



**Facultad de
Ciencias Sociales y Humanísticas**

PROYECTO DE TITULACIÓN

**“DETERMINACIÓN DEL VALOR DEL PATRIMONIO DE UNA
ENTIDAD BANCARIA ECUATORIANA QUE NO COTIZA EN
BOLSA DE VALORES, COMPARANDO LAS METODOLOGÍAS DE
MULTIPLS DE COTIZACIÓN, MULTIPLS DE TRANSACCIÓN Y
FLUJO DE CAJA DESCONTADO.”**

Previa la obtención del Título de:

MAGISTER EN FINANZAS

Presentado por:

WILSON LEONARDO VALERO TERREROS

FARID ANIBAL PICO NOBOA

Guayaquil – Ecuador

2020

AGRADECIMIENTO

En primer lugar, a Dios, por brindarme fortaleza, sabiduría y entendimiento que me han permitido alcanzar lo que me he propuesto.

A la Escuela Superior Politécnica del Litoral, a sus docentes incluido mi tutor Pablo Soriano, por ayudarme en este camino de formación académica; De la misma forma a mis compañeros de la Maestría de Finanzas, con quienes compartimos grandes momentos que quedaran grabados en cada una de nuestras memorias.

A Farid, mi compañero de tesis por su amistad, por la dedicación y por la paciencia demostrada para poder terminar este trabajo.

WILSON LEONARDO VALERO TERREROS

Agradezco a la vida, por enseñarme que los obstáculos se los enfrenta dando la cara y mi única competencia en ella son mis miedos, permitiéndome superarlos.

A Wilson, mi compañero de este proyecto por demostrarme que el trabajo en equipo donde se le pone esfuerzo y constancia es el camino para conseguir el éxito.

FARID ANIBAL PICO NOBOA

DEDICATORIA

A todos quienes han vivido la migración de sus padres en busca de un futuro mejor, a quienes estudiar les ha costado sacrificios tanto económicos como personales, a quienes les tocó buscar el sustento para sus familias a la mañana siguiente de estudiar largas horas en la madrugada. Para todos aquellos si se puede.

A mis padres y a abuelos, que destinaron su vida a sacar adelante a sus hijos, en quienes esperaron ver cristalizados sus sueños. A Ana María mi hermana para que no se rinda nunca, y a Analía mi sobrina, para cuando aprenda a leer convierta este documento en su inspiración.

WILSON LEONARDO VALERO TERREROS

Dedicó este trabajo a mis padres y a mi hermana, que son mi inspiración de superación, por crear en mi todo lo que soy como persona, mis valores, mis principios, mi perseverancia y mi empeño, y todos ellos con amor y sin pedir nada a cambio.

FARID ANIBAL PICO NOBOA

COMITÉ DE EVALUACIÓN



MBA. Pablo Soriano

Tutor del Proyecto



Ph.D. Washington Macías

Evaluador 1

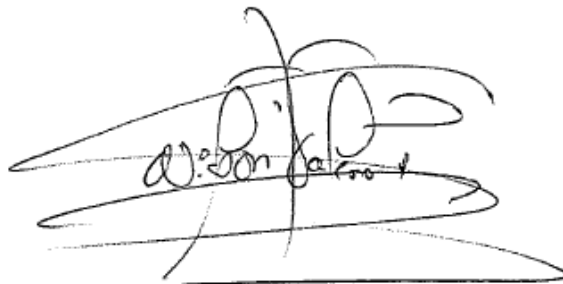


Ph.D. Katia Rodríguez

Evaluador 2

DECLARACIÓN EXPRESA

“La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación, corresponde exclusivamente al autor, y al patrimonio intelectual de la misma **ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**”

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Wilson Valero', with several large, sweeping loops and flourishes above and below the name.

Wilson Leonardo Valero Terreros

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Farid Pico Noboa', with a stylized, cursive script and a long horizontal stroke at the end.

Farid Aníbal Pico Noboa

ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTO.....	ii
DEDICATORIA	iii
COMITÉ DE EVALUACIÓN	iv
DECLARACIÓN EXPRESA.....	v
ÍNDICE GENERAL.....	vi
RESUMEN	ix
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES	x
ÍNDICE DE CUADROS	xiii
ÍNDICE DE TABLAS	xiv
ABREVIATURAS.....	xvii
1. INTRODUCCIÓN	1
1.1 Antecedentes	1
1.2 Definición del Problema.....	2
1.3 Objetivos	3
2. DEFINICIÓN Y CONCEPTOS BÁSICOS DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	5
2.1 Definición de valoración de empresas.	5
2.2 Clasificación de los métodos de valoración de empresas.....	5
2.2.1 Métodos para determinar el valor del patrimonio en función del Balance.	6
2.2.2 Métodos de valoración basados en múltiplos.....	8
2.3.3 Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (Cash Flow).....	21
3. BENEFICIOS Y DESVENTAJAS DE LOS METODOS DE VALORACION.....	29
3.1 Puntos iniciales que brindan potenciales ventajas y desventajas en un proceso de valoración de empresas	30
3.2. Ventajas y desventajas de la Valoración por Múltiplos	31
3.2.1 Ventajas de la valoración por múltiplos de cotización y transacción.	31
3.2.2 Inconvenientes o desventajas de la Valoración por Múltiplos	32
3.3. Ventajas y desventajas del método de Flujo de caja descontado.	33
3.3.1 Ventajas de la valoración por flujo de caja descontado.	33
3.3.2 Desventajas de la valoración por flujo de caja descontado.	33
4. ANALISIS DE LA ENTIDAD FINANCIERA.....	35

4.1	Análisis del Entorno	35
4.1.1	Entorno Internacional	35
4.1.2	Entorno Nacional.....	36
4.1.3	Sistema Financiero Nacional	43
4.1.4	Subsistema de Bancos Privados.....	44
4.1.5	Crecimiento del sistema financiero nacional	46
4.2	Análisis Interno	47
4.2.1	Descripción de la entidad financiera.....	47
4.2.2	Estructura Organizacional	48
4.2.3	Portafolio de productos y segmento objetivo.	49
4.2.4	Análisis FODA y riesgos de la empresa.	49
4.2.5	Activos Totales.....	50
4.2.6	Estructura de Fondos y financiamiento.....	59
4.2.7	Patrimonio	62
4.2.8	Rentabilidad	62
4.2.9	Estados Financieros Históricos.....	67
4.3	Proyecciones de cifras financieras.....	68
4.3.1	Proyección de variables Macroeconómicas y de Mercado financiero.....	68
4.3.2	Proyección de Balance de Situación de entidad financiera.	70
4.3.3	Proyección del Estado de Resultados	77
5.	VALORACIÓN DEL PATRIMONIO DE LA ENTIDAD FINANCIERA MEDIANTE METODOLOGÍA DE TRANSACCIONES COMPARABLES, MÚLTIPLOS DE COTIZACIÓN Y FLUJO DE CAJA DESCONTADO	83
5.1	Breve descripción de entidad objetivo.....	83
5.2	Valoración del patrimonio de la entidad financiera por metodología de múltiplos de cotización.	83
5.2.1	Criterio de selección de las entidades comparables.	83
5.2.2	Selección de las entidades comparables.....	84
5.2.3	Cálculo de múltiplos de cotización de entidades comparables.....	85
5.2.4	Aplicación de los múltiplos a los datos de la entidad financiera.	87
5.3	Valoración del patrimonio de la entidad financiera por metodología de transacciones comparables.	90
5.3.1	Criterio de selección de transacciones comparables.	90
5.3.2	Selección de transacciones comparables.....	90
5.3.3	Cálculo de múltiplos en negociaciones de transacciones comparables	91
5.3.4	Aplicación de los múltiplos a los datos de la entidad financiera.	92

