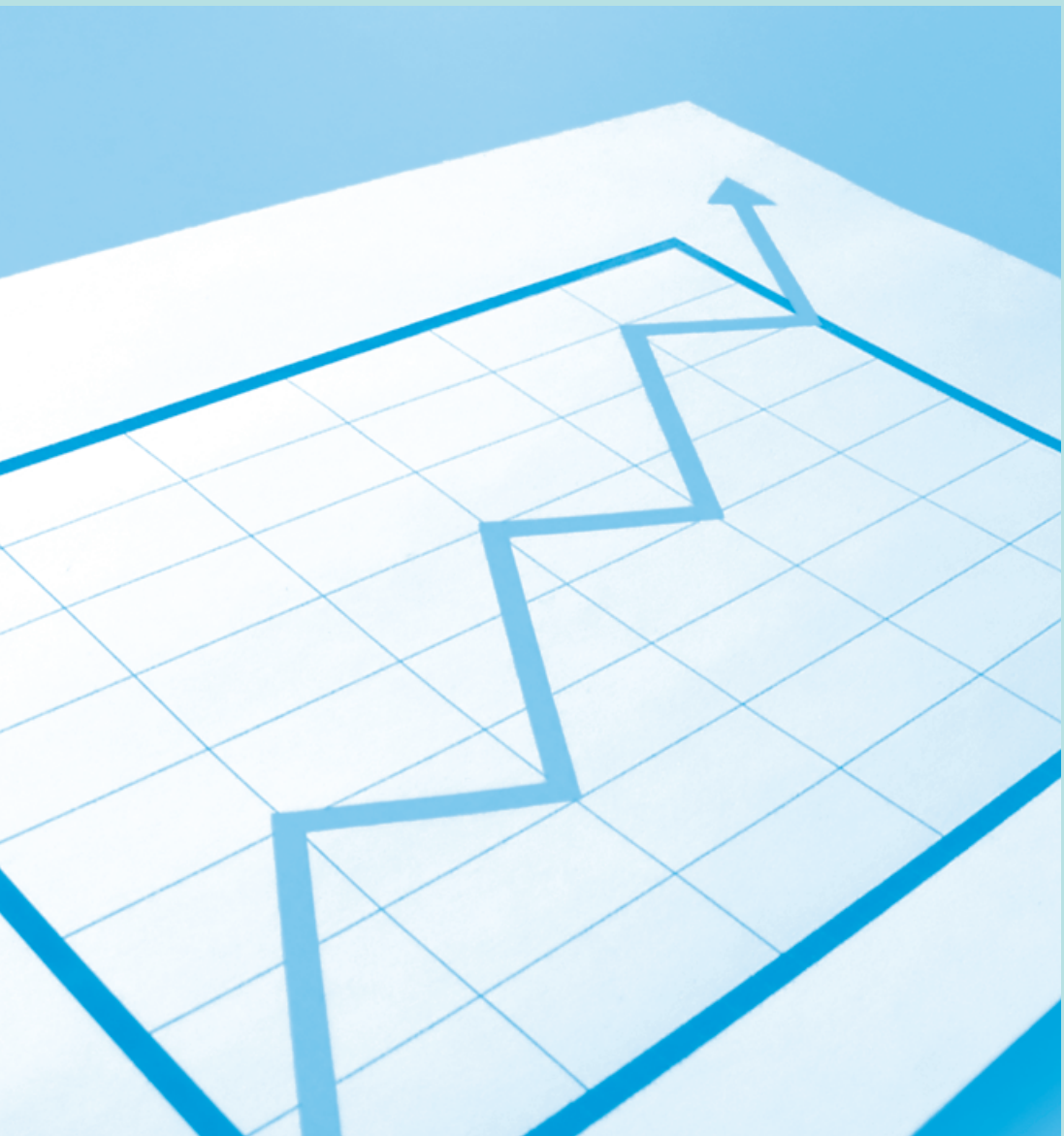
MONOGRAFÍAS

GRUPO HOSPITAL DE MADRID

La valoración de un hospital privado



HOSPITALES

HOSPITAL de MADRID FUNDACION

HOSPITALES

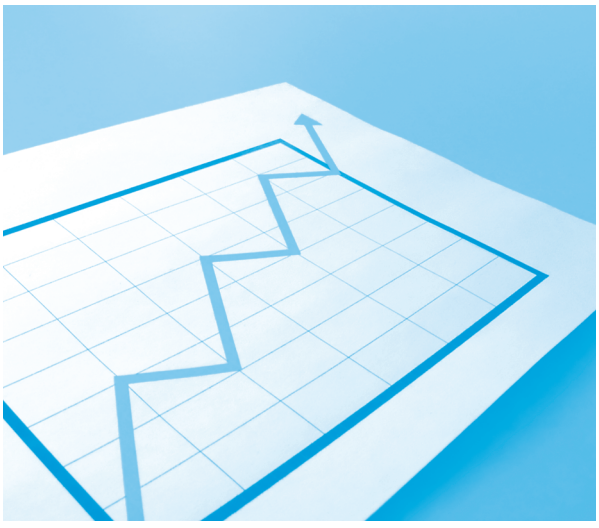
HOSPITAL MADRID FUNDACION

MONOGRAFÍAS
DEL GRUPO HOSPITAL DE MADRID

La valoración de un hospital privado

Fernando Pérez Iñigo
General de División de Sanidad Médico.
Ex Director de Sanidad del Ejército.
Grupo Hospitalario HM.

Juan Manuel Mascareñas
Doctor en Economía de la Empresa.
Catedrático de Economía Financiera.
Experto Evaluador de la Comisión Europea.



Mayo 2007

Al afrontar la valoración de un hospital privado podemos encontrarnos ante diferentes planteamientos. Las más de las veces hay que valorar una empresa hospitalaria en su conjunto, ya sea para su compra total o bien para la toma de una importante participación económica, ya sea por parte de otra empresa o de un inversor individual; otras veces lo que se plantea es la compra-venta, entre dos empresas, de un determinado hospital, pero no de la empresa total o parcialmente, es decir, no se venden acciones sino un activo de esa empresa. Puede plantearse también la compra por parte de una empresa de un hospital perteneciente a una fundación, a una institución de carácter benéfico o, incluso, a una de las administraciones del Estado. Esto ha ocurrido no hace mucho tiempo con algunos centros hospitalarios del Ministerio de Defensa.

