V.I.	Ingresos Sanatoriales	36
V.II.	Ingresos Laboratorio	39
V.III.	Centro de Kinesiología	40
V.IV.	UTI	40
V.V.	Estimación de flujos de fondos	43
V.VI.	Estimación de Tasas de Descuento	44
V.VII.	Valor Terminal	45
V.VIII.	Estimación de valor	46
VII.	Fuentes	50



Universidad de
San Andrés



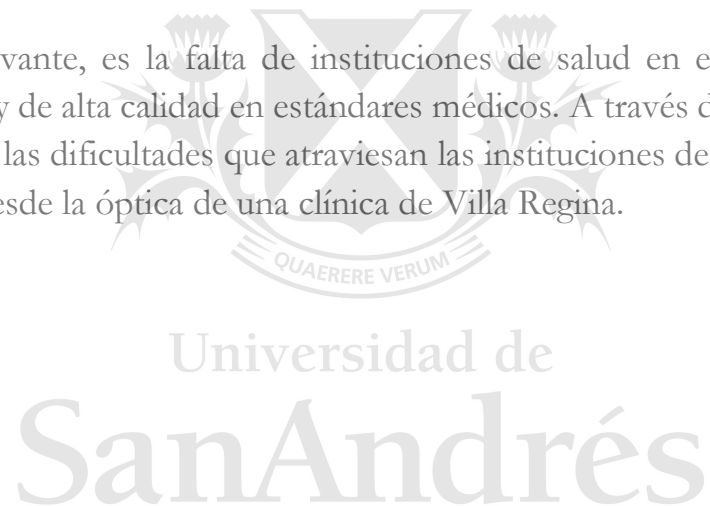
Universidad de
San Andrés

I. Introducción

El trabajo consiste en la valuación de Clínica Central S.A., una clínica privada radicada en la ciudad de Villa Regina, provincia de Río Negro. La clínica tiene su origen en el año 1977 como respuesta a la falta de cobertura de salud en la ciudad. Esta necesidad no era satisfecha en su totalidad por el hospital público local, ya sea desde un aspecto cuantitativo - cantidad de camas- ni cualitativo - por la complejidad de la medicina practicada.

Este trabajo aporta información y metodología sobre un sector poco estudiado en Argentina desde el punto de vista financiero: la medicina en el contacto con el paciente. Se trata de un arte complejo donde se mezcla un estado emocional sensible de pacientes y familiares con la tarea de administrar recursos limitados.

Otro aspecto relevante, es la falta de instituciones de salud en el país que brinden atención humana y de alta calidad en estándares médicos. A través del siguiente trabajo se podrá observar las dificultades que atraviesan las instituciones de salud privada en el interior del país desde la óptica de una clínica de Villa Regina.



II. Contexto del sector y de la empresa

II.I. El sistema de Salud en Argentina

En las últimas dos décadas, hubieron dos grandes series de reformas en lo concerniente a Salud. Aquellas realizadas durante la década de los 90, dirigidas básicamente a la reorientación de Estado y el papel que éste cumple en los procesos de federalización y descentralización de la salud. Se puso especial atención en la reconversión de las obras sociales y es entonces cuando surgen los siguientes programas: el Programa Nacional de Garantía de Calidad de la Atención Médica (PNGCAM), el Programa de Hospitales Públicos de Autogestión y el Plan Médico Obligatorio (PMO).

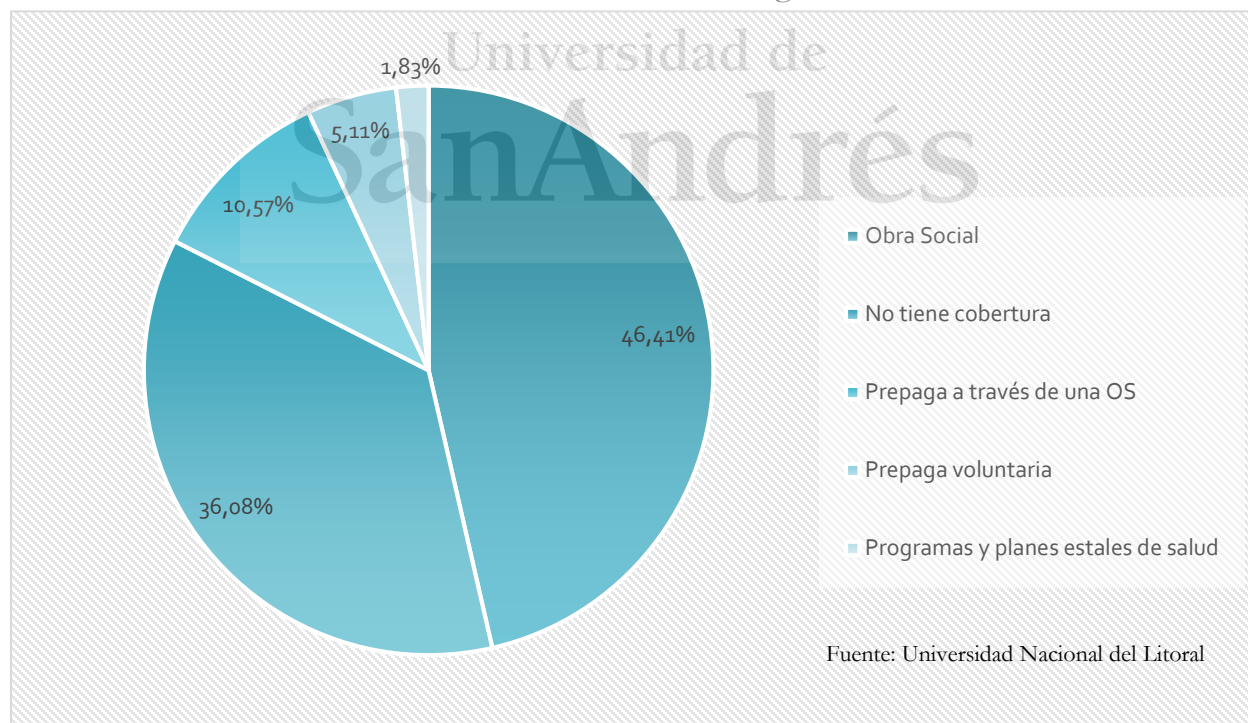
- PNGCAM: es el decreto 1.269/92 que instrumenta y le da comienzo el programa, cuyos objetivos al día de hoy son: categorización y habilitación según categoría, y acreditación de los establecimientos de salud, elaboración de normas de organización y funcionamiento y de manuales de procedimientos de los servicios de Salud, entre otros.
- Programa de Hospitales Públicos de Autogestión: implica que cada institución hospitalaria pública del país pasa a ser administrada por sus propias autoridades, autónomas de todo orden provincial o municipal, otorgándosele personería jurídica. Con ello se buscaba que cada institución fuera administrada acorde a su realidad particular y, por ende, de manera más eficiente en la asignación de los recursos.
- Finalmente, el Plan Médico Obligatorio: en el decreto 576/93 establece las prácticas mínimas que deben asegurar las Obras Sociales a sus afiliados, pudiendo ellas a su vez, incluir adicionales en la cartilla. Si bien el PMO se ha ido modificando, dicho abanico de prácticas no ha sabido mantenerse a la par con los avances en la tecnología en lo que a Salud respecta. Adicionalmente, el PMO cumple otra importante función: brinda una manera práctica y sencilla de valorizar las prestaciones. Esto lo logra a través de asignarle a cada procedimiento una cantidad de galenos (unidades que cubren la atención del profesional) y unidades de gastos (que representan los gastos incurridos en la práctica puntual). A partir de ello, las clínicas negocian con las diferentes instituciones el valor de cada unidad, siendo la cantidad por prácticas fija y ya prefijada en el PMO.

De este modo, en Argentina se distinguen tres actores principalmente en lo que a la salud de la población se refiere. Se encuentra el sector público, personificado en ministerios nacionales y provinciales; obras sociales: sindicales o estatales como PAMI o IPROSS (en Río Negro) y, por último, de medicina prepaga. Nuestro sistema es uno de los más segmentados y fragmentados de Latinoamérica.

II.I.I. Sector Público:

El país destina una importante parte de sus recursos en garantizar la atención médica de la población, asignando 8,5% del PBI. Prácticamente en cada ciudad o pueblo se puede contar con un hospital o sala de primeros auxilios, pero no ha resultado suficiente. Citando a Gonzalo Basile, director general para América Latina de Médicos por el Mundo: “El 80% de los servicios de salud fueron construidos en un determinado momento histórico: durante el ejercicio del primer ministro de Salud Pública de la Nación, Ramón Carrillo, a principios de los años cincuenta. Hoy tenemos un cuello de botella. Si en aquel entonces el sistema de salud público se pensó para dos millones de personas ahora asisten alrededor de 15. Una sobre demanda del sector público es lo que se observa cuando se recorre el país.”

Cuadro 1 – Distribución de cobertura de salud en Argentina



II.I.II. Obras Sociales:

En el país obran unas 300 obras sociales que alcanzan aproximadamente el 57% de la población. Dichas instituciones son reguladas por la Superintendencia de Servicios de Salud. Clasificándolas en función del origen de sus fondos, a su vez, se encuentran públicas y del sector privado.

Dentro de las primeras, se reconocen: las Obras Sociales Provinciales, que brindan cobertura a los empleados provinciales, municipales, policías, empleados universitarios y de escuelas, entre otros; de cada una de las 23 provincias argentinas y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. En el caso de Río Negro, dicha obra social recibe el nombre de IPROSS (Instituto Provincial de Seguridad Social). En la esfera nacional se encuentra el PAMI, que brinda atención a jubilados y pensionados. El mismo es financiado a través de aportes del Tesoro Nacional, de los trabajadores activos y de las contribuciones de los mismos jubilados.

Por el otro lado, se encuentran las obras sociales sindicales, bastante heterogéneas en cuanto al tipo de población que agrupan, la cobertura que brindan y la modalidad de atención ofrecida. El financiamiento, al igual que en el caso de las Obras Sociales provinciales, proviene del aporte obligatorio que realizan los trabajadores en relación de dependencia y las contribuciones que pagan sus empleadores.

En todos los casos, la provisión de servicios se realiza principalmente a partir de redes de prestadores privados, clínicas y profesionales, abonados a partir de cápitas, pagos por módulos o por práctica.

II.I.III. Sector Privado:

Finalmente, y no menos importante, el sub sistema privado - al cual podríamos desagregarlo en cobertura de medicina prepaga y de Aseguradoras de Riesgo de Trabajo (ART). En el caso de las primeras, se fondean a partir del aporte voluntario de sus afiliados. Se dan casos en el que un afiliado puede tener una doble cobertura con una OS y una prepaga. En el caso de las ART, son una cobertura de salud para empleados que incurren en accidentes “in itinere” o en el área de trabajo y representan una importante afluencia de pacientes para centros de salud privados.

Como fuese mencionado, las prácticas médicas están codificadas en un nomenclador nacional conocido como Programa Médico Obligatorio. Este PMO, entre otras cosas, asigna a cada práctica una cantidad de unidades de honorarios y gastos. Los actores mencionados, tienen contratos con prestadores privados que realizan la atención de sus afiliados. A cambio, reciben una contraprestación en función de la práctica realizada. Para ello, se negocian valores monetarios a la unidad de Honorarios y Gastos que luego multiplicados por la cantidad de unidades de cada tipo se determina el valor en pesos de la práctica puntual. Lo que está ocurriendo en la actualidad, es que cada vez más prácticas realizadas por las instituciones, dado el avance de la tecnología o la especialidad de la misma, no se encuentran incluidas en dicho PMO. Es por ello, que muchas se negocian de manera aislada con cada Obra Social o prepaga, generando diferenciaciones entre las mismas en cuanto a la inclusión o no, entre las prácticas adicionalmente cubiertas.

En el apartado de medicamentos, se toma para el precio el que se determina como valor sugerido de venta al público, el cual es de acceso público a través de la página de ANMAT. El precio de los medicamentos se rige por lo que es conocido como el Manual Farmacéutico donde se encuentra el precio de venta.



Universidad de
San Andrés

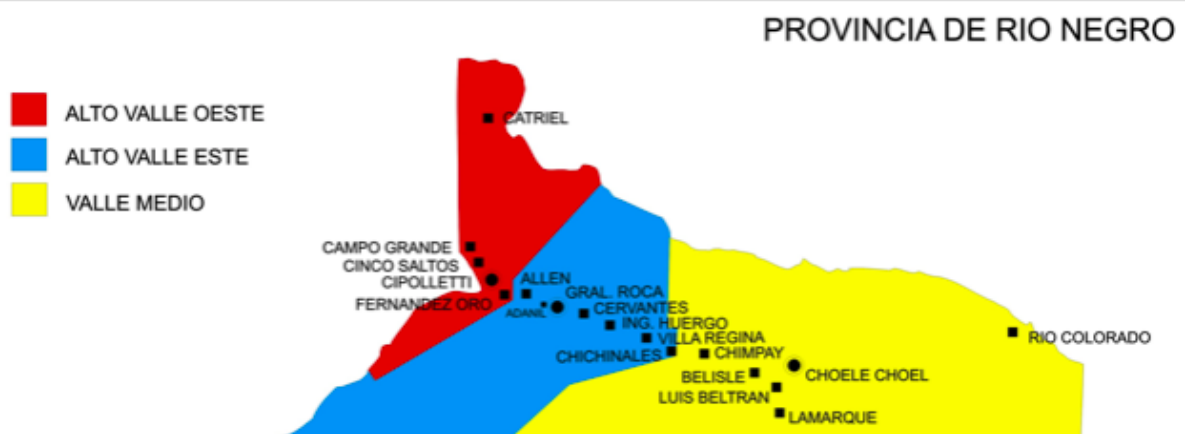
II.II. Clínica Central SA

II.II.I. Historia

Fundada en 1977 en la ciudad de Villa Regina, en su comienzo, la clínica se caracterizó como un centro de primer nivel y se destacaba entre otras cosas, por contar con médicos especialistas en un abanico de áreas de la medicina, ofreciendo un nivel de calidad que no tenía precedente en la zona. Al poco tiempo de haber abierto las puertas, la empresa logra mudarse a su domicilio actual en O'Higgins 109, mediante la construcción de su edificio propio.