5.4 Valoración del patrimonio de la entidad financiera a partir de los múltiplos PER y P/VL calculado a través de sus fundamentales, y de la media de los resultados del sistema financiero ecuatoriano.	95
5.4.1 El modelo de dividendos descontados para estimar los ratio PER y P/VL por medio de sus fundamentales.	95
5.4.2 Estimación del ratio PER para entidad financiera.	95
5.4.3 Estimación del ratio P/VL para entidad financiera.	97
5.4.4 Valoración del patrimonio de la entidad financiera utilizando los múltiplo PER y P/VL de la media del sistema financiero ecuatoriano.	99
5.5 Valoración del patrimonio de la entidad financiera por flujo de caja libre al capital.	100
5.5.1 Determinación del flujo de caja libre al capital.	100
5.5.2 Cálculo del valor terminal.	101
5.5.3 Cálculo del valor del patrimonio de la entidad financiera utilizando FCFE.	102
5.6 Determinación del valor del patrimonio de la entidad financiera utilizando los resultados obtenidos con las metodologías de múltiplos de cotización, múltiplos de transacción y flujo de caja descontado.	103
6. CONCLUSIONES	104
REFERENCIAS	106

RESUMEN

Una de las preguntas que a diario en los mercados financieros se realizan tanto analistas, reguladores como inversionistas es el valor de un determinado activo, con el fin de establecer un justo precio a una negociación. Sin embargo, esta tarea se complica cuando el mercado donde se lleva a cabo el análisis está muy poco desarrollado, hay poca información disponible y la empresa no cuenta con presencia bursátil. Por tanto, se hace necesario hacer uso de herramientas que permitan acercarnos a una conclusión, y bajo esa premisa se ha elaborado la presente tesis, con el fin de hacer uso de diversas metodologías que en conjunto nos permitan establecer un valor patrimonial para una entidad financiera en el mercado ecuatoriano.

El presente documento se ha dividido en seis capítulos. En el capítulo uno se detalla la trayectoria de la entidad financiera, las dificultades a la que nos enfrentamos al valorar la misma y los objetivos que se pretende alcanzar en el análisis. En el capítulo dos, se describen definiciones de cada uno de los métodos de valoración conocidos, exponiendo sus ventajas y desventajas. En el capítulo tres justificamos la utilización de metodologías de múltiplos comparables que son ampliamente utilizados por analistas en diversas regiones como complemento al de flujos de caja descontados. En el capítulo cuatro hemos realizado un análisis completo de la situación macroeconómica tanto internacional como nacional ecuatoriana, del desarrollo del sistema bancario, y de la evolución de las cifras internas de la entidad financiera; lo que sienta las bases para las proyecciones de sus estados financieros en los siguientes periodos.

Finalmente, en el capítulo cinco se realiza la aplicación de los métodos de múltiplos calculados, múltiplos de transacciones similares y flujo de caja descontado a las proyecciones de los siguientes periodos, con el fin de obtener un rango de valor del patrimonio de la entidad financiera.

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Figura 2.1 – Propósitos de la valoración financiera.....	5
Figura 2.2 – Principales métodos de valoración financiera.....	6
Figura 2.3 – Fortalezas y debilidades de las metodologías de múltiplos.....	31
Figura 4.1 – Estimaciones del PIB proyectado Mundial por el Banco Mundial (2015 – 2021).....	35
Figura 4.2 – Contribución del VAB por industria a la variación interanual del PIB y Tasas de variación del VAB por industria.....	37
Figura 4.3 – Producción Nacional de Petróleo Ecuatoriano.....	38
Figura 4.4 – Evolución del precio del crudo WTI, crudo oriente, y crudo napo (2017-2019).....	38
Figura 4.5 – Variación anual de precios de la canasta ecuatoriana. (2018-2019).....	39
Figura 4.6 – Evolución de la tasa de desempleo en Ecuador. (2015-2019).....	40
Figura 4.7 – Indicadores de Pobreza extrema en el Ecuador (2008-2019).....	40
Figura 4.8 – Total de remesas recibidas en Ecuador (2011-2018).....	41
Figura 4.9 – Evolución de deuda ecuatoriana (2011-2018).....	42
Figura 4.10 – Inversión Financiera Directa en el Ecuador (2011-2018).....	43
Figura 4.11 – Sistema Financiero: Activo, Pasivo y Patrimonio. En millones de dólares y en porcentaje a diciembre 2018.....	43
Figura 4.12 – Sistema Financiero: Detalle de los Activos. En millones de dólares y en porcentaje a diciembre 2018.....	44
Figura 4.13 – Bancos Privados: Monto y participación de la cartera bruta. En millones de dólares y en porcentaje.....	45
Figura 4.14 – Bancos Privados: Estructura del Pasivo (2011-2018). En porcentaje.....	46
Figura 4.15 – Indicadores de bancarización y profundización financiera (2005-2018).....	47
Figura 4.16 – Sistema Financiero: Cartera Bruta y Obligaciones sobre el público sobre PIB (2005-2018).....	47
Figura 4.17 – Evolución de los activos totales de la entidad financiera. En miles de US\$.....	50
Figura 4.18 – Tasa de evolución de los activos totales de la entidad financiera. En porcentajes.....	50
Figura 4.19 – Evolución de la cartera neta y participación de mercado de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$ y porcentajes.....	53
Figura 4.20 – Cartera neta promedio, rendimiento de cartera y tasa de rendimiento de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$ y porcentajes.....	54