LA SITUACIÓN DEL HOSPITAL.-

Existen diversas formas de valorar la capacidad de supervivencia y de penetración de una empresa hospitalaria, formas que van a depender, en gran parte, de la situación del centro. Básicamente puede encontrarse en una de estas situaciones:

Hospital en funcionamiento

- Situación muy buena, tanto estratégica como económicamente, lo que implica por lo general buenas expectativas.

- Situación económica buena, con unos beneficios aceptables y sin problemas graves de carácter estratégico de mercado ni empresarial.

- Situación económica aceptable, pero con dificultades previsibles en un futuro próximo: problemas estructurales (necesidad de una importante renovación del edificio y de sus instalaciones), societarios (sustitución de grandes directivos; discrepancias importantes entre accionistas), o de mercado (nuevos centros competidores, crisis de proveedores de clientes: sociedades, mutuas, médicos importantes, conciertos).

- Mala situación económica, por gestión empresarial o sanitaria erróneas, e incidencia en tiempo actual de los factores antes citados.

- Muy mala situación económica, por pérdidas imposibles de asumir.

Hospital cerrado

- Ha funcionado un cierto tiempo y ha cerrado por agravamiento de todas las circunstancias adversas citadas.

- Ha cerrado, cuando funcionaba aceptablemente bien y era rentable, por imposición legal (falta de las debidas autorizaciones), judicial o para realizar una reestructuración importante.

- Ha cerrado por otras razones (personales, societarias, sociales, etc), cuando funcionaba aceptablemente bien y era rentable.

- No ha funcionado nunca. Ha sido planificado y construido por una empresa, que luego decide no explotarlo y lo pone en venta.

- No ha funcionado nunca. Ha sido construido por una empresa, con arreglo a lo solicitado por otra, a la que luego vende, con arreglo a lo previamente acordado.

Centro del que se modifica su finalidad

Se trata de un centro, generalmente en una situación económica no demasiado buena, que se transforma, o se propone su transformación: de hospital de agudos en uno de media / larga estancia, o viceversa, o bien de residencia de la tercera edad, colegio o centro monográfico a hospital general de agudos o de media / larga estancia.

Grupo de hospitales.

Se trata de valorar simultáneamente varios hospitales pertenecientes a una misma empresa. A la valoración que se realice de cada uno de ellos se deben sumar los apoyos y sinergias económicas que se producen entre ellos, al negociar tanto con los proveedores de pacientes como con los de productos, sanitarios y no sanitarios, desde posiciones más fuertes que cuando se trata de un solo hospital.

CONOCIMIENTO DETALLADO DEL CENTRO.-

Supone una larga serie de verificaciones de muy variados aspectos:

Confirmación de la propiedad en el Registro y comprobación de la existencia o no de posibles cláusulas restrictivas, de cualquier género, o de hipotecas. Conocimiento de las autorizaciones y licencias del ayuntamiento, de protección civil, de sanidad, de industria (instalaciones) y de medio ambiente (residuos y vertidos). Existencia de un Plan de Emergencias y de un Plan de Residuos.

El valor y características de la parcela en que está edificado: dimensiones, forma, relieve. Localidad, barrio y calle. Entorno y situación general. Accesos y comunicaciones. Posibilidades de

ampliación del edificio. Dentro del plan general de urbanización de la localidad, su calificación y límites, volumen de edificabilidad, alturas permitidas, retranqueos, servidumbres. Posibilidad de aparcamiento en superficie. Conocimiento del valor de suelo equivalente en la localidad. Existencia de parcelas colindantes o muy próximas que pudieran adquirirse. Encontrarse o no en una urbanización con cláusulas restrictivas estatutarias.

El valor del edificio: Adecuación a su actividad hospitalaria y calidad de la construcción. Antigüedad y estado. Naturaleza y estado de sus cubiertas. Distribución general. Superficie total y por plantas. Número de habitaciones por planta. Tamaño de las habitaciones.

Instalaciones generales: Estado, antigüedad, adecuación y fabricantes de los equipos así como de sus empresas de mantenimiento. Fontanería, electricidad, grupo electrógeno, aire acondicionado, gases, calderas, cocinas, frigoríficos, ascensores y montacamas, instalaciones contraincendios, etc. Pintura general. Existencia o no de humedades.

Programas informáticos y su naturaleza. Intranet. RIS. PACS. Equipos.

Instalaciones sanitarias fijas o semifijas: Número, calidad, estado, antigüedad, prestaciones y adecuación. Marcas y mantenimiento. Cabeceros integrados, equipos de diagnóstico por imagen (equipos de RX convencionales y telemandados, TC, RM, PET, aceleradores, hemodinámica, ecógrafos, mamógrafos, ortopantomógrafos, etc), robots quirúrgicos, aceleradores, laboratorios, farmacia, UVIs, etc.

Calidad, tamaño y número de quirófanos en relación con la demanda actual y la previsible. Equipos de esterilización en número y capacidad adecuados al número de quirófanos.

Dotación de equipos médicos medios y menores: respiradores, monitores, equipos de endoscopia, desfibriladores, procesadoras, etc. Amueblamiento en general y especialmente las camas de los pacientes (características y estado).

Política de adquisiciones. Centrales de compras. Estudios de trazabilidad de productos y medicamentos.

Aparcamiento, propio o próximo, adecuado a la demanda real y a la previsible.

Existencia o no de convenios de explotación por terceros de determinados servicios o equipos médicos o de servicios no asistenciales: conveniencia o no del convenio y posibilidad y coste de su resolución.

Estructura accionarial de la sociedad propietaria, si se pretende la compra-venta de un paquete de acciones, pero no de la totalidad. Estatutos de la sociedad. Consejo de administración. Número de consejeros a conseguir. Protecciones a los accionistas minoritarios.

Estructura e idoneidad del organigrama directivo.

Personal fijo existente: Adecuación, número, cualificación, edad y antigüedad. Personal de enfermería. Externalización de servicios.

Informe económico: Volumen de facturación. Gastos fijos y variables. Balance, amortizaciones y reservas. Previsiones y provisiones. Deudas. Beneficios.

Desarrollo de programas de contabilidad analítica.

Situación asistencial. Grado de ocupación y estancia media. Volumen y tipo de pacientes en relación con el pagador de los servicios. Mix de pacientes en relación con las patologías más frecuentemente asistidas. Tiempos de demora para exploraciones de imagen.