A lo largo de los años, surgieron diferentes instituciones en la ciudad y localidades aledañas, pero las diferentes crisis del país supieron dejar fuera del mercado a gran parte de ellas. En el caso de Villa Regina, con una población aproximada de 45.000 habitantes, llegó a tener 3 clínicas privadas más el hospital público. Actualmente solo permanece Clínica Central, dado que recientemente cerró las puertas otra de las clínicas privadas. Producto de ello, deriva una de las fortalezas de la institución: la ubicación geográfica. Observando desde Lamarque hasta Villa Regina, es el único prestador de salud, tanto en el ámbito privado como público, capaz de resolver un nivel de complejidad media. El próximo centro más cercano se encuentra en la ciudad de General Roca, 45km hacia el Oeste, aunque a su vez, cuenta con una complejidad superior. Esto le otorga a la clínica una población “cautiva” que alcanzaba en la zona de influencia, los 76 mil habitantes según el último censo de 2010. Según datos más recientes, publicados por el Ministerio de Salud de la Provincia de Río Negro se puede estimar la población de las localidades en un total de 120 mil personas.

Cuadro 2 – Ilustración de la distribución del Valle de Río Negro



II.II.II. Estructura Societaria y Directorio

La clínica a su vez se origina a partir de la necesidad para un grupo de médicos de contar con una institución donde desarrollar su actividad, adicional al hospital público. Este grupo de profesionales, integrado por médicos de diferentes especialidades, permite ofrecer un abanico de servicios único en la época para la zona. Si bien la clínica era el ámbito en el cual ejercían su profesión, como ocurre en todo grupo, hubo una parte de ellos más interesada que la otra en asumir las responsabilidades concernientes a la gestión de la empresa. De este modo, adicionalmente a su actividad personal, se encargaron de su administración, crecimiento, incorporaciones y eventualmente, la construcción de su actual sede en la calle O'Higgins 109 de la ciudad de Villa Regina.

Si bien disfrutaron de épocas de gran crecimiento en los 90s, con las sucesivas crisis del país y al ir ganando en edad, el directorio de la clínica conformado por estos socios fundadores se fue apagando. La ambición no era la misma y si bien consiguen sostener la empresa abierta, no son capaces de continuar su crecimiento. Para este momento, ya son numerosos los centros de salud en la zona y la competencia se acrecenta.

Hacia el año 2010 la clínica se encuentra en un estado económico-financiero delicado y es poseedora de una mala imagen ante la comunidad. Es en este momento donde simultáneamente, la generación sucesora de los fundadores, se van incorporando en el plantel de la clínica y a ocupar posiciones de la dirección. Estos nuevos profesionales, habiendo finalizado recientemente sus especialidades le aportan a la empresa una nueva dosis de energía. Con su aporte, se da en la empresa una etapa de transición que se completa con el cierre del ejercicio fiscal el 30 de junio de 2016. Allí se da una vuelta de página en la historia de la clínica.

Ese año se elige un Directorio compuesto integramente por la nueva generación de profesionales médicos dispuestos a asumir mayores riesgos, con nuevas ideas traídas de los mejores centros de salud donde fueron formados. La clínica comienza a buscar nuevos profesionales para complementar a los actuales, en servicios que se iban volviendo más longevos. Buscan jerarquizar la estructura administrativa con la incorporación de nuevo personal y retoman viejos proyectos de crecimiento que desafortunadamente nunca habían llegado a concretarse.

Desde su origen, el capital de la clínica se mantuvo distribuido en su mayor parte, en forma equitativa entre los 8 fundadores. Sin embargo, meses antes del cierre del ejercicio

fiscal 2016, comienza una época en la cual, algún socio fallece, y otros que no tuvieran descendencia que quisiera aprovechar la participación en la sociedad, ponen en venta sus acciones. Se logra en esta etapa una concentración de la participación, en donde los 3 principales accionistas controlan aproximadamente el 42% del capital social. Pero a su vez se incorpora, si bien con participaciones menores, a nuevos profesionales con interés de contribuir activamente en el gerenciamiento de la empresa y trabajar en conjunto para su desarrollo. De este modo, la composición accionaria al 30 de junio de 2018, consiste en 11 socios donde, se sigue notando una concentración ente los 3 socios de mayor peso y luego un segmento de socios más atomizados.

II.II.III. Unidades de Negocio

La institución cuenta con un servicio de guardia o shock room, clínica médica, pediatría, unidad de terapia intensiva (o UTI, según sus siglas), cardiología, otorrinolaringología y gastroenterología, y luego especialidades quirúrgicas como cirugía general, traumatología, urología y ginecología. Adicionalmente, ofrece servicios complementarios como laboratorio, nutrición y diagnóstico por imágenes, aunque este último se encuentra tercerizado en otra empresa.

La clínica tiene una fuerte dependencia en sus ingresos de la atención de pacientes de PAMI, que representan en promedio el 50% de la facturación de cada mes. En segundo lugar, se encuentra la obra social provincial, IPROSS con peso relativo de 12% en promedio, a lo largo de los meses. Finalmente, se encuentran el resto de Obras sociales sindicales (OSPRERA - empleados rurales, OSECAC - empleados de comercio y OSPECON - empleados de la construcción), prepagas y ARTs. Esta últimas representan una pequeña parte del agregado total. Desde otro punto de vista, la cantidad de pacientes que se atienden de cada Obra Social es diferente. Esto se debe a que los valores de la prepagas y ARTs (en especial estas últimas) son muy superiores, a lo que pagan las obras sociales sindicales y en especial PAMI e IPROSS. Con este último, luego de intensas negociaciones, que implicaron varios cortes en las prestaciones, se terminó arribando a una modalidad de facturación de cápitas. Esto implica que el total abonado por mes es fijo, independiente de la cantidad de pacientes. De este modo, a mayor cantidad de atenciones, es menor la ganancia llegando incluso, muchos meses a realizar atenciones por encima de lo cubierto por la cápita.

III. Enfoque, metodología y herramientas de trabajo

III.I. Marco

El trabajo de valuación se realizará con el último juego de Estados Contables al 30 de junio de 2018, fecha de cierre del ejercicio fiscal, pero asimismo, se incorpora toda la información relevante post-balance proveniente de fuentes veraces. La metodología que dará el marco al cálculo, es la herramienta de los Flujo de Fondos Descontados (*Discounted Cash Flow* – DCF según sus siglas en inglés).

III.II. Flujo de Fondos Projectados

Mediante el método de DCF, el valor de una empresa o proyecto, se determina a partir del valor presente de flujo de fondos descontados a una tasa que refleja el costo promedio ponderado del capital (*Weighted Average Cost of Capital* – WACC según sus siglas en inglés), en un momento determinado. Para la aplicación de esta herramienta, se requiere estimar los flujos de fondos futuros esperados del negocio, el valor terminal de la compañía y la aproximación de una tasa de descuento representativa de esos fondos, en función del costo que tiene para la empresa el fondeo del negocio a través de una determinada estructura de financiamiento.

La proyección de flujos futuros de una compañía requiere de un acabado entendimiento del ciclo madurativo en el que se encuentra la empresa, de la filosofía del directorio que conduce las operaciones y sus planes en el corto/mediano plazo, del negocio en el que se desenvuelve la institución y la situación macro de la actividad a nivel general.

Para abordar tamaña tarea, se recurrirá a indicadores financieros para conocer el pasado y la tendencia de la empresa. Dichos indicadores se pueden obtener del balance y proporcionan importantes métricas para medir diferentes aspectos del negocio.

A partir de reuniones con miembros del directorio se me ha confiado con información referente a proyectos que se encuentra desarrollando la empresa y otros con vistas de ser ejecutados en el costo plazo. A partir de la información recabada, resulta fundamental su inclusión en la proyección dado el crecimiento que se espera generen en la PYME.

Resulta fundamental para realizar las estimaciones, incluir el efecto que factores ajenos a la gerencia de la Clínica tienen sobre esta última, como ser: el aumento en el nivel de precios, pautas salariales, entre otras. Serán consultadas diversas fuentes a modo de

determinar cada variable desde un punto de vista lo más objetivo posible. Entre ellas se encuentra el Banco Central de la República Argentina, INDEC, diarios especializados, informes de consultoras en materia económica, FATSA (sindicato del personal de la sanidad - Federación de Asociaciones de Trabajadores de la Sanidad Argentina), ente otros.

Las mencionadas variables, serán incorporadas en un flujo de fondos a fin de estimar un Estado de Resultados anual por un período de 5 años, obtenidos a partir de la siguiente expresión:

Flujos de fondos = resultado operativo (EBIT) * (1 - tasa impositiva) + depreciaciones y amortizaciones - cambio en capital de trabajo – inversión

Mayor información en este inciso será desarrolla en el apartado V.V - Estimación de flujos de fondos.

III.III. Determinación de la Tasa de Descuento

Luego de haber determinado los flujos de fondos, deben ser descontados a una tasa que refleje el costo que tiene el dinero para la empresa. El capital con el que se financia un negocio, proviene de dos ámbitos principalmente: en concepto de deuda como podrían ser compras en cuenta corriente a proveedores o préstamos bancarios, por citar los más comunes; y por otro lado, en concepto de aporte de capital de los socios. Como se ha mencionado, la metodología que conjuga el costo de ambos grupos se llama WACC. De acuerdo a Brealey y Myers, se lo define como el costo medio ponderado del capital. Se dice así, dado que incorpora en su fórmula, la proporción del mix de financiamiento de la empresa en cada uno de los tipos explicados y pondera el costo que tiene cada uno de ellos. Adicionalmente, considera el beneficio que genera la deuda en relación con la tasa de impuestos que pague la empresa, por el efecto conocido como *Tax Shield* - brevemente, se refiere al ahorro que generan los intereses de la deuda contraída por la empresa, al ser pasibles de ser descontados del cálculo para la determinación del Impuesto a las Ganancias.

Lo explicado se traduce en la siguiente fórmula:

$$WACC = r_e * E/(E+D) + r_d * (1-T) * D/(E+D)$$

Desglosando los términos, se representa con r_e el costo del patrimonio (o “*equity*”), r_d el costo del endeudamiento, T a la tasa marginal de impuesto a las ganancias que paga la empresa y luego E y D son el valor contable del patrimonio y pasivo, respectivamente.

El valor del dinero para los accionistas se estima a partir del modelo CAPM (según sus siglas en inglés - “*Capital Asset Pricing Model*”). Surge como resultado del trabajo de tres economistas: William Sharpe, John Lintner y Jan Mossin. Sigue siendo una herramienta que es ampliamente utilizada en la actualidad, incluso luego de más de 50 años desde su concepción.

$$\text{CAPM} = r_f + \beta (E(r_m) - r_f)$$

Se entiende que los inversores son adversos al riesgo y por ende, a medida que aumenta el riesgo, esperarán un mayor retorno. A través de la expresión mencionada, se entiende que el costo del dinero será: el rendimiento obtenido a partir de invertir en una tasa libre de riesgo sumado a una prima de riesgo ajustada por una constante. Dicha prima refleja el rendimiento adicional que el inversor espera por asumir riesgo y no invertir en la mencionada tasa. Este segundo término se ajusta por una constante, que recibe el nombre de β . En el contexto que nos convoca, dicha constante refleja la correlación que hay entre los rendimientos obtenidos por hospitales privados de países emergentes y el rendimiento del mercado general. El valor estará necesariamente comprendido en el rango desde -1 a 1.

A la fórmula expuesta, si bien técnicamente correcta, carece de dos factores que en el caso que nos convoca resultan pertinentes. Esto se debe a que Argentina se caracteriza por encontrarse en un marco de incertidumbre y presentar una extrema volatilidad en su economía. Por ello, para un inversor no resulta igual un activo argentino que uno de Estados Unidos en cuanto al riesgo al que se expone. Si bien existen diferentes índices que buscan cuantificar el mismo, el que se encuentra más ampliamente aceptado y difundido es el publicado por el banco J.P.Morgan. El índice se lo conoce por sus siglas en inglés como EMBI (*Emerging Markets Bond Index*). Se mide el rendimiento adicional que se espera en un bono argentino, por ejemplo en relación a un Bono del Tesoro de los Estados Unidos. Puntualmente el EMBI se focaliza en países emergentes.

Finalmente, se considerará un último término a ser incorporado en nuestra fórmula del CAPM. Como se ha mencionado, se tomará un coeficiente de correlación con el mercado, llamado β , el cual se calcula como la correlación que existe entre un grupo de

empresas y un índice compuesto por diferentes empresas en representación del mercado en su conjunto. Si bien se busca que las empresas que se comparan sean semejantes a Clínica Central para que el coeficiente sea representativo, la realidad es que las mismas, existes diferencias. Se trata de empresas cotizantes en primer lugar, que ofrecen mayor liquidez al momento de vender acciones, con un mayor desarrollo, volumen de ventas, entre otras cosas. Esto hace que invertir en Clínica Central no sea lo mismo que en una empresa cotizante. Existe el riesgo de que un socio de la clínica no pudiera liquidar su participación en el corto plazo por falta de demanda. Esta mayor iliquidez, en relación con una empresa listada en un mercado se traduce en que la empresa no cotizando se debería negociar a un menor precio – al ser descontados sus flujos a una mayor tasa.