Figura 4.21 – Comparación de tasa de rendimiento de la entidad financiera con el promedio de bancos pequeños y privados. En porcentajes.....	55
Figura 4.22 – Evolución del total de la cartera improductiva, provisión de cartera e indicador de cobertura de morosidad de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$ y porcentajes.....	56
Figura 4.23 – Evolución de la composición del portafolio por emisores del sector público y privado de la entidad financiera (2014-2018). En porcentajes.....	58
Figura 4.24 – Estructura de la cuenta de Otros Activos de la entidad financiera a diciembre 2018. En porcentajes.....	54
Figura 4.25 – Evolución de la estructura de pasivos de la entidad financiera (2014- 2018). En porcentajes.....	59
Figura 4.26 – Evolución de los saldos de depósitos a la vista de la entidad financiera (2014- 2018). En miles de US\$.....	60
Figura 4.27 – Evolución de los saldos de depósitos a plazo de la entidad financiera (2014- 2018). En miles de US\$.....	61
Figura 4.28 – Evolución del costo de fondos de los pasivos de la entidad financiera (2014- 2018). En porcentajes.....	61
Figura 4.29 – Composición de los ingresos operacionales de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$.....	63
Figura 4.30 – Evolución de intereses y descuentos ganados, y del ratio de margen neto de Intereses sobre Ingresos de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$ y porcentajes.....	64
Figura 4.31 – Evolución de otros ingresos operacionales y de la participación sobre el total de ingresos de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$ y porcentajes.....	65
Figura 4.32 – Evolución de los gastos operativos y de la relación sobre el total de activos de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$ y porcentajes.....	66
Figura 4.33 – Cartera bruta real y proyectada de la entidad financiera (2016-2023). En miles de US\$.....	70
Figura 4.34 – Total de activos reales y proyectados de la entidad financiera (2016-2023). En miles de US\$.....	73
Figura 4.35 – Total de depósitos con el público real y proyectados de la entidad financiera (2016-2023). En miles de US\$.....	74
Figura 4.36 – Total de capital social, indicador de patrimonio técnico y relación de patrimonio sobre total de activos de la entidad financiera (2016-2023). En miles de US\$ y porcentajes.....	76
Figura 4.37 – Total de ingresos y tasa de rendimiento de la cartera, real y proyectada de la entidad financiera (2016-2023). En miles de US\$ y porcentajes.....	78
Figura 4.38 – Total de ingresos operacionales, real y proyectada de la entidad financiera (2016-2023). En miles de US\$ y porcentajes.....	79

Figura 4.39 – Tasa de pasivos con costo, real y proyectada de la entidad financiera (2016-2023). En porcentajes.....	79
Figura 4.40 – Total de gasto operativo y relación sobre el total de activos, real y proyectada de la entidad financiera (2016-2023). En miles de US\$ y porcentajes.....	80
Figura 5.1 – Rango de valor del patrimonio de la entidad financiera aplicando múltiplo calculado de entidades comparables. En miles de US\$.....	89
Figura 5.2 – Rango de valor del patrimonio de la entidad financiera aplicando múltiplo calculado de entidades adquiridas en transacciones comparables. En miles de US\$.....	94

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 4.1 – Estructura organizacional de la entidad financiera.....	48
--	----

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 4.1 – Composición de los activos de la entidad financiera. En porcentajes.....	51
Tabla 4.2 – Comparación de la composición de los activos de la entidad financiera con el promedio de los bancos privados pequeños y el total de bancos privados. En porcentajes.....	52
Tabla 4.3 – Participación de los segmentos de crédito sobre la cartera total de la entidad financiera. En porcentajes.....	54
Tabla 4.4 – Evolución de la morosidad de los segmentos de crédito y de la cartera total de la entidad financiera (2014-2018). En porcentajes.....	56
Tabla 4.5 – Evolución de la composición de los fondos disponibles de la entidad financiera (2014-2018). En porcentajes.....	57
Tabla 4.6 – Composición del patrimonio de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$..	62
Tabla 4.7 – Detalle de gastos operativos de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$..	66
Tabla 4.8 – Balance general de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$.....	67
Tabla 4.9 – Estado de resultados de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$.....	68
Tabla 4.10 – Variables Macroeconómicas reales y proyectadas del Ecuador. (2016-2023). En miles de US\$ y porcentajes.....	69
Tabla 4.11 – Cifras reales y proyectadas de cartera bruta y total de depósitos proyectadas del sistema financiero ecuatoriano (2016-2023). En millones de US\$ y porcentajes.....	69
Tabla 4.12 – Composición real y proyectada de la cartera total por segmentos de crédito de la entidad financiera. (2018-2023). En porcentajes.....	71
Tabla 4.13 – Cartera improductiva e indicador de morosidad, real y proyectada de la entidad financiera. (2018-2023). En miles de US\$ y porcentajes.....	71
Tabla 4.14 – Provisión de cartera e indicador de cobertura, real y proyectada de la entidad financiera. (2018-2023). En miles de US\$ y porcentajes.....	72
Tabla 4.15 – Composición de las obligaciones con el público, real y proyectada de la entidad financiera. (2015-2023). En porcentajes.....	74
Tabla 4.16 – Composición de las obligaciones con el público, real y proyectada de la entidad financiera. (2015-2023). En miles de US\$.....	75
Tabla 4.17 – Balance de Situación real y proyectado de la entidad financiera (2018-2023). En miles de US\$.....	77

Tabla 4.18 – Tasas de rendimiento de los activos productivos, real y proyectada de la entidad financiera. (2017-2023). En porcentajes.....	78
Tabla 4.19 – Total de provisiones, real y proyectada de la entidad financiera. (2019-2023). En porcentajes.....	81
Tabla 4.20 – Utilidad Neta e indicadores ROA y ROE, real y proyectada de la entidad financiera. (2019-2023). En porcentajes.....	82
Tabla 4.21 – Estado de resultados real y proyectada de la entidad financiera. (2018-2023). En miles de US\$.....	82
Tabla 5.1 – Entidades financieras seleccionadas para cálculos de múltiplos: Nombre de entidad, país y número de acciones en circulación.....	84
Tabla 5.2 – Datos de cotizaciones en US\$, capitalización, acciones en circulación y valor en libros de entidades financieras seleccionadas para cálculos de múltiplos. En millones de dólares y números.....	86
Tabla 5.3 – Indicadores ROE, PER y P/VL de entidades financieras seleccionadas para cálculos de múltiplos. En porcentajes y número de veces.....	87
Tabla 5.4 – Valores máximos, mínimos y promedio de Indicadores ROE, PER y P/VL de entidades financieras seleccionadas para cálculos de múltiplos. En porcentajes y número de veces.....	88
Tabla 5.5 – Primas aplicadas a múltiplos obtenidos de entidades financieras seleccionadas. En porcentajes.....	88
Tabla 5.6 – Valor del patrimonio de la entidad financiera aplicando múltiplo calculado de entidades comparables. En miles de US\$ y número de veces.....	89
Tabla 5.7 – Transacciones comparables seleccionadas: Valor de Transacción, porcentaje adquirido y valor de patrimonio implícito. En Millones de US\$ y porcentajes.....	90
Tabla 5.8 – Transacciones comparables seleccionadas: Valor de Transacción, porcentaje adquirido, valor de patrimonio implícito, número de acciones y valor en libros. En Millones de US\$ y porcentajes.....	91
Tabla 5.9 – Indicadores ROE, PER y P/VL de entidades financieras adquiridas. En porcentajes y número de veces.....	92
Tabla 5.10 – Valores máximos, mínimos y promedio de Indicadores ROE, PER y P/VL de entidades financieras adquiridas. En porcentajes y número de veces.....	93
Tabla 5.11 – Primas aplicadas a múltiplos obtenidos de entidades financieras seleccionadas de transacciones comparables. En porcentajes.....	93
Tabla 5.12 – Valor del patrimonio de la entidad financiera aplicando múltiplo calculado de entidades adquiridas en transacciones comparables. En miles de US\$ y número de veces.....	94