Existencia de acuerdos asistenciales con varias aseguradoras, mutuas, colegios profesionales y con las consejerías de Sanidad de la propia comunidad autónoma o de las próximas, que puedan remitir pacientes, y calidad de dichos acuerdos.

Médicos que trabajan en el centro: su calidad, prestigio y dedicación. Acuerdos de vinculación. Especialidades más desarrolladas y las deficitarias. Situación de los centros de la competencia: distancia y calidad de esos centros.

Prestigio del hospital: en el mundo sanitario y entre los posibles usuarios. Autorización oficial para realización de determinadas técnicas. Problemas con los vecinos y comunidades próximas.

Acreditaciones obtenidas y su renovación (ISO, Joint Comission, Canada Council, EFQM, etc).

Posible actividad docente y de investigación.

El organigrama directivo

Es muy importante conocer, no solo el organigrama teórico del centro, sino, sobre todo, el reparto real de actividades y responsabilidades entre los directivos, en función del puesto desempeñado y no atribuidas, arbitrariamente, en función de una persona determinada.

La correcta y adecuada distribución de actividades y responsabilidades en sus subordinados, es una buena muestra de la capacidad de un dirigente, lo cual aumenta la valoración del centro. Por ello es frecuente que en las operaciones de compra de un centro hospitalario o de una participación importante, si el centro tiene una buena gestión, una condición del comprador sea que el equipo de dirección permanezca.

LOS RIESGOS DE LA EMPRESA HOSPITALARIA.-

Es muy importante el conocimiento de estos riesgos, de los cuales hay unos específicos de la empresa en sí, que pueden ser combatidos mediante un proceso de diversificación, en tanto que otros son dependientes del sistema económico general, y no son diversificables.
Y es que en realidad no puede exigirse a los médicos que sean infalibles, toda vez que la Ciencia Médica constituye un sector del conocimiento sometido a elementos no controlables que, aún mediando la mayor de las diligencias posibles, su aplicación puede producir un resultado distinto del perseguido.

Riesgos específicos o diversificables

Riesgos del proyecto.-

Nacen de la posibilidad de equivocarse al calcular la localización, las dimensiones, la dotación humana o tecnológica del hospital, previendo una demanda que no se materializa en la cuantía esperada. Pueden ser, por tanto, un riesgo del hospital en su conjunto o, dentro del centro, de determinados equipos o servicios.

Riesgo competitivo.-

Se origina en la dificultad de calcular y prever la fuerza de la competencia, actual y futura. Es necesario un conocimiento muy profundo de la situación de las empresas competidoras y recibir información de sus proyectos a corto y medio plazo. El poder de la competencia puede tener su origen en su aumento de competitividad o en una disminución de la propia, consecutiva a decisiones empresariales o a hechos imprevistos (por ejemplo, una campaña adversa de prensa por malos resultados).

Riesgos del sector.-

Debidos a las múltiples variables que afectan al sector, tales como la situación general de la sanidad en España y más específicamente en la Comunidad de referencia; formación de especialistas y de diplomados en enfermería; estado de los centros públicos y de los privados de la zona y sus adquisiciones tecnológicas; proyectos de las

autoridades sanitarias y su política de conciertos; compañías de asistencia sanitaria existentes y distribución de las pólizas.

Riesgos sistemáticos o no diversificables

Riesgos de mercado.-

Dependiente de la situación económica general con tendencia al crecimiento o a la recesión económica, y a las variaciones en los tipos de interés. También depende de variaciones en la legislación general que puedan afectar a la empresa (tributos, personal, etc). Para hacerlos frente, en lo posible, debe contarse con un asesor económico de solvencia.

DIVERSIFICAR.-

La diversificación es una medida esencial para prevenir la mayoría de los riesgos. Una forma de diversificar es el crecimiento, moderado y prudente, de la empresa. Ese crecimiento puede ser: en nuevos hospitales, en la cartera de prestaciones, en otros tipos de centros (hospitales de media / larga estancia, residencias de tercera edad), diversificación de los proveedores de pacientes, de nuevas prestaciones médicas, nuevas tecnologías, asistencia a nuevos colectivos, aumento del número de especialistas y de especialidades y en la realización de actividades no directamente sanitarias (comedor, cafetería 24 horas, teléfonos, publicaciones, cursos, etc.) o bien extender las actividades a otra u otras comunidades autónomas.

Un aumento más o menos rápido del número de centros de una empresa hospitalaria puede ser debido al deseo de alcanzar más altos niveles de facturación que faciliten su salida a Bolsa, especialmente si en la empresa predominan los criterios económicos.

ESTUDIO ESTRATÉGICO.

Es preciso tener una idea clara de la situación sanitaria general de la nación y de la comunidad autónoma correspondiente, muy especialmente en lo que se refiere a la sanidad privada y sus centros, así como al lugar ocupado en ese contexto por el hospital de referencia. Es entonces el momento de realizar un estudio estratégico DAFO, para valorar el centro en sí mismo y su posición en relación con los restantes hospitales privados de la ciudad.

La forma, más o menos acertada, en que la empresa gestora se defienda de las debilidades y de las posibles amenazas, fortaleciendo su posición, y al mismo tiempo obtenga el

mayor rendimiento posible de sus fortalezas y oportunidades, es importantísima en el momento de valorar su fondo de comercio y, por tanto, de valorarla en su conjunto.

Debilidades.-

I.- Gran dependencia de las sociedades de seguro médico, proveedoras de la mayoría de los pacientes. Entre las tres más importantes, ADESLAS, SANITAS y ASISA, controlan el 50 por ciento del mercado.
Los precios de las pólizas, colectivas e individuales, de todas las compañías son bajos y por tanto las tarifas acordadas con los hospitales también lo son.

II.- Los pacientes auténticamente privados constituyen, por lo general, un porcentaje pequeño, salvo para unos pocos especialistas muy destacados o en especialidades tales como la cirugía estética y la odontoestomatología.

III.- Necesidad de personal altamente cualificado, sobre todo, pero no únicamente, de buenos médicos especialistas y de un grupo de personal de enfermería muy cualificado.