A partir de los trabajos publicados por Damodaran, Richard Marston en su libro “Portfolio Design”, entre otros, se puede estimar el extra demandado entre 3% y 6%.

Construyendo nuevamente la formula a partir de la inclusión de los nuevos componentes, obtenemos la siguiente expresión:

$$\text{CAPM} = r_f + \beta (E(r_m) - r_f) + RP + \text{Prima por Iliquidez}$$

Para mayor información respecto a la obtención de las variables, referirse al apartado V.VI - Estimación de Tasas de Descuento.

III.IV. Valor terminal

Si bien la proyección de Flujos de Fondos se realizará por 5 años, se espera que la empresa sea productiva un tiempo mayor. De este modo, a través del Valor Terminal se busca contemplar dichos flujos considerando una tasa de crecimiento a la posteridad. Dicha tasa se estima a partir de la siguiente expresión:

$$g = ROE * \frac{\text{ResultadosNoDistribuidos}}{\text{ResultadoNetoDelEjercicio}}$$

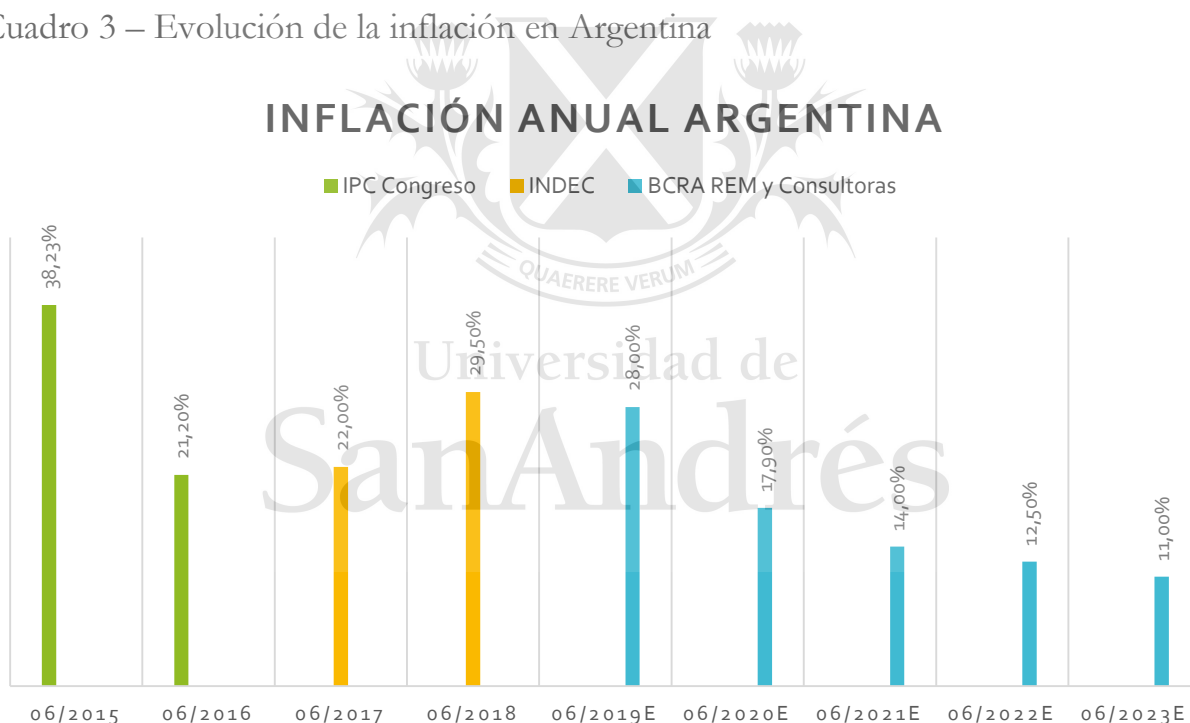
De este modo, sobre el resultado neto del quinto año de la proyección de flujos de fondos, se estimará el valor del negocio aplicando dicha tasa.

IV. Supuestos por línea de resultados

IV.I. Supuestos macroeconómicos

Como fuera adelantado en el apartado III.II. - Flujos de Fondos Proyectados, resulta imprescindible para el correcto ejercicio de la metodología descripta, la estimación de los flujos de fondos futuros de la compañía. Un indicador clave de dicha proyección es la inflación. A partir de los datos recabados desde el INDEC, se muestra a continuación la inflación de los últimos años y una proyección sobre la inflación de los futuros en función a los informes publicados por el BCRA en sus Relevamientos de Expectativas de Mercado y de acuerdo a las proyecciones de consultoras en materia económica

Cuadro 3 – Evolución de la inflación en Argentina



IV.II. Ratios

A continuación, se puede observar un análisis de los ratios financieros y económicos más relevantes, de Clínica Central al 30 de junio de 2015, 2016, 2017 y 2018:

Tabla 1

RATIOS	Jun-15	Jun-16	Jun-17	Jun-18
Prueba Acida*	1,5344	2,0100	1,6713	1,6247
Deuda / EBITDA	n/a	n/a	n/a	1,0698
Margen EBITDA	8,87%	10,83%	5,63%	4,56%
Margen operativo	8,44%	10,48%	4,93%	3,93%
Margen neto	3,95%	3,27%	3,50%	2,65%

*Prueba Acida: $(\text{Activo Corriente} - \text{existencias}) / \text{Pasivo Corriente}$

Producto del minucioso análisis realizado a partir del cambio de directorio, se entendió que la situación económica de la clínica no era óptima y corría riesgo la continuidad de la empresa. De este modo, se optó por realizar importantes inversiones en el desarrollo de los diferentes servicios con el fin de incrementar los ingresos y a la vez, a partir de una mayor estructura, lograr una mayor dilución de gastos fijos.

Como es comentado a lo largo del trabajo, la clínica durante el ejercicio fiscal finalizado en 2018 realizó importantes inversiones, la mayor parte destinadas al área de quirófano. Ello sin embargo implicó el atraso en el pago de algunas obligaciones, principalmente las relacionadas con aportes y contribuciones patronales sobre los conceptos previsionales de los salarios. Dicha situación tiende a normalizarse durante el ejercicio 2019, según información provista desde la clínica y corroborado desde lo observado en AFIP.

En general el rendimiento de la clínica ha disminuido. Ello se debe puntualmente al atraso en la indexación de los valores de las prestaciones. Esto se explica a partir de la aceleración en la inflación y a una frecuencia de actualización de valores y estrategia que no se encontraba en línea con lo que demandaba la situación. Sumado a ello, considerables aumentos en los gastos, específicamente en los salarios, cuyas paritarias si han sabido acompañar la inflación

IV.III. Ingresos

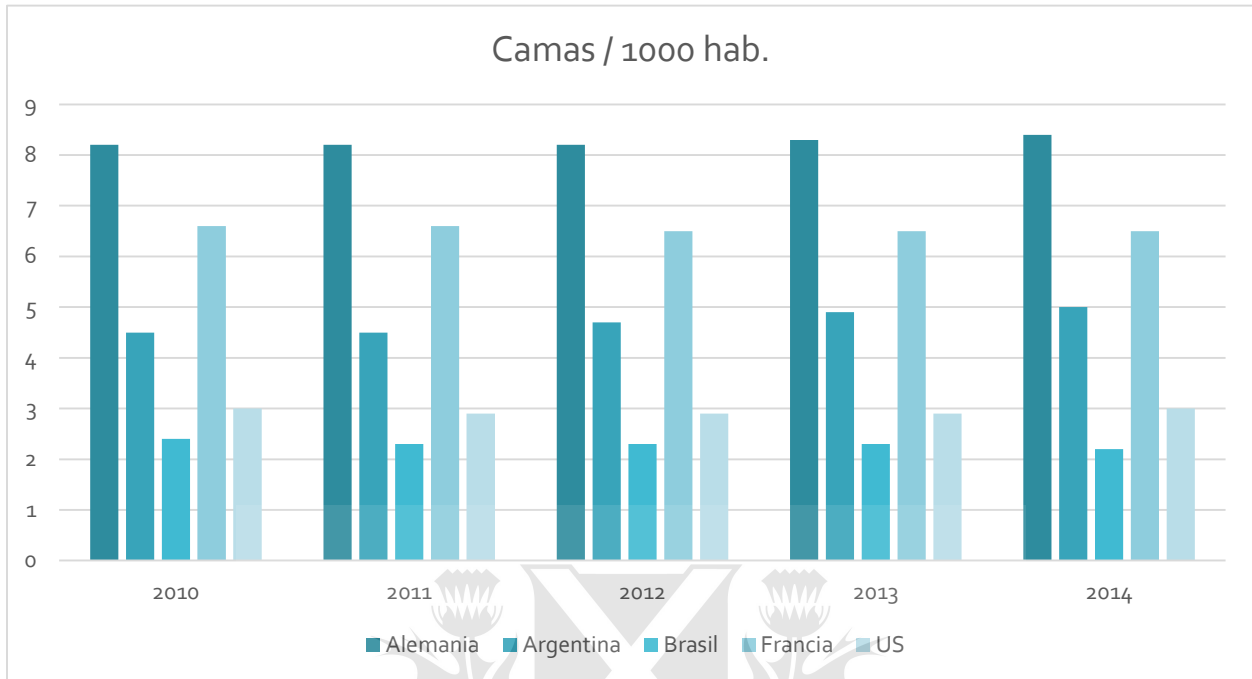
IV.III.I. Composición de valores

Los ingresos provienen principalmente de lo que las Obras Sociales, Prepagas y ARTs pagan por la atención de sus afiliados. Sin embargo, no es la totalidad para la Clínica. En general, los profesionales médicos que trabajan en los diferentes centros de salud privados del país lo hacen bajo una modalidad de prestadores autónomos y solo una pequeña parte como empleados en relación de dependencia. Clínica Central no es la excepción, siendo que de los aproximadamente 50 médicos que trabajan allí, solo uno se desempeña bajo la modalidad de relación de dependencia.

Complementando lo mencionado acerca del PMO: del valor que tiene una práctica médica, la parte en concepto de honorarios es para el/los profesional(es) interviniente/s en la misma. Es decir, la consulta médica (que es en su totalidad honorario) o la porción de una práctica quirúrgica, como ser una Colectomía (remoción de la vesícula biliar). La clínica, sin embargo, les cobra un porcentaje en concepto de gastos administrativos que implica un recupero de los gastos incurridos por facturar los mencionados honorarios. Este porcentaje varía dependiendo la especialidad y la obra social de que se trate y el plazo de pago. Dicho porcentaje va desde el 8% al 30%. El otro concepto que integra el valor de una práctica: los “gastos”, son exclusivamente para la clínica. Dicho concepto incluye la contraprestación para la institución en sí por el uso de la habitación, medicamentos y descartables, derechos de uso de quirófano, equipamiento específico para una práctica, entre otros.

Adicionalmente podría considerarse el nivel de actividad del sector de la salud en su contexto general. Para ello, nos referimos a la cantidad de camas por cada 1000 habitantes en relación con distintos países del mundo:

Cuadro 4 – Ratio de camas hospitalarias por cada 1000 habitantes.



De este modo, se puede observar que Argentina en general tiene una disponibilidad de 4,5 camas por cada mil habitantes. Asumiendo que la distribución de camas es proporcional a los habitantes de cada provincia, de acuerdo a la zona de influencia de Clínica Central, se requerirían aproximadamente 540 camas para internación. La clínica al cierre del ejercicio 2018 contaba con 39 camas de piso y 4 de terapia intensiva, alcanzando un total de 43. Por parte del sector público, había una disponibilidad de aproximadamente 300 camas con un nivel de complejidad bajo. De este modo se observa un déficit de 197 camas.

Si incluyéramos el trayecto hasta la ciudad de General Roca, la población se eleva a 260 mil personas. En relación a camas disponibles, el sector público aporta alrededor de 490 y el sector privado en su conjunto entre las 3 clínicas, 2 de General Roca y Clínica Central en Villa Regina un total de 190 camas. De este modo, frente a la demanda estimada de 1170 camas necesarias, la zona del Alto Valle Este cuenta con 970.

A continuación, se puede observar en el mapa, las diferentes zonas de influencia: sombreado en azul para Clínica Central y en verde cuando incluimos en la ecuación el hospital y clínicas de General Roca.

Cuadro 5 – Zona de influencia de Clínica Central (azul) y Gral. Roca (verde)



IV.III.II. Actualización de valores

Previo a comentar lo que nos convoca este apartado, es importante introducir una federación de la cual la clínica es parte: FECLIR (siglas que refieren a la Federación de Clínicas y Sanatorios de Río Negro): La sede se haya en la ciudad de General Roca (Río Negro) y nuclea 5 de los nosocomios privados de la zona. Sus integrantes los componen Sanatorio Río Negro y Policlínico Modelo, de Cipolletti; Clínica Roca y Sanatorio Juan XXIII de General Roca y Clínica Central de Villa Regina.