Tabla 5.13 – Entidades Financieras mercado ecuatoriano: Cotización de precio de las acciones, número de acciones en circulación, Utilidad Neta, e indicador de Payout a diciembre 2018. En millones de dólares, números y porcentajes.....	95
Tabla 5.14 – Tasa de crecimiento calculada, para los periodos 1 y 2 de la entidad financiera en base a sus datos de ROC proyectado. En porcentajes.....	96
Tabla 5.15 – Costo de capital exigido para la entidad financiera. En porcentajes.....	96
Tabla 5.16 – PER calculado de la entidad financiera por medio de fundamentales. En porcentajes y número de veces.....	97
Tabla 5.17 – Valor del patrimonio de la entidad financiera aplicando el cálculo de PER ajustado. En miles de US\$, porcentajes y número de veces.....	97
Tabla 5.18 – Tasa de crecimiento calculada, para los periodos 1 y 2 de la entidad financiera en base a sus datos de ROC proyectado. En porcentajes.....	98
Tabla 5.19 – P/VL calculado de la entidad financiera por medio de fundamentales. En porcentajes y número de veces.....	98
Tabla 5.20 – Valor del patrimonio de la entidad financiera aplicando el cálculo de PVL ajustado. En miles de US\$, porcentajes y número de veces.....	99
Tabla 5.21 – Entidades Financieras mercado ecuatoriano: Indicadores calculados ROE, UPA, PER. En número de veces y porcentajes.....	99
Tabla 5.22 – Valor del patrimonio de la entidad financiera aplicando el PER y P/VL promedio calculado de las entidades financieras ecuatorianas. En miles de US\$, porcentajes y número de veces.....	100
Tabla 5.23 – Reinversión capital regulatorio mínimo de la entidad financiera de acuerdo con la proyección del tamaño de activos (2019-2023). En miles de US\$.....	101
Tabla 5.24 – Flujo de caja libre al capital de la entidad financiera (2019-2023) En miles de US\$.....	101
Tabla 5.25 – Valor del patrimonio de la entidad financiera, aplicando la metodología de Flujo de Caja descontado a sus cifras financieras proyectadas, con el valor terminal calculado como perpetuidad de la utilidad neta. En miles de US\$ y porcentajes.....	102
Tabla 5.26 – Valor del patrimonio de la entidad financiera, aplicando la metodología de Flujo de Caja descontado a sus cifras proyectadas de la entidad financiera, con el valor terminal calculado como múltiplo de la utilidad. En miles de US\$ y porcentajes.....	103
Tabla 5.27 – Rango resultante de valoración para el patrimonio de la entidad financiera. En miles de US\$ y porcentajes.....	103

ABREVIATURAS

BCE	Banco Central del Ecuador.
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
COSEDE	Corporación de Seguro de Depósitos
DPL	Development Policy Loan.
EBIT	Resultados antes de impuestos e intereses
EBITDA	Resultados antes de impuestos, intereses, depreciación y amortización.
EMBI	Emerging Markets Bonds Index
EMDEs	Economías emergentes y en desarrollo.
FC	Flujo de Caja.
FCF	Flujo de Caja libre
FCFE	Flujo de Caja libre al capital.
FODA	Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas.
IDE	Inversión Directa Ecuador.
P/VL	Precio sobre valor en libros.
PER	Price Earning Ratio.
PIB	Producto Interno Bruto.
PRM	Prima riesgo de mercado.
PYME	Pequeña y mediana empresa.
ROA	Rentabilidad sobre Activo.
ROE	Rentabilidad sobre Patrimonio.
TCAC	Tasa crecimiento anual compuesto.
UPA	Utilidad por acción.
VAB	Valor agregado bruto.
VE	Valor empresa
VR	Valor Residual.
WACC	Coste promedio ponderado del capital.
WTI	West Texas Intermediate.

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Antecedentes

La entidad financiera se constituyó en el año 1975 en la ciudad de Quito, sin embargo, actualmente la oficina matriz se encuentra ubicada en la ciudad de Guayaquil, siendo su sucursal la ciudad de Quito. Es una entidad controlada y supervisada por la Superintendencia de Bancos. La entidad financiera se enfoca en hacer más fácil la vida de sus clientes. En la década de 1990, en medio de la crisis en la banca ecuatoriana, la entidad financiera se concentró en una estrategia de fortalecer su posición en el mercado, prescindir de agencias y apalancarse en alianzas estratégicas, siendo esta una decisión acertada para mantenerse a flote a pesar de la situación del resto de entidades.

Para el año 2010, por otro lado, comenzó su primer proceso de titularización de cartera, siendo desde entonces reconocido por ser uno de los mayores colocadores de emisiones de titularización en el mercado de valores.

La Superintendencia de Bancos, confirió en el año 2016, la autorización para el ejercicio de actividades financieras; así como la autorización que faculta a la entidad como Banco Múltiple.

Al cierre del año 2018, la entidad financiera registró activos por US\$202 millones de dólares, con una participación del 0.5% del total de Activos de los Bancos Privados del Ecuador. Actualmente se encuentra catalogada dentro del segmento de Bancos Pequeños, de acuerdo con la clasificación de la Superintendencia de Bancos por tamaño de activos.

En este mismo año su total de ingresos ascendieron a US\$21.2 millones de dólares, siendo su principal línea de negocio la colocación de créditos en el sector automotriz. El capital suscrito asciende a USD 20,1 millones de dólares, el mismo que se encuentra distribuido entre 203 accionistas, entre personas naturales y jurídicas.

1.2 Definición del Problema

El problema objeto del presente trabajo se relaciona con establecer la valoración del patrimonio de la entidad financiera, considerando que el medio bursátil ecuatoriano no brinda las herramientas de datos necesarias para el análisis financiero, como sucede en mercados desarrollados, y más aún si la firma en análisis no cotiza en bolsa de valores. Para solucionarlo se establece la utilización de diversas metodologías, con el fin de superar las dificultades del ejercicio de establecer un precio al mismo.

El ejercicio de valoración financiera en las empresas permite establecer el valor (que no es lo mismo que el precio) según el cual los accionistas estarían dispuestos a vender, así como otra entidad estaría dispuesta a comprar. Este “valor” a diferencia del saldo contable se ve influenciado por variables tanto subjetivos referentes a expectativas de mercado, riesgo país, competencia, desarrollo tecnológico del sector; como objetivas en lo relacionado a la evolución de ventas de la compañía, manejo de costes de producción, economías de escala en la adquisición de nuevas tecnologías, etc. De acuerdo con (Fernández, 2008) la valoración de empresas toma especial importancia en: Operaciones de compraventa, valoraciones de empresas cotizadas en bolsa, salidas a bolsa, herencias y testamentos, sistemas de remuneración basados en creación de valor, identificación y jerarquización de los impulsores de valor, decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa, planificación estratégica, procesos de arbitraje y pleitos.

Para el cálculo de valoración de una empresa, la metodología más utilizada corresponde a la evaluación de los flujos de caja descontados, que para una entidad de servicios financieros deben considerarse ciertas particularidades, como lo establece (Damodaran, 2020), donde indica que las empresas en sus flujos de caja, también tienen que preocuparse por mantener ratios de capital que sean aceptables para los reguladores. Si no lo hacen, pueden ser intervenidas e inclusive cerradas.