IV.- Necesidad de importantes inversiones en tecnología, que es preciso renovar, con gran frecuencia en un plazo relativamente breve, sobre todo en hospitales de alto nivel asistencial. El desarrollo tecnológico es rapidísimo y equipos novedosos, muy costosos, pueden quedar muy pronto superados (caducidad externa).
Piénsese en el alto coste actual de equipos tales como los aceleradores de partículas, gamma knife, ciber knife, RM cerrada de 3 teslas, RM abierta de alto campo, RM stand up, PET híbrido de alta definición, TC helicoidal de 64 cortes, hemodinámica, robot Da Vinci, etc.

V.-Situación inicial de inferioridad de un hospital privado gestionado por una sociedad anónima, en relación con competidores de órdenes religiosas o de entidades oficialmente "sin ánimo de lucro" (Cruz Roja, fundaciones) en lo que respecta a los aspectos fiscales, de amortización de inmuebles y de personal.
Inferioridad también en relación con las clínicas pertenecientes a sociedades de seguro médico, que tienen por ello asegurada su clientela.
En esta primera década del siglo XXI se está produciendo en el ámbito de la sanidad privada española una entrada muy importante de capitales, extranjeros y nacionales. Evidentemente que ello tiene consecuencias favorables, pues permite la realización de inversiones muy fuertes, tanto en infraestructuras como en tecnología, pero

también los tiene adversos, por una parte porque está generando una auténtica inflación de los precios de los hospitales, y por otra por un afán desmedido de adquirir o edificar nuevos hospitales sin una real evaluación de la demanda.
Asimismo inferioridad de los hospitales o clínicas no pertenecientes a grupos hospitalarios, en lo que se refiere a recursos financieros, en relación con esos grandes grupos de hospitales y clínicas, financiadas por sociedades de capital extranjero o nacional, todas las cuales han emprendido una expansión importante.
La tendencia actual es la formación de grupos hospitalarios, en los que, además de conseguirse adquisiciones con importantes descuentos económicos (sinergias), se rentabilizan al máximo las instalaciones más especializadas, y por lo general disponen de socios financieros importantes.

VI.- Una gran proporción de la sanidad privada de especialidades quirúrgicas (cirugía estética, cirugía refractiva, cataratas) se realiza en clínicas sin hospitalización y sin UCI, con lo que los riesgos a los que están sometidos sus pacientes son más altos de lo debido, pero tales clínicas suponen una importante competencia para los hospitales bien dotados y más seguros, pues sus precios pueden ser mucho menores.

Amenazas.-

I.- Posibilidad de aparición de nuevos competidores, especialmente por su proximidad, buena gestión, equipamiento o recursos económicos. En la Comunidad de Madrid la competencia es muy grande. Hay grupos con capital extranjero que han adquirido varias clínicas y tiene un gran potencial expansivo.

II.- Aunque no es probable, existe la posibilidad de que una reforma del Sistema Nacional de la Salud le haga más eficiente y satisfactorio. El momento en el que se transfirieron las competencias sanitarias a las comunidades hubiera podido ser el más propicio para ello, pero no ha sido así.
El nuevo gobierno de la CA de Madrid está construyendo ocho nuevos hospitales públicos y pretende reducir las listas de espera. Hay que esperar y ver como se llevan adelante estos proyectos, su grado de realización y de eficacia. Es previsible que inicialmente funcionen bien, hasta que los defectos generales del sistema vayan impidiéndolo.

III.- Posibilidad de la producción de malos resultados médicos en el hospital, sea o no por errores de sus profesionales, pese a haber seleccionado al cuadro médico y haberle dotado del equipamiento adecuado. Ello puede generar o no graves

responsabilidades económicas, que es necesario cubrir con seguros suficientes, pero que puede dañar gravemente el prestigio del hospital, que es su activo inmaterial más importante. Para evitarlo, se ha de dotar con las mejores estructura, organización, equipamiento tecnológico, personal auxiliar y cuadro médico, así como de un sistema de control de calidad, a todos los niveles.

IV.- Poder de las principales compañías de seguro médico para intentar imponer, en los convenios con cada hospital, condiciones que les sean muy favorables, en perjuicio del centro.

Cuanto mayor sea el prestigio del o de los centros, su situación en determinados puntos estratégicos y el volumen total de camas y servicios ofertados, las condiciones para negociar con esas compañías los respectivos convenios son mejores. Esta es una de las razones por las que se pueda considerar necesario poner en funcionamiento nuevos hospitales, de forma que, tanto la oferta de camas, como su prestigio y situación sean factores determinantes.

V.- Es también una amenaza importante, muy a tener en cuenta, la tendencia general en España de ir disminuyendo el número de funcionarios públicos dependientes de la Administración Central, que se afilian a Muface y por tanto pueden elegir recibir su asistencia de la sanidad privada, y al aumento correspondiente de los funcionarios de las administraciones periféricas, que reciben su asistencia del sistema público, como consecuencia de irse transfiriendo a las comunidades y ayuntamientos nuevas competencias.

Como compensación parcial de esa tendencia, a partir de enero de 2005 pasaron a recibir asistencia a través de sociedades de seguro privado muchos afiliados al Isfas que hasta entonces la recibían de los hospitales militares.

VI.- Posible aparición de nuevos tratamientos o métodos profilácticos que eviten hospitalizaciones y acorten y abaraten los tratamientos, lo que resultaría lesivo para los intereses económicos de los centros hospitalarios. Recordemos que, hace años, la aparición de la estreptomicina y de la isoniacida produjo la desaparición de la Tisiología como especialidad y provocó el cierre de todos los sanatorios antituberculosos.

Fortalezas.-

I.- Disponer de uno o varios hospitales totalmente consolidados en el mercado sani-

tario, con un alto prestigio por sus resultados médicos, por la asistencia prestada, su moderna tecnología y por la excelencia de su gestión. El prestigio de un hospital y de sus médicos es su principal fondo de comercio, y no se deben ahorrar medios ni esfuerzos para conseguirlo.

Es el momento oportuno de insistir en la diferencia esencial existente entre clínicas, concepto ya periclitado como tal, y hospitales. En la práctica hay centros muy conocidos entre el gran público, que actúan exclusivamente como tales clínicas.

II.- Contar con un sistema de gestión que, dando prioridad a la calidad asistencial y a la seguridad, sobre los resultados económicos inmediatos, consiga, sin embargo, que estos sean excelentes. Estos criterios son el mejor camino para conseguir un alto prestigio y, como consecuencia, asegurarse a medio y largo plazo esos buenos resultados económicos.