El objeto de FECLIR no es otro que el de velar por los intereses de los integrantes y para ello se basa fundamentalmente en el peso que tiene para las negociaciones al contar con el respaldo de las instituciones miembro. De este modo se entiende que los acuerdos que se cierran para aumentos de valores o en compras conjuntas de insumos, son mejores que los que cada clínica podría obtener por su cuenta. Con este fin se origina FECLIR para llevar adelante negociaciones con Obras Sociales y ART's, para la compra de insumos de consumo masivo como lo son los sueros, por ejemplo. Si bien desde lo conceptual, la federación se podría considerar un aliado en mejorar los ingresos y reducir los costos, la realidad ha demostrado que, como toda organización, son las personas que la integran las que definen el éxito del cometido. Con ello en mente, no ha resultado siempre ser una ayuda, llegando en ocasiones incluso a generar grandes perjuicios para las instituciones parte.

Continuando con la segregación hecha entre las diferentes Obras Sociales nacionales/provinciales, Sindicales, Prepagas y ARTs, iremos recorriendo las particularidades que hacen a la forma en que pagan por las prestaciones de sus afiliados y actualizan sus valores. Aquí nos concentraremos especialmente en el contrato vinculante, y la situación económica particular de cada una, es decir: el origen de su financiamiento. Se tratarán a continuación los diferentes grupos en orden histórico de importancia relativa en la facturación de Clínica Central:

III.IV.II.a. PAMI

La relación con ellos ha sido históricamente compleja. Ello deriva principalmente de la dependencia que tiene la clínica de prestarle servicios a sus afiliados para cubrir costos “fijos” como lo son los salarios de los empleados, a pesar de que los valores que paga son una fracción de otras obras sociales. Si bien el peso relativo en la facturación, que se encontraba por encima del 60% ha ido bajando gradualmente, sigue ostentando aproximadamente el 50% de la misma. Esta situación es compartida con el resto de las clínicas de la zona, aunque no en semejante dependencia, hace que PAMI sea la obra social de cabecera en FECLIR, institución desde la cual se llevan adelante las negociaciones.

El cambio de gobierno nacional en 2015 y consecuentemente la renovación de las autoridades de PAMI, trajo consigo un cambio en la relación de FECLIR con la obra social nacional. Hasta entonces, los aumentos en mayor o menor medida acompañaban la inflación. A partir de la presidencia del Dr. Carlos Regazzoni, se da una situación más tirante proveniente de la necesidad de ellos de reducir costos. Eso impacta directamente en los números de la clínica. Esta cruzada por reducir las erogaciones, llegó a tal punto que no solo acabaron con la presidencia del Dr. Regazzoni para ser precedido por Sergio Casinotti, sino que implicó que desde FECLIR se tomaran diversas medidas tendientes a defender la precaria situación de las clínicas. Si bien los cortes de prestaciones resultan habitualmente ser el mejor incentivo para inclinar las negociaciones a favor de las clínicas, en relación a PAMI resulta ser una alternativa demasiado arriesgada y las medidas tomadas solo implicaron suspensiones de atenciones en guardia y el cobro de algunas atenciones menores.

Finalmente, el plan de PAMI progresó y las clínicas en conjunto debieron adherir a un nuevo modelo prestacional propuesto unilateralmente por PAMI que entró en vigencia a partir de septiembre de 2018. Anteriormente, ante el ingreso de un paciente, el médico

solicitaba los estudios y realizaba las prácticas que considerara pertinentes. A fin de mes, se le facturaba la historia clínica a la OS y finalmente se cobraba el 30% a los 30 días y el restante a los 90. El modelo tampoco estaba libre de problemas. PAMI frecuentemente cambiaba las reglas de validación, aplicaba límites a la cantidad de determinadas prácticas a efectuar por mes por paciente, entre otras, medidas que no eran publicadas y por ende, tampoco conocidas por los prestadores, hasta que veían sus efectos en las liquidaciones. De este modo, era habitual encontrarse con débitos en orden de los cientos de miles de pesos cada mes.

Con la nueva metodología, lo que PAMI logra es realizar una modulación de las prácticas. En forma breve, cuando un paciente ingresa a la clínica para ser internado, se le realizan los estudios considerados pertinentes por lo cual se factura por día un valor fijo. Este valor incluye el valor de la cama, estudios de imágenes, medicamentos, oxígeno, entre otros. Una vez diagnosticado, se realiza el procedimiento pertinente y en función a la patología se facturará adicionalmente, el módulo pertinente. Según entiende PAMI, dicho modulo comprende los honorarios de todos los profesionales intervinientes, y los gastos en que se incurre para tratar la patología en cuestión. El riesgo de dicho modelo radica en que la medicina no es una ciencia exacta, las internaciones pueden alargarse y/o complicarse, y dicho costo adicional, generalmente quedaría a cargo de las instituciones. Habiendo realizado un estudio preliminar se estima que en general, la clínica se vería perjudicada en un 10% de su facturación con la implementación de dicho modelo. De esta forma, PAMI establece un valor fijo a cada internación según el tipo de patología se trate y lo que consigue es trasladar el riesgo de internaciones largas, al prestador sin pagar a cambio un premio o adicional por ello.

III.IV.II.b. IPROSS

La provincia de Río Negro durante años ha administrado el pago de las prestaciones médicas a través de la asignación de una cápita a cada prestador. A diferencia del módulo, explicado en el punto anterior, la cápita comprende un pago global hecho en base a la cantidad de afiliados en la zona de influencia del prestador a un precio calculado en base a numerosas variables. Se entiende que dicha cápita debe cubrir todos los costos de internación de los afiliados y dejar una modesta ganancia para los prestadores. La misma era administrada por FECLIR quien la distribuía entre las clínicas en base a una metodología por prestación. Se transformaba un sistema capitado, inflexible en cierto punto (vinculado a una variable poblacional) con un sistema de pago

por prestación (proporcional a cantidad de casos y en función de la complejidad del mismo).

Por diferentes motivos, surge la intención desde IPROSS de prescindir de la estructura de FECLIR, y contratar en forma directa con cada prestador. Luego de una negociación que demoró meses, IPROSS logra imponer su intención y la nueva metodología comienza en enero 2018. En relación con la clínica implica un pago que en principio deja lugar a una ganancia pero que rápidamente convierte a la cápita en una fracción de los costos que afronta la institución para realizar la atención de los afiliados. El contrato firmado establece una cláusula de actualización donde la misma no puede ser mayor al aumento otorgado a los empleados estales y queda al acuerdo de las partes determinar el punto hasta el cual es trasladado a los prestadores.

III.IV.II.c. Obras Sociales Sindicales

Dentro de todas las obras sociales sindicales a las cuales la clínica les presta servicios, se desprende que entre OSPRERA (personal rural), OSPECON (empleados de comercio) y OSECAC (empleados de la construcción), se concentra la mayor parte de la facturación de este segmento. Las tres OS tienen en común que la relación no es directa con las clínicas, sino que se realiza a través de gerenciadoras (intermediarios). Las OS, al igual que IPROSS buscan previsibilidad en sus gastos de modo que abonan una cápita a estas gerenciadoras que a su vez sub-contratan a los prestadores. Las mismas pagan en función de las prácticas realizadas y desde su punto de vista: donde el ingreso es fijo y el gasto variable, la forma de controlar este último es a través del precio. Por ello, coincide que el promedio que pagan es aproximadamente la mitad de lo que representa la misma práctica para una prepaga o ART. Si bien las actualizaciones acompañan en la tendencia la inflación, la transferencia tampoco no es plena.

Algo que suele ocurrir en la práctica es que el uso de las gerenciadoras es intermitente en el tiempo de modo que luego de unos años, y la correspondiente deuda que se genera por un escalonado atraso en los pagos, ante las quejas de las clínicas para cobrar, la OS como solución retira la representación a la gerenciadora, aplicándose en el medio una quita sobre lo adeudado. Luego de un tiempo, se vuelve a contratar una gerenciadora para que la historia se vuelva a repetir.

Es importante destacar que la herramienta de los débitos resulta de fundamental importancia para estas gerenciadoras. En el caso de OSPRERA por ejemplo, los débitos

han sabido llegar a 30% de lo facturado, lo cual afecta en sobremanera los valores de las prestaciones.

III.IV.II.d. Prepagas

En relación a las prepagas, la relación de la clínica es acotada, en cierto modo proporcional a la incidencia que tienen en el agregado de facturación. El traslado de valores se corresponde con la inflación en mayor o menor grado.

Este grupo es de interés para la clínica debido a lo superiores de los valores en relación con los demás grupos, a excepción de las ART. En esta línea se han introducido habitaciones privadas con algunas comodidades extras respecto a las de piso standard. Se ha buscado mejorar la imagen de la clínica y se han realizado campañas radiales con charlas dadas por los médicos informando sobre temas de interés general con la finalidad de captar pacientes de este segmento que se atienden mayormente en Gral. Roca.

III.IV.II.e. ARTs

El negocio de las ARTs es sumamente complejo. En la zona, el principal negocio y fuente de trabajo es la agricultura. Ello implica que una gran cantidad de empleados se expone a un trabajo de riesgo que implica el empleo de maquinaria pesada, trabajo en altura (hasta 3 - 3,5 metros) y/o uso de agroquímicos. A pesar de que lentamente la actividad se va tecnificando, la cantidad de accidentes se ha incrementado. Una tendencia que se ve generalizada en diferentes industrias y negocios e implica en muchos casos el auto infringirse lesiones o la simulación de malestares o dolencias. Esto implica un aumento en el trabajo de las instituciones médicas en cuanto a la atención de estos pacientes.

Siendo que cada día de baja de un empleado cuyo accidente ha sido reportado representa un costo significativo para la ART (independientemente de que luego, la mayor parte se traslada en un aumento de las primas que pagan las empresas). De este modo, se ha vuelto más prioritario que nunca para las ART, contar con una respuesta rápida y precisa por parte de los prestadores, con el fin de brindar la adecuada atención, diagnóstico y eventualmente tratamiento, de cada paciente y de este modo que el alta sea dada lo más rápido posible.

En línea con ello, las ART son las que mejores valores pagan dentro del abanico de clientes de la una clínica con motivo de incentivar la atención de sus pacientes. A fin de reflejar esta situación, se ha proyectado que los valores no pierden competitividad frente a la inflación y siendo que las ARTs están siendo en mayor grado que antes, el foco de atención del directorio, se espera un crecimiento real en la facturación.

IV.III.III. Unidades de Negocio

Retomando con el cambio en el Directorio de 2016, se busca tener más información de la empresa. Por ello se comienzan a elaborar diferentes reportes con métricas de distintas unidades de negocio, se realizan proyecciones económicas, y se analiza la rentabilidad de cada Obra Social. En este punto se descubre que en algunas de ellas, los márgenes de ganancia son extremadamente reducidos, llegando a tal extremo que para las prestaciones realizadas a pacientes de OSECAC (Obra Social de Empleados de Comercio y Asociaciones Civiles) generan un quebranto mes a mes. A partir de esta nueva información es que las decisiones que se toman pueden ser más efectivas.

Junto con ello se genera una nueva conciencia en dos ámbitos diferentes: desde el punto de vista de la calidad de los pacientes, restituir a la clínica de una imagen positiva y a razón de ello, atraer pacientes de las prepagas; y por el lado de calidad de las prácticas, hacer un mayor hincapié en aquellas que tienen patología quirúrgica. Cuando se realizó un análisis para entender cuánto contribuía cada área al agregado total de ingresos, aquellos pacientes cuyas historias clínicas incluían un paso por el quirófano, representaban en general, una mayor facturación. A modo de ejemplo, considerando dos internaciones de 5 días: la primera por una patología clínica donde la facturación deriva mayormente de los días de pensión y medicamentos, en contraste con 3 internaciones que en conjunto implican 5 días, pero adicionalmente cada una comprende una práctica quirúrgica, no sería de extrañar que esta segunda combinación genere varias veces la facturación de la primera. De este modo, lo que se busca es cambiar la composición de esos pacientes por aquellos que generan un mayor retorno por día de internación. Siendo que la capacidad de la clínica está limitada a su cantidad de camas, aprovechando las nuevas tecnologías, surge un interés en potenciar la realización de prácticas ambulatorias. Por ello se desarrolla una zona de internación de 4 camas bajo la modalidad de “hospital de día” al eliminar espacio de consultorios (área que también genera pérdidas). El funcionamiento de este sector consiste en principalmente, internar pacientes para prácticas quirúrgicas ambulatorias. La

internación dura en promedio 6 horas de modo que en un día podría darse que la misma cama, genere 3 internaciones.

Otra área que se encuentra en su máxima capacidad es la Unidad de Terapia Intensiva. Desde su concepción contó con 4 camas, pero con el aumento de población y la complejidad del centro de salud (mayor tiempo de internación), se ha ido incrementando la demanda de dicho servicio.

A partir de este análisis se desprende la posibilidad de incrementar la capacidad instalada en Clínica Central. De charlas sostenidas con el Directorio de la institución, se conoce que la empresa tiene dos proyectos en esa línea: ampliación de la UTI y la apertura de un Centro de Kinesiología. El centro sería de atención exclusiva para pacientes de ARTs cuya patología les requiere realizar rehabilitación y re-acondicionamiento físico. El servicio se encuentra excedido por la demanda en la ciudad, siendo los turnos para varias semanas. Por otro lado, las ARTs pagan los mejores valores por práctica entre las Obras Sociales y Prepagas. El otro proyecto contempla la construcción de la nueva UTI en el 3er piso con una capacidad instalada de 8 camas, lo cual supone una inversión de 5 millones de pesos y un plazo de ejecución de 6 a 9 meses.

IV.III.IV. Centro de Rehabilitación y Kinesiología.