Por otra parte, existe un grupo de métodos cada vez más utilizados como complementos, como lo mencionan (Badenes & Santos, 1999) quienes destacan las ventajas de las metodologías de múltiplos de cotización y de transacción frente a la evaluación de flujo de caja descontados por ser más rápidos, más simples, más prácticos y utilizados por los mercados de renta variable.

Ambas metodologías denominadas múltiplos de cotización y de transacción son similares. En el primer caso se determina el valor financiero de una empresa comparando ratios, que permitan establecer relaciones entre una u otras empresas, con el fin de establecer una valoración comparativa. En el segundo caso se analizan los valores transados en otras negociaciones de compañías similares, tanto en el mercado local como regional, con lo cual permite establecer un valor referencial para la empresa que se encuentra valorando.

Es claro por tanto, que estas metodologías al tomar información del mercado, permiten establecer referencias de valor, con el cual comparar el resultado proveniente de la metodología de flujos de caja descontados, aún más en el mercado ecuatoriano, que a diferencia de otros mercados desarrollados no cuenta con información pública disponible, ni se han efectuado inversiones por parte de los entes reguladores para poner a disposición del público información empresarial, acompañado todo esto a una deficiente normatividad respecto a la transparencia de información económica de las empresas.

Para la aplicación de las metodologías de valoración del patrimonio anteriormente descritas, se ha tomado información histórica de la entidad financiera en el periodo 2014-2018, así como se ha procedido con la elaboración de proyecciones financieras para el periodo 2019-2023, tomando en consideración el entorno económico y premisas financieras presentes en el tercer trimestre del año 2019.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo General:

Determinar el valor patrimonial de una entidad bancaria ecuatoriana, a través de la comparación de resultados utilizando la metodología de múltiplos, transacciones comparables de mercado y flujo de cada descontado.

1.3.2 Objetivos específicos:

1.3.2.1 Determinar el valor patrimonial de una entidad bancaria mediante la metodología de múltiplos comparables.

1.3.2.2 Determinar el valor patrimonial de una entidad bancaria mediante la metodología de negociaciones comparables.

1.3.2.3 Determinar el valor patrimonial de una entidad bancaria mediante la metodología de flujo de caja descontado a los accionistas.

1.3.2.4 Establecer un rango de resultados para el valor patrimonial de una entidad bancaria mediante la comparación de los resultados obtenidos mediante las metodologías de múltiplos de cotización, múltiplos de transacción y flujo de cada descontado.

1.4 Justificación

Según lo propuesto por (Fernández, 2008), la valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista: ¿Qué se está haciendo?, ¿Por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? y ¿Para qué o quién se está haciendo la valoración? Actualmente los ejercicios de valoración de empresas se utilizan en múltiples operaciones: operaciones de compra y venta de acciones, valoraciones de activos de empresas, estimación de creación de valor para remuneración variable con el fin de medir el cumplimiento de ejecutivos, planificación y medición de estrategia, decisiones de cierre o fusiones de la empresa, procesos de estructuración de salidas a bolsa de valores, y análisis de inversionistas internacionales para concesión de líneas de financiamiento.

La entidad financiera tiene más de 40 años de mayor trayectoria en el segmento bancario, interesada en brindar soluciones innovadoras a sus clientes a través de procesos ágiles y eficientes. En vista de alcanzar los objetivos propuestos, ha realizado importantes inversiones en tecnología para modernizar sus canales y procesos de atención, lo que le permite estar en la vanguardia del sector bancario. Para todo esto, cuentan con un grupo de accionistas con constante presencia, supervisión y apoyo a las decisiones tomadas e inversiones emprendidas.

Por tanto, consideramos que es de vital importancia que la entidad financiera implemente un adecuado método de valoración de su patrimonio considerando que la entidad no participa en la bolsa de valores. con el fin de determinar si las acciones emprendidas están creando o destruyendo el valor aportado por los accionistas. Lo cual permitirá adicionalmente establecer el valor de la participación accionarial, atraer potenciales inversiones, financiamiento externo de organismos internacionales, o analizar posibles escenarios de compra venta.

2. DEFINICIÓN Y CONCEPTOS BÁSICOS DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

2.1 Definición de valoración de empresas.

La valoración de empresas es un ejercicio financiero, mediante el cual se busca cuantificar los elementos que constituyen su patrimonio, su actividad, su potencial o cualquier otra característica relevante asociada al giro del negocio.

Este proceso es utilizado primordialmente en procesos de compraventa, también puede ser aplicado a Instituciones financieras en procesos de due diligence de su situación financiera y potencial de negocio. Así también, sirve para toma de decisiones de capital accionario ante posibles disoluciones, determinar precio de acciones para aquellas compañías que cotizan en bolsa e inclusive para establecer las remuneraciones variables de altos ejecutivos. Estos y otros ejemplos se mencionan a continuación:

Figura 2.1 – Propósitos de la valoración financiera.

1. Operaciones de compraventa: Para el comprador, la valoración le indica el precio máximo a pagar. - para el vendedor, la valoración le indica el precio mínimo por el que debe vender. También le proporciona una estimación de hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores.
2. Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa: Para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado. - para decidir en qué valores concentrar su cartera: aquellos que le parecen más infravalorados por el mercado. - la valoración de varias empresas y su evolución sirve para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias.
3. Salidas a bolsa: La valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.
4. Herencias y testamentos: La valoración sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.
5. Sistemas de remuneración basados en creación de valor: La valoración de una empresa o una unidad de negocio es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.
6. Identificación y jerarquización de los impulsores de valor (<i>value drivers</i>): Identificar las fuentes de creación y destrucción de valor.
7. Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa: La valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, ordeñar, crecer o comprar otras empresas.
8. Planificación estratégica: Decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes... mantener, potenciar o abandonar. - permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor.
9. Procesos de arbitraje y pleitos: Requisito a presentar por las partes en disputas sobre precios. - la valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de la corte de arbitraje o del juez (aunque no siempre).

Fuente: (Fernández, 2008)

2.2 Clasificación de los métodos de valoración de empresas.

Los métodos de valoración de empresas se pueden clasificar de diferentes maneras, sin embargo basado en los trabajos de (Fernández, 2008) y (Badenes & Santos, 1999), se presentan los mismos agrupados de la siguiente manera:

Figura 2.2 – Principales métodos de valoración financiera.

Principales Métodos de Valoración					
Contable	Múltiplos	Descuento de flujos	Mixtos (Goodwill)	Creación de valor	Opciones
Valor contable	Múltiplos de cotización	Free Cash Flow	Clásico	EVA	Black y Sholes
Valor contable ajustado	Múltiplos de Transacción	Cash Flow Acciones	Unión de expertos	Beneficio Económico	Opción de invertir
Valor de liquidación		Dividendos	Contables Europeos	Cash Flow added	Ampliar el proyecto
Valor sustancial		Capital Cash Flow	Renta Abreviada	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real		APV	Otros		Usos alternativos

Fuente: (Fernández, 2008), (Badenes & Santos, 1999)

2.2.1 Métodos para determinar el valor del patrimonio en función del Balance.

Estos métodos son característicos por tratar de determinar el valor de la empresa mediante un proceso de estimación del valor de su patrimonio. Esta teoría tradicional fundamentalmente explica que el valor de una empresa está netamente expresado en su balance o en sus activos.