III.- Disponer de un cuadro de médicos y de personal de enfermería muy bien seleccionado, altamente cualificado y prestigiado, y motivarlo adecuadamente, de forma que se sienta partícipe activo de la empresa sanitaria.
La existencia de un convenio con una Escuela de Enfermería para la realización en el hospital de la carrera o a lo menos de las prácticas durante el periodo de formación, es garantía de disponer siempre de buenos profesionales.

IV.- Disponer de un excelente núcleo humano en su equipo de gestión, así como de muy buenos asesores. Este puede ser el principal y más importante activo de la empresa hospitalaria, toda vez que en el mercado sanitario no existen muchos gestores sanitarios capacitados para la gestión de un centro privado.

V.- Debe obtenerse una acreditación tipo ISO, que garantice la calidad de los procedimientos de toda índole realizados en el o los centros hospitalarios, y otra de calidad asistencial. Como, en definitiva, la mejor prueba de la calidad asistencial de un centro son los resultados médicos obtenidos, debería propiciarse su publicación, junto con el case-mix.

Oportunidades.-

I.- Importantes insuficiencias asistenciales y de gestión en el Sistema Nacional de la Salud que no han podido ser corregidas por sucesivos gobiernos. No parece que la transferencia de la Sanidad a las CCAA haya modificado esta situación.

II.- Posibilidad de que, para mejorar el funcionamiento de ese Sistema Nacional de la Salud, se aumente y mejore la participación en él de los centros privados (mediante convenios asistenciales de duración media, al menos, con garantía de pago).

III.- Es segura la progresiva aparición de nuevas prestaciones, muchas de las cuales no podrán ser cubiertas por el Sistema Nacional de Salud o tardarán bastante en serlo. La gerencia del hospital privado debe estar siempre ojo avizor para ir incorporando estas nuevas prestaciones con la mayor premura posible, si se determina que, realmente, son una novedad importante y la sanidad pública no las incluye en su catálogo de prestaciones.

IV.- Falta de calidad asistencial, de instalaciones adecuadas o de buenos equipos de gestión en muchos de los centros privados de la competencia.

V.- Posibilidad de que la extensión de los sistemas de acreditación de centros haga que se requieran estas certificaciones para concertar con el Sistema Nacional de la Salud, o incluso para realizar su actividad asistencial, lo que puede llevar a algunos competidores al cierre o la reconversión.

VI.- Si el centro ha conseguido un gran prestigio es muy probable que se reciban ofertas de grupos financieros y de importantes inversores privados para participar en el capital de la empresa, ya que existe una importante oferta económica para el mercado sanitario en general; esa participación puede permitir una más segura y rápida expansión, siempre que esos inversores no interfieran con la gestión, si esta es la adecuada. Igualmente se pueden recibir propuestas para participar o colaborar en otros proyectos sanitarios.

El Consejo de Administración de la sociedad gestora debe estudiar muy profundamente dichas ofertas para determinar, a la vista de posibles planes de expansión, si conviene tomar un socio importante, que aporte recursos económicos y un cierto prestigio empresarial, el porcentaje minoritario o mayoritario de acciones que se le pueden vender, o si se puede y debe seguir adelante con dichos planes con recursos propios y un cierto grado de endeudamiento. Ello va a depender tanto de la personalidad de ese posible socio, como de las condiciones en que se incorporaría como tal, y de la política general de la empresa.

Tal vez las condiciones más controvertidas para la entrada de un nuevo socio sean la valoración de la empresa, que va a determinar la cuantía de su aportación y el porcentaje de su participación en ella, y la existencia de cláusulas de recompra al cabo de un determinado número de años, en el caso de participaciones minoritarias.

PREVISIONES ECONÓMICAS.-

Se debe realizar una previsión económica de los siguientes aspectos:

- Inversiones necesarias para la puesta en funcionamiento del hospital y ejercicios en que serán realizadas.

- Amortizaciones a tener en cuenta: del propio edificio, de sus instalaciones generales, de las sanitarias, de los diferentes equipos médicos y del mobiliario, cada una de ellas de plazo diferente.

- De las facturaciones que se realizarán a lo largo de los años siguientes, generalmente cuatro.

- De los gastos a realizar durante esos mismos años.

Para que estas previsiones de ingresos y gastos sean lo más acertadas posible es necesario conocer bien la situación del mercado sanitario en que el hospital se va a desenvolver, así como de sus tendencias.

Puede ser útil realizar dos previsiones de ingresos y gastos: la más probable, con arreglo a ese conocimiento del mercado, y la más desfavorable, caso de concretarse determinadas amenazas, para poder así realizar previsiones para el caso de que la marcha del hospital no sea del todo satisfactoria.

Inversiones.- El valor del terreno y del edificio pueden ser muy variables, en relación con su calidad, estado, tamaño y dimensiones, su situación, calificación y situación del mercado, o bien de las negociaciones y acuerdos urbanísticos que puedan establecerse.

Flujos de caja.- Facturaciones por pacientes ingresados: precio estancia total, precios cerrados, por GRD, por baremo. Forfait de urgencias. Facturaciones por pacientes ambulatorios (quirófano, imagen, análisis, endoscopias, etc).
Otros ingresos de hospital: cafetería, comidas, TV, teléfono, bazar, aparcamiento. Ingresos financieros. Otros.

Gastos.- Personal. Alimentación. Medicación. Material fungible. Mantenimiento y conservación. Servicios exteriores. Limpieza. Lavandería.

Amortizaciones. Previsiones y provisiones.

LA VALORACIÓN DEL HOSPITAL.-

Digamos de entrada, que el valor económico de una empresa depende no tanto del valor material de sus activos, como de su capacidad para generar flujos de caja. La idea que subyace en la frase anterior es que la empresa, como negocio, necesita de activos para llevar a cabo su actividad y, por tanto, lo que se valora es ésta y no aquéllos. Los activos fijos sólo son interesantes cuando el negocio va mal y valen más que éste, en cuyo caso, lo mejor es proceder a liquidarlos porque se obtendrá más dinero que con la venta de la propia actividad empresarial. Un caso especial es cuando, como ocurre ahora en España, los activos fijos –los inmuebles, especialmente- sufren una fuerte revalorización de tal calibre que pueden valer más que la propia actividad económica de la empresa.