El centro se pensó como respuesta a la demanda de servicios de rehabilitación en la ciudad y pueblos aledaños y como una forma de integrar verticalmente el servicio que se ofrece a las ART. Dado que la capacidad de Villa Regina no es suficiente para la cantidad de pacientes, una gran cantidad son trasladados en forma diaria, muchas veces en taxi, a expensas de las ARTs a ciudades cercanas. El centro se ha pensado para ser ofrecido en forma exclusiva a las ART dado que ello daría mayor poder de negociación al ser más capaz de satisfacer sus mayores necesidades: buen servicio y rapidez.

Cuando un empleado tiene un accidente, el mismo es derivado a una clínica para su diagnóstico y eventual tratamiento. Generalmente, el 90% de las patologías son traumatológicas y una proporción importante de ellas quirúrgicas. Todas estas prácticas requieren a su vez de rehabilitación que, hasta el momento era llevada a cabo por profesionales independientes en sus consultorios particulares. Lo que se busca a partir de la apertura del centro, es obtener réditos del último proceso en la rehabilitación, que a su vez deja importantes márgenes. Otro beneficio, es que se le puede brindar a las ARTs una atención más ágil de los siniestros, generándoles un ahorro en los costos de

traslado y buscando negociar a partir de ello, mejores valores para las prestaciones que realizaría Clínica Central con sus propios prestadores.

A la fecha, la clínica ya ha alquilado un nuevo salón de 150 m² donde a partir de construcción en seco se realizarán las reformas necesarias para cumplir con los requisitos de la especialidad. Se proyecta una inversión de \$180 mil en reformas y \$350 mil en equipamiento. La apertura se estipula para Julio de 2018, y se considera una jornada de trabajo de 8 horas hasta la finalización del período fiscal. Luego, a partir de julio 2019 se extiende a 12 horas diarias. A su vez, se ajustan los ingresos y gastos asociados a dicho cambio en las proyecciones del flujo de fondos.

IV.III.V. UTI.

El proyecto contempla la mudanza de la unidad de terapia intensiva ubicada en el segundo piso próxima al sector de quirófanos, hasta el tercer piso con la construcción de aproximadamente 280 metros cuadrados de superficie. La capacidad instalada será de 8 camas con asistencia de O₂, monitores multi paramétricos, respiradores, entre otros equipamientos. Se espera que la inversión sea un aproximado de \$1.4 millones en mano de obra y materiales y en cuanto al equipamiento de aproximadamente \$2 millones en valores de hoy. Se estima el comienzo de obras en el verano 2019 por ser la época del año de menor actividad y que tenga una duración de 6-9 meses. De este modo, contar para la época de alta demanda, durante el invierno, de la nueva área en funcionamiento. En relación a los valores que se perciben del servicio, se ha calculado el valor día como el promedio ponderado de lo que paga cada OS y Prepaga y la cantidad de internados en un rango de meses de enero 2018 a junio 2018. Se estipula adicionalmente un consumo de medicamentos promedio que deriva de la internación. Complementando lo expuesto, siendo que la utilización no es regular a lo largo del año, la facturación anual del servicio se encuentra ajustada para reflejar la ociosidad en la época de menor demanda.

IV.IV. Costos

Siendo el negocio de la clínica un servicio, aproximadamente el 75% de los gastos lo constituyen los Recursos Humanos. La empresa funciona 24 horas al día, 7 días a la semana, todos los días del año. Por ende, ello implica que los costos de sueldos incluyen todos los adicionales por feriados, días no laborales y fin de semana. Las diferentes categorías de personal lo constituyen enfermeras, mucamas, personal administrativo y secretarías, personal de cocina y seguridad. La clínica a junio 2018 cuenta con una

nómina de 84 empleados directos y un adicional de 50 profesionales médicos que facturan prestaciones bajo la modalidad de prestadores autónomos. Otro costo de los servicios ofrecidos lo constituyen los medicamentos. Durante el ejercicio 2018, la compra de medicamentos alcanzó los \$7 millones.

Para la estimación de los sueldos, se ha considerado el resultado de las negociaciones entre el sindicato de sanidad - FATSAs - y la cámara que agrupa a las clínicas y sanatorios del país - CONFELISA (Confederación Argentina de Clínicas, Sanatorios y Hospitales). Para aquellos años en los cuales no se cuenta con información del sindicato, se ha estimado que los mismos aumentan a la tasa de inflación.

La clínica se encuentra en pleno proceso de informatización, de modo que se ha contemplado un aumento sustancial en concepto de “Gastos de Computación” para el ejercicio finalizado el 30 de junio de 2019. Se estipula la compra de numerosos equipos e incluso de un nuevo servidor, según lo adelantado por el Directorio. FECLIR en su constante evolución, realizó un ajuste sobre las comisiones que pagan los miembros para sostener los costos fijos de la federación, lo cual ha incrementado sustancialmente las erogaciones en este concepto. Finalmente, se observa una disminución en el ítem de “Impuestos y Tasas”, debido a que la clínica ha concluido dos planes de facilidades de pago con AFIP, quedando aún dos planes más en concepto de Cargas Previsionales.

A continuación, la apertura de gastos de la clínica para el 2018 y los 5 años proyectados:

Universidad de
San Andrés

Tabla 2 – Apertura de gastos para Jun-2018 y proyección por 5 años

	año base 06/2018	año 1 (06/2019)	año 2 (06/2020)	año 3 (06/2021)	año 4 (06/2022)	año 5 (06/2023)
Honorarios y Retribuciones	25.187	32.240	38.010	43.332	48.748	54.111
Sueldos y Jornales	31.150	40.019	47.182	53.788	60.511	67.168
Cargas Sociales	6.687	8.591	10.129	11.546	12.990	14.419
Indemnizaciones Judiciales	450	576	679	774	871	967
Ropa p/personal	56	72	85	97	109	121
Débitos Obras Sociales/ART	1.981	2.535	2.989	3.407	3.833	4.255
Elementos p/Cirugía	701	897	1.057	1.205	1.356	1.505
Reposición Elementos Menores	283	363	428	488	549	609
Ropa de cama	19	48	57	65	73	81
Reparaciones Varias	572	733	864	985	1.108	1.230
Movilidad	2.499	3.199	3.771	4.299	4.837	5.369
Gastos de Mantenimiento del Edificio	1.456	1.864	2.198	2.506	2.819	3.129
Gastos Sanatoriales	990	1.268	1.494	1.704	1.917	2.127
Fletes y Acarreos	156	200	236	269	302	335
Oxigeno	634	811	956	1.090	1.226	1.361
Recolección Patológicos	553	708	835	952	1.070	1.188
Gastos Servicio Radiología	2.924	3.743	4.413	5.031	5.660	6.283
Gastos Sección Laboratorio	3.326	4.257	5.019	5.722	6.437	7.146
Gastos Hemodiálisis	650	832	981	1.118	1.258	1.397
Gastos Sección Cocina	914	1.169	1.379	1.572	1.768	1.963
Elementos de Limpieza	356	456	538	613	690	766
Honorarios Directores	600	768	905	1.032	1.161	1.289
Energía Eléctrica y Gas	406	519	612	698	785	871
Teléfono y Comunicaciones	195	249	294	335	377	418
Seguros Contratados	372	476	561	640	720	799
Gastos de Representación	43	55	65	74	84	93
Alquileres Cedidos	230	432	570	753	994	1.312
Útiles de Oficina	255	327	385	439	494	549
Gastos de Computación	775	968	310	219	250	281
Gastos de Administración	118	152	179	204	229	255
Combustibles y Lubricantes	3	4	5	5	6	6
Publicidad y Propaganda	93	119	140	159	179	199
CMVR / Feclir	-	553	651	743	835	927
Impuestos y Tasas	11.806	8.033	9.836	11.161	12.639	14.047
Gastos y Comisiones Bancarias	143	183	215	245	276	306
Intereses y Sellados	3	4	4	5	6	6
Intereses s/Impuestos	425	717	845	963	1.084	1.203
Costas Judiciales	133	170	201	229	257	286
Amortizaciones del Ej.	639	1.167	1.453	1.191	805	1.361

Valores expresados en miles de pesos.

IV.V. Capital de Trabajo

Se calculan los ciclos de caja para los diferentes rubros que componen el balance de Clínica Central contemplando la información desde el ejercicio 2015 a 2018, en base a información de balance. Cada valor del ciclo de caja se encuentra calculado como el equivalente en días de ventas:

Tabla 3 – Ciclo de caja

	Jun-15	Jun-16	Jun-17	Jun-18	Jun-19E	Jun-20E	Jun-21E	Jun-22E	Jun-23E
VENTAS	\$ 39.328	\$ 52.681	\$ 68.642	\$ 102.602	\$ 141.841	\$ 179.378	\$ 202.756	\$ 230.878	\$ 256.870
Ciclo del Negocio:	18,35	3,27	23,37	-2,24	10,01	16,24	18,01	20,37	21,27
Cuentas por Cobrar	82,68	93,13	83,35	48,17	48,17	48,17	48,17	48,17	48,17
Otros Créditos	14,59	10,59	12,95	9,77	7,82	6,25	5,00	4,00	3,20
Bienes de Cambio	3,84	4,63	4,55	5,78	4,70	5,86	4,77	5,94	4,83
Cuentas por Pagar	-5,59	-7,64	-4,51	-4,95	-5,67	-5,75	-5,83	-5,91	-5,99
Otras Deudas	-20,62	-21,78	-21,23	-17,79	-18,87	-16,67	-14,97	-13,43	-10,50
Rem. y Cargas Sociales	-47,53	-69,38	-49,44	-42,28	-21,51	-16,92	-14,37	-13,57	-13,54
Cargas Fiscales	-9,02	-6,29	-2,30	-0,94	-4,63	-4,70	-4,76	-4,83	-4,90
Capital de Trabajo	1.977	472	4.396	-630	3.888	7.984	10.002	12.887	14.970
Δ Capital de Trabajo		-1.505	3.924	-5.026	4.518	4.095	2.018	2.885	2.084

Las cuentas de Activo y Pasivo han sido expresadas en el equivalente de días de Ventas, mientras que el capital de trabajo y su delta, en miles de pesos.

Las Cuentas por Cobrar contemplan el plazo promedio que se demoran las OS en pagar por las prestaciones realizadas a sus afiliados considerando el momento desde el cual las prestaciones han sido facturadas (momento que difiere lógicamente, del momento en el cual se realiza la practica puntual). Es importante destacar en este apartado que el plazo se había disparado producto de una menor gestión en el cobro. A partir del nuevo directorio se ha puesto especial énfasis en ello y se puede observar que el plazo promedio mejora sustancialmente al cierre del ejercicio 2018. Resulta que con la inflación existente y las tasas de interés ofrecidas por los bancos, era fundamental aprovecharlo para obtener una rentabilidad adicional sobre el dinero ocioso de corto plazo.

La cuenta de Otros Créditos, compuesta por Impuestos retenidos, IVA y Adelantos de Impuestos, se espera que evolucione conforme la inflación. Dichos impuestos provienen de cobros, donde se practican retenciones por parte de las Obras Sociales.

Las Cuentas por Pagar y Otras Deudas se deben analizar en conjunto. El valor en la primera se corresponde lógicamente al plazo que transcurre desde que se determina la deuda con los profesionales a través de la liquidación mensual de honorarios o se recepciona la factura proveniente de los diferentes proveedores; y eventualmente se realiza la transferencia o se confecciona el valor. En caso que la deuda se abonase bajo la segunda modalidad, en el caso de los profesionales, los cheques son entregados al día y para los proveedores se intenta mantener un plazo de pago similar al que tienen las OS con la clínica con la finalidad de calzar los flujos de dinero. Toda esta masa de cheques que a la fecha de confección del balance se encontraban pendientes de pago, se encuentran clasificados dentro de la cuenta de Otras Deudas. Se nota una disminución hacia el ejercicio de junio 2018 el cual se fundamenta en la nueva herramienta de compra de insumos. A través de ella, si bien se han logrado algunos descuentos en los precios, también se ha reducido el plazo de pago a los proveedores. En esta línea se ha considerado una reducción de 10 días promedio en la cuenta corriente. El efecto final es menor dado que no todas las compras se canalizan a través de este sistema.

Universidad de

Finalmente, Remuneraciones y Cargas sociales experimenta el movimiento más notable. En relación a la estructura de deuda de la Clínica, históricamente se financió con cuenta corriente con los proveedores y AFIP. Considerando el ciclo de cobro, de unos 90 días en promedio, se intentaba ajustar el plazo de pago en aproximadamente ese tiempo. Lo que no era tan tenido en cuenta es lo “caro” del financiamiento de la deuda a través del diferimiento en el pago del F931. Esto generaba una gran cantidad de intereses de AFIP, de intermediarios por los pagos en concepto de Obra Social y sus comisiones. Adicionalmente, cerraba las puertas de la empresa a cualquier tipo de financiamiento a través de entidades bancarias. En agosto 2016 la deuda previsional acumulada era de 6 meses completos de aportes y contribuciones. Es en este momento que finalmente se asume el compromiso firme de regularizar la situación. A partir de enero de 2018 la Clínica se encuentra abonando los F931 en forma íntegra y sin atrasos. Más allá de ello, al 30 de junio de 2018 la clínica cuenta con dos planes de AFIP en concepto de aportes y contribuciones. Se ha considerado la caída de dichos planes y reflejado en los estados contables correspondientes la amortización de ellos.

En general, se observa una tendencia de la empresa a necesitar de mayor capital de trabajo año a año. Ello deriva de dos motivos: una reducción de la deuda, lo que genera un mayor ciclo de caja positivo y adicionalmente el crecimiento de las ventas.