Proporciona un escenario rígido de la situación de la compañía, tal y como se muestra en los informes contables, excluyendo factores relacionados a la situación del sector de negocio, entorno político, realidad macroeconómica, el valor temporal del dinero, percepción del mercado referente a la empresa y el sector donde se desenvuelve, problemas de recursos humanos y de organización, entre otros, que pueden influir en el comportamiento futuro de la empresa.

Entre los principales métodos se encuentran:

- Valor contable
- Valor contable ajustado
- Valor de liquidación
- Valor sustancial

2.2.1.1 Valor contable

El valor contable de las acciones también conocido como valor en libros, patrimonio neto o fondos propios, es el valor que figura en el balance como patrimonio y reservas de la empresa, calculado como la resta del total de los activos y pasivos de la empresa.

$$(1) \quad \text{Valor contable empresa: Activos Totales} - \text{Pasivos Totales}$$

Esta cantidad, definida por principios y normas contables, explica la situación de la compañía, sin embargo, difiere del valor de mercado de las acciones, principalmente debido a que este último se comporta en relación con expectativas de mercado.

2.2.1.2 Valor contable ajustado o activo neto real

Este método trata de considerar desviaciones originadas por los principios contables, ajustando los valores individuales de activos y pasivos ajustándolos con sus valores de mercado, dando como resultado el valor de patrimonio neto ajustado.

2.2.1.3 Valor de liquidación

Este método, es el resultado de la venta de los activos de la empresa y la cancelación de todas sus deudas exigibles, se obtiene reduciendo de su patrimonio los gastos de liquidación del negocio, como son las indemnizaciones a los empleados y gastos fiscales. Este ejercicio es habitualmente realizado en disoluciones de compañías.

Cabe mencionar, que esta figura presenta el valor mínimo que se le puede otorgar a una empresa, dado que, bajo el supuesto de empresa en marcha, la compañía generará beneficios, por tanto, su valor será superior a su valor de liquidación.

2.2.1.4 Valor sustancial

El valor sustancial corresponde al valor de una inversión que se desea realizar para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. Se conoce también como valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de empresa en marcha. Para su cálculo, se consideran los bienes que son utilizados para propósitos de la actividad de la empresa, excluyendo aquellos que no tienen fines productivos: Terrenos y edificios no utilizados, participaciones en otras empresas, etc.

Existen tres clases de valores sustanciales:

- Valor sustancial bruto: se determina como el valor de los activos a precios de mercado.
- Valor sustancial neto o activo neto corregido: es el valor sustancial bruto menos el pasivo exigible, también se lo llama patrimonio neto ajustado.
- Valor sustancial neto reducido: es el valor sustancial bruto menos la deuda sin coste.

2.2.1.5 Valor contable y valor de mercado

El valor contable se calcula a partir del balance de situación, y es la diferencia entre el total de activos de la empresa y los pasivos totales, es decir, el patrimonio neto, es lo considerado dentro de la contabilidad de una empresa.

Por otra parte, el valor de mercado es el valor de una empresa según refleja sus acciones cotizadas en bolsa, este valor también puede incluir activos no tangibles y situación de la empresa en el sector o mercado en la cual se desenvuelve. En general, el valor contable y el valor de mercado tienen poco que ver.

2.2.2 Métodos de valoración basados en múltiplos.

Quizás uno de los métodos más utilizados para determinar el precio de las acciones sea el Flujo de caja descontado, el cual toma información disponible de las empresas, del mercado donde interactúa, nivel de endeudamiento, estructura de costos, fluctuaciones de tipo de cambio, entre otros. En un mercado eficiente seguramente toda la información estaría disponible, sin embargo, en la práctica no es así, por tanto, las conclusiones de la valoración pueden ser muy diversas.

Por lo mencionado anteriormente es que los métodos basados en múltiplos son cada vez más empleados en la práctica. El primer método denominado de cotización se basa en determinar el valor de la empresa en base a la comparación con otras similares que cotizan en bolsa de valores, identificando alguno ratios como por ejemplo el PER, el cual luego se multiplica por los beneficios de la empresa y se obtiene una valoración comparativa.

El segundo método denominado de transacciones comparables comparte características del primero, ya que este compara el valor de la empresa en base al valor pagado por compañías similares, para determinar así una valoración en función de lo que el mercado estaría dispuesto a pagar por ella.

En resumen, la valoración por múltiplos tiene que ver con aquellos métodos de estimación de precios potenciales de compraventa que utilizan ciertos profesionales para asignar un valor de mercado a la empresa comparando la empresa objeto de valoración con otras empresas o, en su caso, con precios de transacción medios del mercado en que se desenvuelve la misma.

2.2.2.1 Múltiplos de cotización

Esta metodología se basa en determinar el valor del mercado de una compañía en función de otras empresas comparables, esto permite al igual que otras determinar el valor de las empresas que no cotizan en bolsa de valores, y en el caso de que la empresa si se encuentra cotizando en bolsa de valores, el método puede ayudarnos a determinar si la misma se encuentra sobre o infravalorado.

Metodología

Al igual que cualquier modelo de valoración, la valoración por múltiplos requiere también tomar en consideración el principio de unidad de conjunto (AECA, 2005), excluyendo aquellos activos y pasivos que no están afectos a la actividad de la empresa que se valora y su impacto en la explotación. Para hallar el valor de la empresa debemos seguir una serie de pasos:

1. Identificar las características de la empresa en cuanto a volumen de activos, cifra de negocios, recursos propios, resultado económico y financiero, grado de innovación, nivel de riesgo, nivel de rentabilidad, línea de productos, etc. Análisis de la empresa.
2. Identificar y analizar las empresas que son comparables. Estas empresas pueden ser tanto empresas cotizadas en el mercado de capitales como del mercado privado. Análisis de las empresas comparables.

3. Obtener múltiplos de las empresas que serán objeto de comparación con la que es objeto de estimación de su precio potencial de compraventa. Estos múltiplos suelen estar asociados a los datos contables incluidos en los estados contables, principalmente la cuenta de resultados y el balance. Obtención de un múltiplo representativo que se tomará como referencia para nuestra empresa.

4. “Normalización” del parámetro de la empresa a valorar y, en su caso, de las empresas comparables a la luz del análisis de estas. En particular se habrán de tomar en consideración los posibles impactos no recurrentes o no de mercado en dicho parámetro. En ocasiones no se dispone de la información necesaria que permita “normalizar” los datos de las empresas comparables. Esta deficiencia podría ser subsanada en determinada medida con la utilización de un conjunto amplio de comparables, del que deberían quedar eliminados aquellos con valores extremos que puedan denotar situaciones atípicas.

5. Aplicación del múltiplo representativo al parámetro de la empresa tomando en consideración, en su caso, los factores de ponderación necesarios. Por ejemplo, en función del tamaño, del nivel de riesgo, grado de comercialización (marketability), etc. Se debe considerar en este análisis la aplicabilidad de primas y descuentos asociados a circunstancias específicas de la empresa valorada.