Toda valoración es, en cierto modo, un ejercicio de adivinación, eso sí, lo más preciso posible, para el cual es necesario realizar un estudio económico-financiero a fondo, no solo de la realidad de los últimos años de funcionamiento de la empresa, sino también y sobre todo de cómo se estima que van a ser esos resultados económicos en los próximos años. Para ello se deben valorar muchos factores, sanitarios, económicos, recursos humanos, etc. Revisados ya los primeros, vamos a estudiar ahora los factores que afectan a los flujos de caja y su proyección futura.

ESTIMACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA ESPERADOS.

COBROS.-

Aunque su valor es parecido al concepto contable de "ingresos" no debe confundirse con él. Los cobros reflejan dinero "contante y sonante" que se espera recibir en cada año (los ingresos no implican necesariamente cobros sino la venta de un producto o servicio). Para facilitar su cálculo se puede suponer que los ingresos del año anterior cuyo cobro se difiere al actual se contrarrestan con los ingresos de este año cuyo cobro se difiere al año próximo. De esta manera la cifra de cobros será similar a la de los ingresos, salvo que la empresa esté creciendo mucho y dichas cifras no sean similares. Para realizar su estimación a lo largo de varios años, alrededor de cinco, se debe partir de los siguientes supuestos:

Inflación esperada.

La tasa de inflación sanitaria media anual de los últimos años (1994-2004) ha sido de un valor medio de 2,77%, con una desviación típica del 0,62%. Para el futuro esa tasa va a depender de muchos factores, especialmente de los tipos de interés en la UE, de la situación económica general y nacional, y de la política gubernamental y de las CCAA. Aunque en algún año parezca que va a ser supe-

rior a la cifra señalada podemos suponer que se va a producir una "reversión a la media", es decir, que la inflación, pese a su aleatoriedad, conforme avance el tiempo tienda a aproximarse a su valor medio de 2,77, pues el periodo de determinación de esa cifra coincide con uno de los de mayor estabilidad económica de nuestro país.

Tasa de crecimiento anual de la empresa estudiada.

Es más fácil de valorar en los centros que llevan un cierto número de años funcionando con políticas gerenciales conservadoras. Se evalúa con arreglo al crecimiento de los años anteriores y a la determinación de los factores empresariales (desarrollo de nuevas actividades, aumento de clientela, nuevos precios, etc) o de su ambiente (competencia) que puedan hacer variar ese crecimiento en uno u otro sentido.

Para hacer la valoración más aproximada posible de esa tasa de crecimiento, es necesario un profundo conocimiento de la situación general de la sanidad, de la sanidad privada y de las posibilidades del centro objeto del estudio.

En cualquier caso si la tasa de crecimiento anual es superior a la del sector debe estar bien argumentada y asegurarse de que se dispone de las adecuadas barreras de entrada a la competencia que permitan dicho crecimiento extraordinario. En este caso, además, debe estimarse el tiempo que tardará la competencia en anular dicha ventaja.

Conservadurismo.

Todos los supuestos deben hacerse bajo una visión realista-conservadora. El negocio hospitalario puede considerarse de riesgo medio-bajo, no muy influenciable por las oscilaciones de la economía nacional. Consecuentemente con ello debe establecerse una cifra de desviación de los datos estimados subjetivamente de entre un 10 y un 15%.

PAGOS.-

Los pagos no coinciden con los gastos, éstos últimos pueden no implicar una salida de dinero por lo que serían irrelevantes para la valoración salvo en lo que atañe a su impacto fiscal –que sí es un pago, o mejor dicho un "menor pago"-. Nuevamente los gastos de un año que se pagan en el siguiente se pueden contrarrestar con los de este año que se pagan en el próximo. De esta manera los gastos se pueden considerar pagos salvo por la importante excepción de las amortizaciones y provisiones que son gastos pero ¡no son pagos!.

Proporción de los costes de ventas en función de los ingresos.

La relación de los costes de ventas en función de los ingresos puede variar entre un 30 y un 50% en este tipo de empresas.

Generación de los costes fijos.

La proporción de gastos fijos y variables depende básicamente de la naturaleza de la empresa hospitalaria, pero puede tener variaciones, muy importantes económicamente, si se adoptan algunas medidas que puedan hacer variar esa proporción, con un aumento de los variables a costa de los fijos. En personal puede conseguirse mediante recursos tales como gratificaciones por productividad, horas extraordinarias, refuerzos externos o de CTT, pero siempre que esta política no afecte al núcleo fundamental del personal, pues sino se afectaría la calidad asistencial.

En principio, puede admitirse que los costes fijos van a aumentar con la tasa de la inflación anual, con un porcentaje de desviación típica que en épocas de expansión empresarial puede llegar a un 10%.

SUPUESTOS PARA EL ANÁLISIS DEL FLUJO DE CAJA LIBRE GENERADO POR LA EMPRESA.

(Basado en el libro de Juan MASCAREÑAS (2005): Fusiones y Adquisiciones de Empresas. McGraw Hill. Madrid. Capítulos 8 y 9).

EBITDA.

El beneficio antes de amortizaciones, intereses e impuestos (EBITDA) surge de la diferencia entre los Ingresos y los Costes operativos.

Amortizaciones.

Determinado su valor medio porcentual en los últimos años, y teniendo en cuenta los periodos de amortización de las inversiones realizadas en el actual y previstas para los sucesivos, se establece el porcentaje correspondiente a cada año en la valoración que se realiza de la proyección.

Flujo de caja bruto (FCB).

El FCB indica la capacidad de generación de fondos del Activo operativo de la empresa objeto de estudio. Para calcularlo se restan al EBITDA las amortizaciones, con lo que se obtiene el beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT); a este se le restan los impuestos que pagaría la empresa si no tuviese deudas, con lo que se obtiene el beneficio antes de intereses, pero después de impuestos (BAIDT) y a este último se le suman las amortizaciones y se obtiene así el FCB.

Inversión bruta (IB).

Es la suma de las inversiones en Activo Fijo y en Fondo de Maniobra. Las inversiones en Activo Fijo deben están claramente expuestas en los proyectos empresariales a medio y corto plazo. La tasa de inversión neta (TIN) es la IB menos las amortizaciones dividida por el BAIDT, e indica la proporción de este BAIDT que se dedica a nuevas inversiones rentables, por lo que 1-TIN indica la proporción del BAIDT que se reparte entre los inversores. La TIN, con una variación típica de un 10%, variará en los años sucesivos con arreglo a la política empresarial expansionista o conservadora que se adopte cada año. Esta TIN es una de las denominadas "palancas" de creación valor de que disponen los directivos para aumentar el valor de la empresa.