IV.VI. Activos Fijos e Inversión

Si bien la clínica siempre tuvo una política de reinversión de prácticamente el 100% de sus resultados, durante muchos años, producto de la delicada situación económica de la empresa, las inversiones fueron escasas. A partir de 2016, con los cambios realizados en la administración, se comienza una etapa de modernización de la clínica, de ampliación de sectores, actualización de equipamiento y materiales, con importantes inyecciones de dinero en el área de quirófano, específicamente. Se corresponden con la renovación de instrumental quirúrgico, la renovación de monitores, respiradores, entre otros. Se ha estipulado una inversión regular a lo largo de los años proyectados, indispensable para mantenerse al corriente con los avances y tendencias en la industria.

Para mantener la parte administrativa a la altura de las exigencias, se realiza un importante desembolso en el alquiler de un nuevo sistema informático de gestión hospitalaria. Dicho proyecto se extiende desde finales del ejercicio fiscal 2018 al 2019.

Sumado a ello, se encuentra una importante cantidad de gastos que en su conjunto alcanzan números relevantes a lo largo de los diferentes ejercicios fiscales. Dichos gastos contemplan desde herramientas, trabajos de pintura, honorarios de reparaciones varias, entre muchos otros los cuales, por cuestiones impositivas, se encuentran imputados en su totalidad a los gastos y no son amortizados.

IV.VII. Capital Patrimonial

El capital patrimonial de la clínica se encuentra constituido por los aportes hechos por los socios, la reserva legal y el acumulado de resultados no asignados. La composición del capital patrimonial se estimará considerando la conducta histórica de la empresa de al realizar distribuciones de dividendos muy acotados, permitiendo la reinversión de la mayor parte de sus resultados en el crecimiento del negocio.

Los dividendos distribuidos en el ejercicio 2016, 2017 y 2018 fueron de \$240.000, \$210.000 y \$600.000, respectivamente. Se tomará un crecimiento en función de la inflación para mantener la proporción con el incremento en los ingresos de los servicios prestados.

IV.VIII. Deuda Financiera

El directorio ha abocado gran cantidad de recursos al repago de deuda. Al 30 de junio de 2018, la deuda se compone principalmente de dos planes de pago acordados con AFIP en concepto de aportes y cargas previsionales, cheques de pago diferidos y cuenta corriente con profesionales médicos por prácticas realizadas.

Para la proyección de los flujos futuros se ha trabajado con la caída de deuda de ambos planes a fines de reflejar los pagos de capital y los servicios de intereses.

A partir de la acreditación del préstamo de Banco Nación, se ha ajustado en estado de resultados, el repago de capital e intereses.



Universidad de
San Andrés

V. Resultados del análisis

A partir de lo expuesto a lo largo del trabajo, se ha ido proyectando cada línea de resultados de Clínica Central SA. Se puede observar en el cuadro a continuación el año base (2018) y los 5 años proyectados a partir de este:

Tabla 4 – Estado de Resultados

Estado de Resultados	Jun-18	Jun-19E	Jun-20E	Jun-21E	Jun-22E	Jun-23E
Ingresos Sanatoriales	\$ 96.878	\$ 123.939	\$ 145.796	\$ 166.463	\$ 187.740	\$ 209.121
PAMI	\$ 47.842	\$ 59.611	\$ 68.292	\$ 77.375	\$ 86.564	\$ 95.609
IPROSS	\$ 13.582	\$ 15.557	\$ 19.258	\$ 23.085	\$ 27.324	\$ 31.930
OS	\$ 29.644	\$ 40.441	\$ 47.246	\$ 53.464	\$ 59.746	\$ 65.923
ART	\$ 5.810	\$ 8.330	\$ 10.999	\$ 12.539	\$ 14.106	\$ 15.658
Ingresos Laboratorio	\$ 5.724	\$ 7.327	\$ 9.243	\$ 10.853	\$ 12.210	\$ 13.553
Centro Kinesiología	\$ 0	\$ 764	\$ 1.351	\$ 1.540	\$ 1.732	\$ 1.923
Adicional nueva UTI	\$ 0	\$ 9.812	\$ 22.989	\$ 23.900	\$ 29.196	\$ 32.273
TOTAL INGRESOS	\$ 102.602	\$ 141.841	\$ 179.378	\$ 202.756	\$ 230.878	\$ 256.870
Servicios Sanatoriales	(\$ 86.350)	(\$ 111.052)	(\$ 131.302)	(\$ 149.773)	(\$ 168.535)	(\$ 187.120)
Administración	(\$ 14.175)	(\$ 12.695)	(\$ 14.512)	(\$ 16.467)	(\$ 18.747)	(\$ 21.037)
Costo adicional UTI	\$ 0	(\$ 5.921)	(\$ 10.995)	(\$ 12.535)	(\$ 14.101)	(\$ 15.653)
Costo Centro Kinesiología	\$ 0	(\$ 313)	(\$ 497)	(\$ 567)	(\$ 639)	(\$ 712)
RESULTADO OPERATIVO	\$ 2.077	\$ 11.860	\$ 22.073	\$ 23.414	\$ 28.854	\$ 32.347
Otros Ingresos y Egresos	\$ 2.597	\$ 3.325	\$ 4.273	\$ 5.497	\$ 7.072	\$ 9.096
EBITDA	\$ 4.674	\$ 15.185	\$ 26.345	\$ 28.911	\$ 35.926	\$ 41.443
%margen	4,56%	10,71%	14,69%	14,26%	15,56%	16,13%
D&A	(\$ 639)	(\$ 1.167)	(\$ 1.453)	(\$ 1.191)	(\$ 805)	(\$ 1.361)
Ing. Financieros	\$ 2.333	\$ 2.986	\$ 3.822	\$ 4.892	\$ 6.262	\$ 8.015
Gtos. Financieros	(\$ 2.177)	(\$ 1.996)	(\$ 2.403)	(\$ 2.733)	(\$ 3.086)	(\$ 3.428)
Amortización Préstamo	\$ 0	(\$ 556)	(\$ 1.111)	(\$ 1.111)	(\$ 1.111)	(\$ 1.111)
EBT	\$ 4.190	\$ 14.452	\$ 25.199	\$ 28.768	\$ 37.186	\$ 43.558
%margen	4,08%	10,19%	14,05%	14,19%	16,11%	16,96%
IIGG	(\$ 1.467)	(\$ 5.058)	(\$ 8.820)	(\$ 10.069)	(\$ 13.015)	(\$ 15.245)
Ganancia Neta	\$ 2.724	\$ 9.394	\$ 16.380	\$ 18.699	\$ 24.171	\$ 28.313
%margen	2,65%	6,62%	9,13%	9,22%	10,47%	11,02%

Valores expresados en miles de pesos.

V.I. Ingresos Sanatoriales

Dentro de la línea de Ingresos Sanatoriales, se mantiene la diferenciación entre las diferentes obras sociales, producto de las variaciones en la evolución de los precios de cada una de ellas. A continuación, se expone un gráfico con el aumento que ha tenido el Galeno - a partir del cual se calcula el valor de la consulta médica - y el Sanatorial Pensión - a partir del cual se calcula el valor de la habitación por día:

Cuadro 6 – Evolución de valores en principales Obras Sociales, Prepagas y ARTs

OBRA SOCIAL		2015	2016	2017	2018	2016/2015	2017/2016	2018/2017
PAMI	Galeno	\$ 5,12	\$ 6,18	\$ 7,45	\$ 9,32	20,70%	20,55%	25,09%
	Gasto Sanatorial	\$ 11,25	\$ 13,38	\$ 16,20	\$ 20,38	18,93%	21,08%	25,80%
IPROSS	Galeno	\$ 17,80	\$ 21,23	\$ 25,25	\$ 32,08	19,27%	18,94%	27,05%
	Gasto Sanatorial	\$ 21,25	\$ 24,90	\$ 30,41	\$ 38,92	17,18%	22,13%	27,98%
OSECAC	Galeno	\$ 11,00	\$ 11,00	\$ 17,52	\$ 19,36	0,00%	59,27%	10,50%
	Gasto Sanatorial	\$ 11,04	\$ 11,04	\$ 19,28	\$ 25,36	0,00%	74,64%	31,54%
OSPRERA	Galeno	\$ 11,00	\$ 11,00	\$ 20,48	\$ 23,55	0,00%	86,14%	15,00%
	Gasto Sanatorial	\$ 8,27	\$ 8,27	\$ 22,84	\$ 26,27	0,00%	176,18%	15,02%
Swiss Medical	Galeno	\$ 18,55	\$ 18,55	\$ 25,46	\$ 35,89	0,00%	37,25%	40,97%
	Gasto Sanatorial	\$ 20,36	\$ 24,95	\$ 30,88	\$ 41,11	22,54%	23,77%	33,13%
OSDE	Galeno	\$ 20,73	\$ 20,73	\$ 29,54	\$ 41,88	0,00%	42,55%	41,76%
	Gasto Sanatorial	\$ 29,11	\$ 29,11	\$ 51,09	\$ 73,85	0,00%	75,52%	44,55%
Prevención ART	Galeno	n/a	\$ 32,24	\$ 40,35	\$ 53,05	n/a	25,16%	31,48%
	Gasto Sanatorial	n/a	\$ 31,15	\$ 43,30	\$ 63,49	n/a	39,00%	46,63%
La Segunda ART	Galeno	n/a	\$ 24,38	\$ 43,17	\$ 60,00	n/a	77,10%	39,00%
	Gasto Sanatorial	n/a	\$ 27,51	\$ 48,00	\$ 62,44	n/a	74,48%	30,08%

Valores expresados en pesos.

A pesar de que se observa que en general se mantiene una relación entre la inflación y la actualización de los valores, ello no alcanza a explicar en su totalidad la evolución de los ingresos por línea. A esto se le suma, como fuese mencionado, el crecimiento poblacional, que tiene un impacto directo en la tasa de ocupación de la clínica; y a las nuevas especialidades que surgen a partir de los avances tecnológicos – como ser la cirugía laparoscópica o el uso de bisturí armónico – los cuales abren un abanico prácticas de mayor complejidad y a su vez, permiten la facturación de ítems adicionales. Es por ello que la clínica ha realizado importantes inversiones en equipamiento quirúrgico con la finalidad de brindar las nuevas posibilidades a la comunidad y aprovechar la facturación de los correspondientes ítems. A modo de ejemplo, una prepaga paga un aproximado de \$45.000 por la realización de una colecistectomía por vía convencional (solo por la práctica), mientras que, si se adiciona el uso del laparoscopia y del bisturí armónico, el mismo aumenta en \$18.000. A su vez, se reduce

el riesgo de complicaciones, como ser infecciones, se reduce el tiempo de operación (sueldos del personal), y se gastan menos analgésicos, entre otros consumibles.

Otro factor que es tenido en cuenta al momento de realizar la proyección, es el cierre de la otra institución privada de salud en la ciudad. Si bien su capacidad era reducida, se espera que la cantidad de pacientes que se reciben, se incremente; al haber menor oferta - el Hospital Público y Clínica Central.

Como fuese mencionado para PAMI, el aumento de los valores en general se queda corto en comparación con la inflación a igual período. Con el cambio de modalidad – de facturar por prestación a un sistema modulado – se estipula que los valores que PAMI paga en promedio por las prácticas disminuyan en un 5-10% y la tasa de actualización de los valores siga siendo menor a la inflación acumulada del mismo período. Se ha tomado la actualización de los valores de PAMI a un 95% de la inflación de cada año, mientras que la facturación global infiere un pequeño incremento en cuanto al volumen de pacientes. De este modo, se determina la fórmula de actualización a partir del valor del año previo ajustada al 95% de la inflación acumulada al cierre del ejercicio fiscal de la Clínica. Al momento de elaboración del trabajo, ya se encontraba definido el cronograma de aumentos de los valores de PAMI, de modo que para el ejercicio finalizado al 30 de junio de 2019, se actualizó en un 12% los primeros 4 meses, y un 22% los restantes 8.

En relación a IPROSS, de las charlas mantenidas a comienzos de 2018, el 15% de aumento en 3 cuotas, otorgado a los empleados estatales y docentes, se dijo desde la central de IPROSS que ya se encontraba incorporado en el valor con el cual se comenzaba en enero y por ende, no sería ajustado en el valor de la cápita. De este modo, se ha estipulado que el delta entre la inflación y el 15% supuestamente ya incorporado, si ha sido ajustado, por lo que se desprende el contrato entre ambas partes. De vistas a las actualizaciones a futuro, se considera que los aumentos otorgados por parte de IPROSS han sido en general inferiores a la inflación - la provincia atraviesa una delicada situación financiera poniéndose de manifiesto en una deuda de más de \$50 millones de pesos que tiene con FECLIR y que la intención de las autoridades del gobierno es de cerrar efectivamente, paritarias inferiores a la inflación. Por otro lado, IPROSS adicionalmente, incorpora directamente en la fórmula, un ajuste por el crecimiento poblacional promedio de los últimos años, estimado según el cuadro a continuación. Esto se debe, a que el valor de la cápita además, aumenta en función de los afiliados en

el área de influencia de la clínica. El promedio del crecimiento poblacional se estima en 5.8%, tal cual se desprende del cuadro a continuación. Se observa la población relevada en cada ciudad de acuerdo al censo nacional de 2010 y la estimación del Ministerio de Salud de la provincia de Río Negro, realizada en 2018. Por lo tanto, en la actualización de los valores de IPROSS, se ha considerado la facturación del año precedente incrementada en un 95% de la inflación acumulada al cierre del ejercicio fiscal vigente y un ajuste del 5.8% por el aumento poblacional en la zona de influencia de Clínica Central – en este supuesto se asume que con el aumento poblacional, se mantiene la proporción de afiliados a IPROSS en el total de habitantes. Como fuese adelantado, para el ejercicio finalizado en 2019, los precios se ajustaron en la diferencia entre el 95% de la inflación a junio 2019 y el 15% - no trasladable a precios; y además el crecimiento poblacional.