Múltiplos de cotización más relevantes

A continuación, se mencionan los ratios más utilizados en la práctica aplicados dentro del proceso de valoración por múltiplos:

- $PER = \text{Precio}/UPA$, es el indicador más importante, al cual inversores y mercados prestan mayor atención.
- $P/VL = \text{Precio}/\text{Valor en Libros}$, también denominado Precio Valor Contable el cual permite establecer el precio que el mercado le asigna al patrimonio en libros de la empresa.
- Valor de la empresa/Beneficio antes de interés e impuesto (EBIT).
- Valor de la empresa/Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos. (EBITDA).
- Valor de la empresa/cash Flow operativo.
- Dividendo por acción/precio.

El múltiplo PER

El coeficiente denominado PER (Por sus siglas en inglés, Price to Earnings Ratio), es una relación entre cotización de mercado y el beneficio que es un dato contable. Según (Fernández, 2004) el PER muestra la relación que existe entre la rentabilidad exigida por los accionistas y el flujo de caja esperado generado por la empresa, así demostrando de manera rápida elementos de juicio para determinar una posible sobrevaloración o infravaloración de la empresa.

Para obtener su valor, se utiliza la expresión presentada a continuación:

$$(2) \quad \text{PER} = P/UPA_0$$

Dónde:

- P, es el precio por acción en el mercado
- UPA, es el beneficio por acción.

En esta ecuación, la ratio Precio Beneficio (PER) refleja el número de veces que el mercado está dispuesto a pagar por cada dólar de beneficios que genera la acción. Es muy importante considerar, que el tipo de resultado neto utilizado en el denominador incide en el tipo de ratio observado, el cual dependiendo del mismo puede ser:

- Corriente: beneficios cierre de año
- Arrastrado: beneficios últimos 4 trimestres
- Pronosticado: beneficios pronosticadas siguiente año.

Para aplicar la metodología de múltiplos de cotización y hallar el valor de mercado de la empresa objetivo, debemos seleccionar un subconjunto de empresas y determinar la media total de empresas comparables. Finalmente, se obtiene la valoración del patrimonio mediante la multiplicación de la media del múltiplo PER de empresas comparables, por el beneficio neto.

$$(3) \quad \text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{Beneficio neto}$$

Determinantes de la ratio PER

La ratio PER, siendo un múltiplo de patrimonio, puede analizarse utilizando un modelo de dividendos descontados para el patrimonio. En esta sección, se analizan las

variables fundamentales que determinan la relación precio ganancias para dos tipos de empresas: empresas con crecimiento estable y empresas de alto crecimiento.

(Damodaran, 2002) establece que podemos derivar la relación PER para una empresa de crecimiento estable, a través de un Modelo de dividendos descontados, de la siguiente manera:

$$(4) \quad \frac{P_0}{UPA_0} = PER = \frac{(Payout\ Ratio)(1+g_n)}{k_e - g_n}$$

Si la relación PER se establece en términos de ganancias esperadas en el próximo período de tiempo, esto puede ser simplificado de la siguiente manera:

$$(5) \quad \frac{P_0}{UPA_1} = PER\ proyectado = \frac{(Payout\ Ratio)}{k_e - g_n}$$

La relación PER tiene relación positiva del payout ratio y la tasa de crecimiento (g); y relación decreciente del riesgo de la empresa. De hecho, podemos establecer el payout ratio como función de la tasa de crecimiento esperada y el rendimiento del capital.

$$(6) \quad Payout\ ratio = 1 - \frac{g_n}{ROE_n}$$

Sustituyendo nuevamente en la ecuación anterior, la ratio PER para una empresa de crecimiento estable se presenta a continuación:

$$(7) \quad \frac{P_0}{UPA_1} = PER\ proyectado = \frac{1 - \frac{g_n}{ROE_n}}{k_e - g_n}$$

Por otra parte, cuando se espera que una empresa tenga un alto crecimiento para los próximos n años y un crecimiento estable a partir de entonces, el modelo de descuento de dividendos se puede escribir de la siguiente manera:

$$(8) \quad P_0 = \frac{(UPA_0)(Payout\ Ratio)(1+g) \left(1 - \frac{(1+g)^n}{(1+k_{e,hg})^n} \right)}{k_e - g_n} + \frac{(UPA_0)(Payout\ Ratio)_n(1+g)^n(1+g_n)}{(k_{e,st} - g_n)(1+k_{e,hg})^n}$$

Donde,

- UPA_0 = Beneficios por acción en año 0 (año en curso)
- g = crecimiento en los primeros n años.
- $k_{e,hg}$ = Costo de capital en el periodo de crecimiento alto.

- $k_{e,st}$ = Costo de capital en el periodo de crecimiento estable
- Payout = Payout ratio en los primeros n años.
- g_n = Tasa de crecimiento después de n años futuros (crecimiento estable)
- Payout Ratio_n = Payout ratio después n años para el periodo estable.

Dividiendo ambos lados de la ecuación por UPA_0

$$(9) \quad P_0 = \frac{(Payout\ Ratio)(1+g)\left(1 - \frac{(1+g)^n}{(1+k_{e,hg})^n}\right)}{k_{e,hg}-g} + \frac{(Payout\ Ratio_n)(1+g)^n(1+g_n)}{(k_{e,st}-g_n)(1+k_{e,hg})^n}$$

Luego podemos sustituir por el payout ratio:

$$(10) \quad P_0 = \frac{\left(1 - \frac{g}{ROE_{hg}}\right)(1+g)\left(1 - \frac{(1+g)^n}{(1+k_{e,hg})^n}\right)}{k_{e,hg}-g} + \frac{\left(1 - \frac{g}{ROE_{hg}}\right)(1+g)^n(1+g_n)}{(k_{e,st}-g_n)(1+k_{e,hg})^n}$$

Donde ROE_{hg} es el rendimiento del capital en el período de alto crecimiento y ROE_{st} es el rendimiento del patrimonio en periodo estable.

A partir de las ecuaciones mostradas se deduce que el múltiplo PER se encuentra determinado por:

- Payout ratio, o con el ROE, de forma positiva durante el periodo de alto crecimiento y en el periodo estable.
- Tasa de crecimiento, de forma positiva, en ambos periodos de crecimiento.
- El riesgo (a través de la tasa de descuento), de forma negativa ante incrementos en el riesgo.

El múltiplo P/VL

La relación entre el valor de la firma y su valor contable refleja las expectativas que tiene el mercado tanto de sus potenciales ganancias como de su flujo de caja. Como se observó en la Ecuación 1, el valor en libros es la diferencia entre el valor contable de los activos con el valor contable de los pasivos.

Como le mencionan algunos autores (Damodaran, 2002), los analistas financieros utilizan muy a menudo el valor en libros de la compañía, dado que, este proporciona una relativa estabilidad sobre la cual comparar el precio del mercado, permite hacer

comparaciones de sobrevaloración o subvaluación de precios de mercado de diferentes compañías, y entre otras cosas, servir de referencia para valoración de empresas que presentan resultados negativos.