El flujo de caja libre operativo (FCL).

Se trata del exceso del flujo de caja requerido para financiar los proyectos de inversión que tengan un valor actual neto positivo, cuando se descuentan al coste del capital apropiado. Representa el dinero líquido disponible para ser repartido entre los inversores (propios o ajenos) que ha sido generado por el Activo de la empresa. Se calcula restando al FCB el valor de la IB. Si en las estimaciones es negativo el FCL algún año, nos indica la necesidad de captar financiación ese año. Se calcula multiplicando el BAIDT x (1-TIN) o bien multiplicando el ROIC por el capital invertido (CI) y por (1-TIN).

Capital invertido (CI), ROIC y tasa de crecimiento (g).

El CI refleja el valor neto de la inversión en activo fijo más la inversión en el fondo de maniobra. Puede calcularse de esta forma:

CI del año anterior + (BDIT – DIV) – IFT – Rec/Amp Deuda.
DIV es el valor de los dividendos, IFT la inversión financiera temporal y Rec/Amp Deuda es la recompra o ampliación de la deuda a largo plazo.

ROIC es el rendimiento sobre el capital invertido y se calcula dividiendo el BAIDT de este año por el CI del año anterior. Es este un dato muy importante para estimar el futuro realista del negocio.

La tasa de crecimiento (g) es el resultado de multiplicar la TIN por el ROIC e indica la velocidad de crecimiento del capital invertido. Esta tasa es la que, si es superior a la del sector, debe apoyarse con explicaciones realistas el por qué de dicho crecimiento extraordinario.

Flujo de caja libre financiero (FCL).

Tiene que coincidir con el FCL operativo e indica cómo se ha repartido el dinero líquido sobrante. Una parte se entrega a los acreedores, el "FCL de la deuda", y consiste en los intereses de las deudas, tras considerar la desgravación fiscal. Otra refleja la parte de la deuda amortizada en cada año, o si se ha contraído nueva deuda. La suma de ambos conceptos refleja el pago neto hecho en cada periodo a los acreedores.

Otro componente del FCL financiero es el "FCL de las acciones" y se com-pone de tres elementos: los dividendos, la recompra de acciones o la ampliación de capital.

Por último debe considerarse la variación anual del exceso de tesorería o variación en la "inversión financiera temporal" IFT. Es un dinero que debería haber sido repartido entre los accionistas, pero que no lo ha sido. No genera valor si no está bien invertido y por ello su valor acumulado no forma parte del capital invertido.

El valor residual.

Cuando se analizan los flujos de caja esperados de un negocio en particular con objeto de proceder a su valoración es imprescindible obtener el valor residual del mismo (al que también se le conoce con los nombres de valor terminal o valor continuado) después del período de planificación. Así, el valor de una empresa es igual al valor actual de los flujos de caja libres esperados durante el horizonte de planificación más el valor actual de su valor residual.

La importancia de dicha estimación radica en que el tamaño del valor residual es mucho más grande que el del valor actual de los flujos de caja libres del período de planificación. Y aunque, si bien es cierto, que cuanto mayor sea el horizonte de planificación menor será la importancia del valor residual en el conjunto del valor de la compañía, por lo general, dicho horizonte se extenderá entre los tres y los cinco años lo que hace necesario calcular lo más exactamente posible dicho valor terminal. En conclusión, el analista podrá estimar de la forma más exacta posible los FCL del período de planificación, gastando tiempo y dinero en ello, pero si no estima bien el valor residual de la empresa lo anterior no habrá servido para casi nada.

Las principales metodologías existentes para calcular el valor residual de una empresa son: Crecimiento perpetuo del FCL, la fórmula de la convergencia, o un múltiplo del EBITDA.

Fondo de comercio.

Se entiende por fondo de comercio o goodwill el exceso de precio de compra de una empresa sobre su precio teórico contable y está representado básicamente por su prestigio médico y de gestión y, consecuentemente, por sus expectativas.

ESTIMACION DEL COSTE MEDIO PONDERADO DEL CAPITAL (WACC).-

Tasa libre de riesgo.

Valor actual del rendimiento de la Deuda Pública a 10 años.

Prima de riesgo.

Para las sociedades cotizadas en la Bolsa, se calcula con las mayores empresas cotizadas, pero no con las pequeñas. Para aplicarla a una empresa hospitalaria, se aplicaría el porcentaje correspondiente al valor medio del decil representativo de las empresas cotizadas en USA, que correspondiese por su volumen a la empresa estudiada.

En USA (NYSE/AMEX/NASDAQ), las empresas, con arreglo al volumen de su capital se dividen en diez deciles, desde el 1, el de las más grandes, al 10, el de las más pequeñas, estando publicadas las primas de riesgo y las betas correspondientes a cada uno de los deciles.

La prima de riesgo del decil 1 puede ser del 5,25% en España, la del decil 10 puede alcanzar unos 8 puntos porcentuales más en la bolsa americana.

Coeficiente de volatilidad. La beta fundamental.

En el modelo de valoración de activos financieros (CAPM) se parte de la idea de que la tasa de rendimiento requerida por el inversor es igual a la tasa de rendimiento sin riesgo, más una prima de riesgo, básicamente del sistemático. Dicho riesgo se mide a través del coeficiente de volatilidad, conocido como beta. Esta depende básicamente de:

El tipo de negocio.

Es muy improbable que en un futuro próximo se produzca una reducción importante del número de personas que requieran asistencia hospitalaria y es seguro que el número de prestaciones sanitarias ha de aumentar. Además, al existir todavía clínicas privadas de no muy buen nivel asistencial, hay espacio para la apertura de nuevos centros, de gran calidad, que desplacen a aquellas del mercado. Pero el negocio de los hospitales privados es

sensible no solo a la acción de la competencia, sino también a la situación sanitaria y económica general y a posibles decisiones adversas de la Administración o de las compañías aseguradoras. De ahí la importancia de conocer bien la situación de la sanidad en general, de la española y del mercado sanitario privado.

Apalancamiento operativo.