Cuadro 7 – Evolución de la población de las ciudades del Alto Valle y Valle Medio

Ciudad	2010	2018
Ing. Huergo	7.513	11.863
Gral. E. Godoy	3.112	4.914
Villa Regina	33.089	52.249
Chichinales	3.057	4.827
Chimpay	4.025	6.356
Choele Choel	10.146	16.021
Cnel. Belisle	1.764	2.785
F. L. Beltrán	5.603	8.847
Lamarque	7.686	12.137
Habitantes:	75.995	120.000

Las Obras Sociales sindicales siempre han sido un segmento complejo para la negociación de valores. Con el cambio en el directorio, también se deja atrás un estilo de negociación conciliador para ser reemplazado por otro ciertamente más agresivo. A partir de este punto, se generan sucesivas suspensiones de prestaciones a las diferentes obras sociales sindicales, probando ser este el único recurso que genera resultados efectivos. En ocasiones, ha ocurrido que algunos cortes se prolonguen por varias semanas hasta que finalmente las autoridades de la obra social, se acercaban a negociar un aumento que pusiera fin a la peregrinación de pacientes a Gral. Roca. De todos modos, resulta un método que implica sacrificar facturación mientras dure el corte y si bien se logran aumentos, estos difícilmente superan la inflación. Por lo tanto, se estipula

que el aumento en general para las obras sociales sea del 94% de la inflación, y se ha estimado en un 8% el efecto que tienen las nuevas tecnologías sobre el agregado total.

Finalmente, en relación a las ART, constituyen el principal foco de atención de la clínica en lo que a facturación se refiere. La intención es aumentar el peso relativo que tiene este segmento en el agregado de la facturación. Como resultado, se observa la creación de un hospital de día, para internaciones breves y la apertura del Centro de Rehabilitación. El primero pone foco en prácticas quirúrgicas ambulatorias, como la cirugía de meniscos, de las principales prácticas en pacientes de ART. El centro de Kinesiología pone foco en la rehabilitación de estos pacientes. Si bien la facturación de las sesiones de fisio-kinesioterapia se encuentran contempladas en la respectiva línea, también se espera un incremento directo en la cantidad de pacientes que acudan a la clínica por la mejora en la relación con las diferentes ART, al brindar un abordaje integral y rápido de sus pacientes. Tal cual se desprende del cuadro precedente, se entiende que la facturación aumenta en un ritmo superior a la inflación y se determina el ajuste en un 12% por encima para los dos primeros años. No se prolonga para el resto de los años dado que la clínica puede capitalizar con un abordaje integral en mayor cantidad de pacientes y poder de negociación para obtener mejores actualizaciones.

V.II. Ingresos Laboratorio

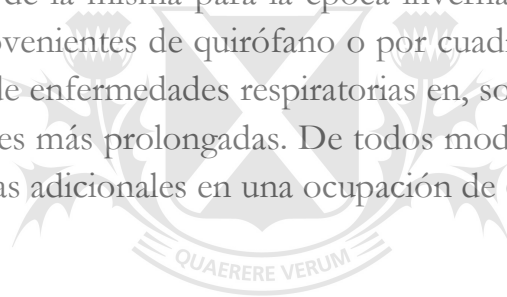
La clínica cuenta con un laboratorio propio que realiza atención a pacientes ambulatorios e internados. Funciona con 3 horas diarias de extracción de sangre para ambulatorios. Dicha configuración se mantiene fija hace ya algunos años. A su vez, se realiza una extracción diaria de los pacientes internados en habitaciones comunes, mientras que para los pacientes de UTI se realizan 4 exámenes diarios. Al incrementarse la capacidad de esta última, el laboratorio se vería beneficiado en forma directa. Esto redundaría en un mayor número de análisis por día. Asimismo, la clínica contaba en sus planes con la incorporación de un nuevo equipo que permitiría realizar nuevos tipos de estudios, con su correspondiente incremento en la facturación. En relación a los precios, el mismo es negociado por el Colegio de Bioquímicos. Dichos aumentos en líneas generales, acompañan con un alto grado de correlatividad a la inflación. Se debe a que el Colegio cuenta con mayor capacidad de negociación que la clínica en forma aislada.

V.III. Centro de Kinesiología

En relación al centro de Kinesiología, para el valor de las prestaciones se ha considerado el promedio ponderado para las ARTs en función de su participación sobre el total histórico atendido en la clínica. Esto resulta una medida conservadora, siendo que en la realidad se espera que la incidencia de Prevención ART, sea superior a la actual en el agregado de facturación del segmento. Si bien se configura como una amenaza, al generar una mayor dependencia sobre un solo cliente, dicha ART es la que ofrece los mejores valores por prestaciones y se cuenta con una buena llegada a los representantes.

V.IV. UTI

Finalmente, en relación al incremental de UTI, complementando lo que fuese explicado, dicha estimación surge de un aproximado de lo que genera la actual Terapia Intensiva. Se estima la finalización de la misma para la época invernal donde, adicional al flujo habitual de pacientes provenientes de quirófano o por cuadros médicos complejos, se agrega la estacionalidad de enfermedades respiratorias en, sobretudo, pacientes añosos que implican internaciones más prolongadas. De todos modos, se estima la ocupación de terapia para las 4 camas adicionales en una ocupación de 65% a lo largo del año.



Universidad de
San Andrés

Tabla 5 – Estado de Situación Patrimonial

Estado de Situación Patrimonial	Jun-18	Jun-19E	Jun-20E	Jun-21E	Jun-22E	Jun-23E
ACTIVO	33.343	45.424	67.624	87.347	115.399	147.151
ACTIVO CORRIENTE	31.089	40.883	62.946	83.169	111.562	143.650
Caja y Bancos	3.959	3.455	3.332	5.099	7.481	10.410
Inversiones Corrientes	9.220	13.820	29.990	45.888	67.326	93.689
Cuentas por Cobrar	13.540	18.718	23.671	26.756	30.467	33.897
Otros Créditos	2.747	3.038	3.074	2.779	2.532	2.253
Bienes de Cambio	1.624	1.852	2.878	2.647	3.756	3.400
ACTIVO NO CORRIENTE	2.253	4.542	4.678	4.177	3.837	3.501
Bienes de Uso	2.253	4.542	4.678	4.177	3.837	3.501
PASIVO + PN	33.343	45.424	67.624	87.347	115.399	147.151
PASIVO CORRIENTE	13.692	18.339	26.538	29.027	34.020	37.458
Cuentas por Pagar	1.391	2.234	2.826	3.238	3.739	4.218
Otras Deudas	-	2.062	2.608	2.948	3.357	3.735
Deudas Bancarias	556	1.111	1.111	1.111	1.111	-
Rem. y Cargas Sociales	9.415	6.736	7.959	7.982	8.581	9.525
Cargas Fiscales	264	370	2.309	2.646	3.055	3.447
Provisiones	2.067	5.826	9.725	11.101	14.176	16.534
PASIVO NO CORRIENTE	6.915	4.955	2.576	1.111	-	-
Otras Deudas	4.444	3.333	2.222	1.111	-	-
Rem. y Cargas Sociales	2.471	1.622	354	-	-	-
PATRIMONIO NETO	12.736	22.130	38.509	57.209	81.379	109.692
(s/estado correspondiente)	12.736	22.130	38.509	57.209	81.379	109.692
Principales Indicadores:						
Ratio de liquidez:	1,6713	1,7757	1,8372	2,3667	3,1451	4,0020
Endeudamiento:	0,6161	0,5802	0,4955	0,3989	0,3064	0,2439
Deuda/EBITDA	4,5322	2,1241	1,3226	0,7560	0,6855	0,6711

Valores en miles de pesos.

Tabla 6 – Estado de Flujo de Efectivo

Estado de Flujo de Efectivo	Jun-18	Jun-19E	Jun-20E	Jun-21E	Jun-22E	Jun-23E
Variaciones del Efectivo						
Efectivo al Inicio	2.846	3.959	3.455	3.332	5.099	7.481
Efectivo al Cierre	3.959	3.455	3.332	5.099	7.481	10.410
Aumento / (Disminución)	1.112	-504	-123	1.766	2.382	2.929
Causas de la Variación						
ACT. OPERATIVAS						
Resultado del ej.	2.724	9.394	16.380	18.699	24.171	28.313
resultados financieros	-155	-990	-1.419	-2.159	-3.176	-4.588
Impuesto a las Ganancias	1.467	5.058	8.820	10.069	13.015	15.245
D&A	639	1.167	1.453	1.191	805	1.361
Cambios en Activos y Pasivos						
Inversiones Corrientes	-6.636	-4.600	-16.170	-15.898	-21.438	-26.363
Cuentas por Cobrar	2.134	-5.178	-4.954	-3.085	-3.711	-3.430
Otros Créditos	-312	-291	-36	294	247	278
Cuentas por Pagar	543	844	591	413	500	479
Bienes de Cambio	-768	-228	-1.026	231	-1.109	356
Otras Deudas	-3.992	2.062	546	340	409	378
Deudas Bancarias	5.000	-556	-1.111	-1.111	-1.111	-1.111
Deudas Sociales	2.588	-3.528	-44	-331	600	944
Deudas Fiscales	-168	106	1.939	337	409	391
Pago IIGG	-1.292	-1.467	-5.058	-8.820	-10.069	-13.015
Cobro/(Pago) Intereses	155	990	1.419	2.159	3.176	4.588
Pago Honorarios	390	168	137	127	129	128
Actividades de Inversión						
Compra de Bienes de Uso	-1.205	-3.455	-1.590	-690	-465	-1.025

Valores en miles de pesos.

Universidad de
San Andrés

V.V. Estimación de flujos de fondos

Habiendo obtenido estimado los flujos de fondos futuros, el siguiente paso implica calcular el flujo de fondos libre de la empresa. Para ello, recurrimos a la fórmula descripta con anterioridad:

Flujos de fondos = resultado operativo (EBIT) * (1 - tasa impositiva) + depreciaciones y amortizaciones - cambio en capital de trabajo – inversión

A continuación, se muestran los resultados obtenidos:

Tabla 7 – Estimación de Flujos de Fondos para 2018 y años proyectados.

	Jun-18	Jun-19E	Jun-20E	Jun-21E	Jun-22E	Jun-23E
Ingresos	105.199	145.166	183.651	208.253	237.949	265.965
Costo de Servicios Prestados	-100.525	-129.981	-157.306	-179.342	-202.024	-224.522
EBITDA	4.674	15.185	26.345	28.911	35.926	41.443
<i>% margin</i>	4,44%	10,46%	14,35%	13,88%	15,10%	15,58%
D&A	-639	-1.167	-1.453	-1.191	-805	-1.361
EBIT	4.035	14.018	24.892	27.720	35.121	40.081
IIGG	-1.412	-4.906	-8.712	-9.702	-12.292	-14.029
D&A	639	1.167	1.453	1.191	805	1.361
Capital de Trabajo	4.018	-5.739	-4.955	-2.141	-3.063	-2.093
CAPEX	-1.205	-3.455	-1.590	-690	-465	-1.025
UFCF	6.075	1.085	11.088	16.378	20.105	24.296

Valores en miles de pesos.

V.VI. Estimación de Tasas de Descuento

Como fuese adelantado en el punto III.iii - Aproximación de la Tasa de Descuento, se aplicará la fórmula del WACC, que se recuerda a continuación:

$$WACC = r_e * E/(E+D) + r_d * (1-T) * D/(E+D)$$

En función a la proporción de capital y deuda se ha partido de los valores contables al cierre del ejercicio 2018.

La actividad de la clínica es netamente en pesos argentinos (ARS). Tanto sus ingresos, provenientes de obras sociales y los gastos, son en moneda local; más allá de que algunos insumos o equipamientos se coticen en dólares, en el agregado representan una porción mínima.

Si bien la clínica había obtenido una nueva línea de préstamo recientemente al 17%, de haber querido obtener uno nuevo, hubiese sido imposible hacerlo con la misma tasa. Sumado a esto, se considera la tasa de interés resarcitoria que cobra la AFIP por el atraso en el pago de deuda previsional, uno de los principales componentes del pasivo, y la misma a la fecha del análisis se ubica en un 3% mensual. De este modo, se ha establecido el r_d a un valor de 34.28% al cierre del ejercicio fiscal 2018. La tasa impositiva se establece en 35% sobre los resultados antes de impuestos.

En relación al costo del *equity*, se obtendrá a partir de la fórmula del CAPM.

$$CAPM = r_f + \beta (E(r_m) - r_f) + RP + \text{Prima por Iliquidez}$$

Retomando que la actividad se presta netamente en pesos, se ha optado por utilizar como tasa libre de riesgo el *Yield To Maturity* promedio de cuatro bonos con CER: TC20, TC21, TC23 y TC25 sumado al promedio de la inflación estimada para los 5 años de proyección. Al 30 de junio de 2018, la YTM promedio era: 4,5801%.

Activo	30/6/2018	Cupón anual	pago	CER Emisión	Emisión
Bono Boncer 2020 TC20	\$ 130,00	2,25%	semestral	6,5489	28/10/2016
Bono Boncer 2021 TC21	\$ 134,00	2,50%	semestral	6,1534	22/7/2016
Bono Boncer 2023 TC23	\$ 94,25	4,00%	semestral	8,7549	6/3/2018
Bono Boncer 2025 TC25	\$ 92,00	4,00%	semestral	9,0898	27/4/2018

De este modo, siendo la inflación promedio el 16,68%, y sumado al YTM obtenido de los bonos, se establece la tasa libre de riesgo argentina en: 21,2601%. Adicionalmente, considerando la marcada diferencia que existe entre el promedio y la inflación considerada para el año 2023 (11%), se opta por utilizar una tasa libre de riesgo puntual para el descuento del valor terminal al año 2023. De este modo, la r_f para el 2023, será de: 15,5801%.

Valorizando lo expuesto en el marco teórico del riesgo país y prima por iliquidez, se establecen en 610 bp, según lo publicado por el JPMorgan y en 4% el segundo concepto, según se desprende de los informes citados.

Se ha estimado el retorno del mercado argentino, a partir del índice Merval, por un plazo de 14 años, desde julio 2004 a junio 2018. A partir de ello, se obtiene un rendimiento anual en pesos de 44,75%.

Por último, pero no menos importante, en relación al Beta, se han observado diferentes estimadores del sector y de Damodaran, y se ha establecido el mismo en 0,80.

Aplicando los mencionados valores en sus respectivas fórmulas, obtenemos un CAPM y WACC de 50,147% y 45,6735%, respectivamente para los años intermedios. El descuento del valor terminal se realizará a un CAPM y WACC de 44,46% y 41,59%, respectivamente.

V.VII. Valor Terminal

Como fuese introducido en el inciso III.iv - Valor terminal, resulta relevante para concluir con la proyección de la empresa, estimar el valor a perpetuidad de los flujos futuros del negocio. Para ello se obtiene una tasa de crecimiento nominal - g.

$$g = ROE * \frac{\text{ResultadosNoDistribuidos}}{\text{ResultadoNetoDelEjercicio}}$$

Se deriva que la mencionada tasa se ronda 13,94%, mientras que la inflación en dicho año ha sido estimada en 11%. En conjunción con el WACC, se estima el monto de dicho Valor Terminal a partir de la siguiente expresión:

$$\text{Valor Terminal}_{2023} = \text{UFCF}_{2023} * (1+g) / (\text{WACC} - g)$$

Conociendo todas las variables, solo resta reemplazar y el valor mencionado es \$87,2 millones en dinero de 2023.

V.VIII. Estimación de valor

A partir de aplicar todo lo expuesto a lo largo del trabajo, se desprende el valor de la valuación de Clínica Central SA partiendo del ejercicio fiscal cerrado el 30 de junio de 2018. Se estipula un rango de +/- 0,5% en el valor del WACC al igual que en la tasa de crecimiento. El valor del patrimonio de la clínica, por ende, ronda entre \$21,3 y \$23,8 millones de pesos.

Tabla 8 – Estimación de valor de Clínica Central SA.

Tasa de Crecimiento Nominal (g)				
Tasa de descuento	13,44%	13,94%	14,44%	
45,17%	\$ 25.730	\$ 25.730	\$ 25.730	VP de UFCF
WACC terminal: 41,1%	\$ 17.819	\$ 18.228	\$ 18.651	VP del Valor Terminal
	\$ 43.550	\$ 43.958	\$ 44.381	Valor de la Empresa
	\$(20.607)	\$(20.607)	\$(20.607)	(Deuda)
	\$ 22.943	\$ 23.351	\$ 23.774	Valor del Patrimonio
	77,67%	78,06%	78,45%	PV Valor Terminal / Valor Total
	9,32x	9,4x	9,5x	Valor Empresa / EBITDA
45,67%	\$ 25.510	\$ 25.510	\$ 25.510	VP de UFCF
WACC terminal: 41,6%	\$ 17.196	\$ 17.584	\$ 17.987	VP del Valor Terminal
	\$ 42.707	\$ 43.095	\$ 43.497	Valor de la Empresa
	\$(20.607)	\$(20.607)	\$(20.607)	(Deuda)
	\$ 22.100	\$ 22.488	\$ 22.890	Valor del Patrimonio
	77,81%	78,19%	78,58%	PV Valor Terminal / Valor Total
	9,14x	9,22x	9,31x	Valor Terminal / EBITDA
46,17%	\$ 25.294	\$ 25.294	\$ 25.294	VP de UFCF
WACC terminal: 42,1%	\$ 16.601	\$ 16.970	\$ 17.353	VP del Valor Terminal
	\$ 41.895	\$ 42.265	\$ 42.647	Valor de la Empresa
	\$(20.607)	\$(20.607)	\$(20.607)	(Deuda)
	\$ 21.289	\$ 21.658	\$ 22.040	Valor del Patrimonio
	77,98%	78,36%	78,73%	PV Valor Terminal / Valor Total
	8,96x	9,04x	9,12x	Valor Terminal / EBITDA

Valores expresados en miles de pesos.

VI. Análisis de Sensibilidad

Como alternativa al análisis del caso base, se proponen dos escenarios donde se evalúa el impacto que tiene en el valor de la empresa, una modificación en una de las variables clave. De este modo, observaremos como se modifica el valor de la empresa en un escenario optimista y uno pesimista.

VI.I. Evaluación optimista

Comenzando por el escenario más beneficioso, se ha decidido evaluar el impacto que tendría en los flujos de fondos, y consecuentemente en la valuación, una mayor utilización de la nueva Unidad de Terapia Intensiva. Actualmente se ha contemplado que la terapia tiene en promedio una ocupación de 65% a lo largo del año. El fundamento de este valor radica en la necesidad de contar siempre con al menos una cama ociosa en caso de que arribara un paciente con un cuadro médico que haga imposible el realizar una derivación a otro centro de salud. De este modo, la clínica siempre cuenta con 1 cama libre como mínimo. Adicionalmente hay que considerar que durante el verano, históricamente el nivel de internados disminuye por diferentes motivos. Hay pacientes que postergan intervenciones quirúrgicas programadas, factores climáticos como es el frío de invierno y las patologías que trae aparejadas, entre otros. De este modo, se ha evaluado como afectaría si en su lugar consideráramos una tasa de ocupación promedio de 80%, es decir, un 15% mayor al escenario base. Vale aclarar que este incremento a su vez trae aparejado un mayor consumo de medicamentos. Para simplificar el escenario y evaluar aisladamente el efecto de la terapia se ha supuesto que dichas internaciones son por patologías clínicas y por ende no implican procedimientos quirúrgicos. El costo salarial derivado de las enfermeras no se ve afectado dado que las mejores prácticas sanitarias contemplan de una enfermera cada cuatro camas. De este modo, al contar la clínica con una oferta de 8 camas, se considera una disponibilidad de 2 enfermeras de manera permanente, independientemente de la ocupación real.

A continuación, se observa el nuevo valor de la empresa, nuevamente contemplado una variación en la tasa de crecimiento y en la tasa de descuento de +/- 0,5%.

Tabla 9 – Estimación optimista de valor de Clínica Central SA.

Tasa de Crecimiento Terminal (g)				
Tasa de descuento	13,44%	13,94%	14,44%	
45,17%	\$ 29.829	\$ 29.829	\$ 29.829	VP de UFCF
WACC terminal: 41,1%	\$ 20.776	\$ 21.252	\$ 21.746	VP del Valor Terminal
	\$ 50.606	\$ 51.081	\$ 51.575	Valor de la Empresa
	\$(20.607)	\$(20.607)	\$(20.607)	(Deuda)
	\$ 29.999	\$ 30.475	\$ 30.968	Valor del Patrimonio
	69,26%	69,74%	70,22%	PV Valor Terminal / Valor Total
	10,83x	10,93x	11,03x	Valor Empresa / EBITDA
45,67%	\$ 29.568	\$ 29.568	\$ 29.568	VP de UFCF
WACC terminal: 41,6%	\$ 20.050	\$ 20.502	\$ 20.971	VP del Valor Terminal
	\$ 49.618	\$ 50.070	\$ 50.539	Valor de la Empresa
	\$(20.607)	\$(20.607)	\$(20.607)	(Deuda)
	\$ 29.011	\$ 29.463	\$ 29.933	Valor del Patrimonio
	69,11%	69,59%	70,06%	PV Valor Terminal / Valor Total
	10,62x	10,71x	10,81x	Valor Terminal / EBITDA
46,17%	\$ 29.311	\$ 29.311	\$ 29.311	VP de UFCF
WACC terminal: 42,1%	\$ 19.356	\$ 19.786	\$ 20.232	VP del Valor Terminal
	\$ 48.667	\$ 49.098	\$ 49.544	Valor de la Empresa
	\$(20.607)	\$(20.607)	\$(20.607)	(Deuda)
	\$ 28.060	\$ 28.491	\$ 28.937	Valor del Patrimonio
	68,98%	69,45%	69,92%	PV Valor Terminal / Valor Total
	10,41x	10,5x	10,6x	Valor Terminal / EBITDA

Valores expresados en miles de pesos.

Según se observa, el aumento de una ocupación de 15% en la ocupación de la terapia redonda en un incremento promedio de la valuación de la empresa de \$7 millones, para alcanzar un valor en un rango de \$28 a \$31 millones.

VI.II. Evaluación pesimista

Por otro lado, si evaluamos un escenario más pesimista, podemos considerar el cambio de modalidad de contratación con PAMI. Como fue explicado se contempla que la facturación a partir de la nueva modalidad será de un 10% menor como consecuencia de prácticas realizadas y que a partir de septiembre no van a poder ser facturadas y tampoco se encuentran “cubiertas” por el módulo. Si en esta línea consideráramos que la clínica tendría un perjuicio superior, en el orden de 20%, la valuación final se sitúa en el siguiente rango:

Tabla 10 – Estimación pesimista de valor de Clínica Central SA.

Tasa de Crecimiento Terminal (g)				
Tasa de descuento	13,44%	13,94%	14,44%	
45,17%	\$ 22.608	\$ 22.608	\$ 22.608	VP de UFCF
WACC terminal: 41,1%	\$ 17.147	\$ 17.540	\$ 17.947	VP del Valor Terminal
	\$ 39.755	\$ 40.148	\$ 40.555	Valor de la Empresa
	\$(20.607)	\$(20.607)	\$(20.607)	(Deuda)
	\$ 19.148	\$ 19.541	\$ 19.948	Valor del Patrimonio
	89,55%	89,76%	89,97%	PV Valor Terminal / Valor Total
	8,51x	8,59x	8,68x	Valor Empresa / EBITDA
45,67%	\$ 22.406	\$ 22.406	\$ 22.406	VP de UFCF
WACC terminal: 41,6%	\$ 16.548	\$ 16.921	\$ 17.308	VP del Valor Terminal
	\$ 38.954	\$ 39.327	\$ 39.715	Valor de la Empresa
	\$(20.607)	\$(20.607)	\$(20.607)	(Deuda)
	\$ 18.347	\$ 18.720	\$ 19.108	Valor del Patrimonio
	90,19%	90,39%	90,58%	PV Valor Terminal / Valor Total
	8,33x	8,41x	8,5x	Valor Terminal / EBITDA
46,17%	\$ 22.208	\$ 22.208	\$ 22.208	VP de UFCF
WACC terminal: 42,1%	\$ 15.975	\$ 16.330	\$ 16.698	VP del Valor Terminal
	\$ 38.183	\$ 38.539	\$ 38.907	Valor de la Empresa
	\$(20.607)	\$(20.607)	\$(20.607)	(Deuda)
	\$ 17.576	\$ 17.932	\$ 18.300	Valor del Patrimonio
	90,89%	91,07%	91,25%	PV Valor Terminal / Valor Total
	8,17x	8,25x	8,32x	Valor Terminal / EBITDA

Valores expresados en miles de pesos.

En este escenario, se ajustan los valores a un 90% de los vigentes y como era de esperar, el efecto es sustancial. Como fue mencionado, el peso que tiene la facturación de PAMI sobre el total de la clínica, promedia el 50%.

Si comparamos el nuevo valor de la empresa con el escenario base, notamos una baja de \$3,7 millones, a un valor que se ubica en el rango de \$17,6 a \$20 millones de pesos.

VII. Fuentes

- Los sistemas de Salud en los países del Mercosur (Revista Margen - edición 54) - Lic. Rosana Abrutzky, Lic. Cristina Bramuglia y Dra. Cristina Godio.
- Principles of Corporate Finance (9th Edition, 2007) - Brealey Myers Allen.
- Estados financieros de Clínica Central SA a junio 2015, 2016, 2017 y 2018.
- Indec, Censo Nacional de Población, Hogares y Viviendas 2010, 2012.
- Publicaciones de Relevamiento de Expectativas de Mercado (junio 2018) - BCRA.
- Estadísticas de Servicios de Salud (2016) - Ministerio de Salud de Rio Negro.
- Ariccio, Federico (junio 2019) - Valuación de la empresa Mercato S.A.. Universidad de San Andrés.
- Castagniaro, Lorena (julio 2019) - Valuación de Grupo Supervielle. Universidad de San Andrés.
- Yu, Gabriela (junio 2014) - Valuación de Cablevisión a través del método de flujo de fondos descontado, e implicancias en el contexto del conflicto entre Grupo Clarín y el gobierno argentino. Universidad de San Andrés.
- <https://www.indec.gob.ar>
- <http://www.bcra.gov.ar>
- <http://www.afip.gob.ar>
- <http://www.ambito.com>