Relación entre costes fijos y variables. Si es alto, con muchos costes fijos, es mayor la variabilidad de los beneficios. Se puede advertir analizando como varía el BAIT (Beneficio antes de descontar los intereses de las deudas y los impuestos) ante variaciones de los ingresos por ventas. Es bueno, por tanto, que los gastos fijos se reduzcan lo más posible.

Apalancamiento financiero.

Cuanto mayor es el volumen de deudas mayor es la variación del beneficio neto, lo que aumenta el riesgo financiero.

En las empresas que no se cotizan en bolsa, se suele aplicar la beta media del activo de las empresas similares. Si, como es el caso, en el mercado español no hay compañías hospitalarias en bolsa habría que recurrir al mercado norteamericano y una vez obtenida la beta promedio del activo de esas compañías corregir dicha beta por el coeficiente de volatilidad entre los mercados español y americano.

Estimación del coeficiente de volatilidad beta.

Podemos deducirlo por comparación con la beta no apalancada (después de corregir por el coeficiente de endeudamiento) de las empresas que gestionan hospitales y que cotizan en la NYSE (USA):

HCA	0,25.
HMA	0,39.
Kindred	0,34.
Providence Healthcare	0,41.
Rehabcare	0,64.
Select	0,70.
Tenet	0,63.
Triad Hospitals	0,30.
UHS	0,34

Siendo por tanto la beta media de estas empresas 0,44. Para calcular la beta media equivalente en la Bolsa de Madrid a ese 0,44 debemos saber cual es el coeficiente de volatilidad de esta Bolsa en comparación con la NYSE. En estos momentos ese coeficiente es cercano al 0,7; la beta del Activo de los hospitales americanos equivaldrá a un valor de 0,44 x 0,7 = 0,3 en España.

Ahora calcularíamos la beta apalancada del hospital a valorar teniendo en cuenta su estructura de capital: Be = 0,3 x (1 + (1-0,35)) x D/FP.

Estimación del coste medio ponderado del capital (WACC) por periodo.
Es una media ponderada. Por una parte se multiplica el coste del capital propio de cada periodo, (Ke) por el ratio FP/(D+FP). Por otra, se calcula el coste del capital ajeno de ese periodo: coste de las deudas después de impuestos, por el ratio D/(D+FP). La suma de ambos productos genera el WACC, que es la tasa de descuento que utilizaremos para estimar el valor de la empresa.

TÉCNICAS DE VALORACIÓN.-

Con todos los conocimientos de los que hemos hecho mención en este documento, es ya posible realizar una valoración lo más ajustada posible del centro objeto de estudio. Para ello podemos utilizar diferentes técnicas de valoración, pero la más habitual es la siguiente.

VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS DEL EBITDA.-

Se realiza un estudio estimativo de los tipos de interés y de la beta aplicables para deducir el coste medio ponderado del capital (WACC) y la tasa y el factor de descuento probables en los años sucesivos, con lo que se determina un valor residual o de salida igual a un múltiplo de EBITDA (Beneficio antes del pago de intereses, impuestos y amortizaciones), múltiplo variable con el tipo de empresa, pero también con las características de la misma. Ahí está precisamente la importancia de haber determinado acertadamente, tras un estudio muy meticuloso, la situación de esa empresa dentro del sector, si es una de las más destacadas, no solo por sus facturaciones, sino sobre todo por sus expectativas, si es "una del montón" o es de las menos interesantes, pues el múltiplo a aplicar será mayor en el primer caso y mucho menor en el último, aplicándose el medio del sector en el segundo caso. En USA, en 2003 ese múltiplo osciló, por lo general, entre un 6 y un 9.

Del valor obtenido, que sería aplicable en el caso de la venta total de la empresa, debe deducirse la prima (porcentaje) de liquidez, si se trata de la compra de un paquete minoritario de acciones y la empresa no cotiza en bolsa, como es lo habitual, por ahora, en los hospitales españoles. Este factor, que puede oscilar teóricamente entre un 50% y un 0%, lo hace habitualmente entre un 15 y un 25 %, y es menor cuanto mayor es el paquete de acciones

adquiridas (y el número de votos obtenidos por tanto). Asimismo es menor en momentos como el actual, en el que el mercado hospitalario está en expansión y hay cada vez más compradores potenciales. Varía también con el prestigio del centro y, desde luego, se reduce o incluso se anula si se establece una cláusula de recompra. Si se tratase de la adquisición de todas las acciones o de la mayoría absoluta, la prima sería nula. Para el resto se suele utilizar una prima de alrededor de un 20%. Así si el rendimiento mínimo esperado por los accionistas es del 12%, después de aplicarle la prima de liquidez puede ser del 14,4%.

Naturalmente que, al valor obtenido así, se deben restar las deudas existentes (deuda financiera neta) y sumarse la caja neta. La cantidad resultante es el Valor de los Fondos Propios de la empresa.

OTROS MODELOS DE VALORACIÓN.-

Según el modelo de Gordon-Shapiro las acciones de la empresa se valoran con arreglo a los dividendos que se espera que produzcan. Es un modelo simple pero que tiene el grave inconveniente de que hay empresas muy rentables que pagan dividendos muy pequeños o incluso no los pagan, pues reinvierten todos los beneficios generados.

La valoración con arreglo al PER (relación precio beneficio: el precio de una acción (P) dividido por el beneficio por acción (BPA)). El PER es una medida normalizada para comparar el precio de las acciones, incluso para las que no suelen pagar dividendos e indica las expectativas de crecimiento de los beneficios. Un PER alto indica que el mercado estima que la empresa tiene una gran expectativa de crecimiento, pero también implica que el mercado ha descontado esa expectativa, por lo que no parece que pueda existir ya una ganancia notable en adquirirla.

También puede ser útil la estimación del PBVR (ratio precio-valor contable) y del PSR (ratio precio-ventas).

Abundancia o escasez de posibles compradores.-

Es un factor determinante, en gran medida, del precio de la transacción. Hasta hace diez-quince años, el mercado de los hospitales privados estaba, no solo estabilizado, sino incluso paralizado. Se construían pocos, se cerraban algunos más, como consecuencia de la política sanitaria de la administración y se vendían aún menos. Este escenario ha cambiado de forma radical a partir de la entrada de capitales en el mercado de los hospitales.

Madrid, mayo de 2007.

MONOGRAFÍAS

GRUPO HOSPITAL DE MADRID

HOSPITALES

HOSPITAL de MADRID FUNDACION