Para obtener su valor, se utiliza la expresión presentada a continuación:

$$(11) \quad PVL = P/VL$$

Dónde:

- P, es el precio por acción en el mercado
- VL, es el valor contable dividido para el número de acciones.

A diferencia del múltiplo PER, la ratio P/VL refleja el número de veces que el mercado está dispuesto a pagar por cada dólar del patrimonio en libros.

Por otra parte, si bien el múltiplo es fundamentalmente consistente, el numerador y el denominador son ambos valores de patrimonio, por tanto, existe la posibilidad de inconsistencia si no tiene cuidado sobre cómo calcular el valor contable del patrimonio neto por acción. En particular, especialmente cuando hay varias clases de acciones en circulación, cuyo valor puede ser distinto para cada una de ellas, por otra parte, el cálculo no debe incluir la parte del patrimonio que es atribuible a acciones preferentes ya que el cálculo se refiere solo a la equidad común (Damodaran, 2002).

Para evitar estos problemas, se recomienda calcular la relación Precio/Valor en libros como:

$$(12) \quad \text{Precio/Valor en Libros} = \frac{\text{Valor de Mercado del Patrimonio}}{\text{Valor en Libros del Patrimonio}}$$

La aplicación de la metodología de múltiplos de cotización es similar a lo indicado para el múltiplo PER, la cual consiste en seleccionar un subconjunto de empresas y determinar la media total del múltiplo de las empresas comparables. Finalmente, se obtiene la valoración del patrimonio mediante la multiplicación de la media del múltiplo P/VL de empresas comparables, por el valor en libros del patrimonio.

$$(13) \quad \text{Valor de las acciones} = PVL \times \text{Valor en libros del Patrimonio}$$

Determinantes de la ratio PVL

La relación PVL puede relacionarse con los mismos fundamentos que determinan valor en modelos de flujo de caja descontados. Dado que este es un múltiplo de capital, usaremos un modelo de flujo de efectivo descontado de acciones - el modelo de descuento de dividendos - para explorar los fundamentos

(Damodaran, 2002) establece que podemos derivar la relación PVL para una empresa de crecimiento estable, a través de un Modelo de dividendos descontados, de la siguiente manera:

$$(14) \quad \frac{P_0}{VL_0} = PVL = \frac{(ROE)(Payout Ratio)}{k_e - g_n}$$

Si definimos el rendimiento sobre el capital utilizando ganancias contemporáneas,

$$(15) \quad ROE = \frac{UPA_0}{Valor\ en\ libros\ Patrimonio_0}$$

El ratio PVL puede ser definido de la siguiente manera:

$$(16) \quad \frac{P_0}{VL_0} = PVL = \frac{(ROE)(1+g)(Payout Ratio)}{k_e - g_n}$$

La relación PVL es una función creciente del rendimiento del capital, la relación de pago y la tasa de crecimiento y una función decreciente del riesgo de la empresa.

Esta formulación se puede simplificar aún más relacionando el crecimiento con el rendimiento de capital.

$$(17) \quad g = (1 - Payout Ratio) * ROE$$

Sustituyendo nuevamente en la ecuación PVL,

$$(18) \quad \frac{P_0}{VL_0} = PVL = \frac{ROE - g_n}{k_e - g_n}$$

Por otra parte, cuando se espera que una empresa tenga un alto crecimiento para los próximos n años y un crecimiento estable a partir de entonces, el modelo de dividendos descontados se puede escribir de la siguiente manera:

$$(19)P_0 = \frac{(UPA_0)(Payout\ Ratio)(1+g)\left(1-\frac{(1+g)^n}{(1+k_{e,hg})^n}\right)}{k_e-g_n} + \frac{(UPA_0)(Payout\ Ratio_n)(1+g)^n(1+g_n)}{(k_{e,st}-g_n)(1+k_{e,hg})^n}$$

Donde,

- UPA_0 = Beneficios por acción en año 0 (año en curso)
- g = crecimiento en los primeros n años.
- $k_{e,hg}$ = Costo de capital en el periodo de crecimiento alto.
- $k_{e,st}$ = Costo de capital en el periodo de crecimiento estable
- $Payout$ = Payout ratio en los primeros n años.
- g_n = Tasa de crecimiento después de n años futuros (crecimiento estable)
- $Payout\ Ratio_n$ = Payout ratio después n años para el periodo estable.

Reescribiendo UPA_0 en términos del retorno sobre patrimonio, $UPA_0=(VL_0)(ROE)$, y trayendo BV_0 al lado izquierdo de la ecuación, obtenemos:

$$(20) \frac{P_0}{VL_0} = \left[(ROE_{hg}) \frac{(Payout\ Ratio)(1+g)\left(1-\frac{(1+g)^n}{(1+k_e)^n}\right)}{k_{e,hg}-g} + (ROE_{st}) \frac{(Payout\ Ratio)(1+g)^n(1+g_n)}{(k_{e,st}-g_n)(1+k_{e,hg})^n} \right]$$

Donde ROE_{hg} es el rendimiento del capital en el período de alto crecimiento y ROE_{st} es el rendimiento del patrimonio en periodo estable.

A partir de las ecuaciones mostradas se deduce que el múltiplo PVL se encuentra determinado por:

- Payout ratio, o con el ROE, de forma positiva durante el periodo de alto crecimiento y en el periodo estable.
- Tasa de crecimiento, de forma positiva, en ambos periodos de crecimiento.
- El riesgo (a través de la tasa de descuento), de forma negativa ante incrementos en el riesgo.

Múltiplo de las ventas

También conocido como múltiplo de ingresos, este ratio mide la relación entre las ventas y la cotización de la empresa, a tal punto que mientras más veces refleje las ventas el precio de la acción más sobrevalorada se encontrará la empresa que estamos analizando en comparación a otra. De esta forma, la ratio (precio/ventas) se puede descomponer en otras dos:

$$(21) \quad \text{Precio/ventas} = (\text{Precio/Beneficio}) \times (\text{beneficio/ventas})$$

Como podemos visualizar, el primer componente (precio/beneficio) se conoce como PER, y la segunda (beneficio/ventas) es denominada normalmente como rentabilidad sobre ventas.

Otros Múltiplos

Además de los ratios PER, P/VL y de la ratio precio/ventas, otros múltiplos usados con frecuencia son:

- Valor de la empresa/Beneficio antes de interés e impuesto (EBIT)
- Valor de la empresa/Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos. (EBITDA)
- Valor de la empresa/cash flow operativo
- Valor de las acciones/valor contable.

2.2.2.2 Múltiplos de transacción.

Los múltiplos de transacción se encuentran basados en el precio pagado en una negociación por una empresa similar a la que estamos analizando. Cabe indicar que no en todas las transacciones se adquiere la totalidad del patrimonio de la empresa, por tanto, en esos casos se convierten los datos a una compra del 100%, y así aplicar a la empresa objetivo.

Existen ocasiones donde el método de los múltiplos de transacción nos permite valores empresas que no pueden ser valorados por Flujo de caja descontados, proporcionando resultados poco fiables. En estos casos se encuentran las empresas de

tecnología, empresas nuevas, empresas de explotación o de servicios nuevos, casos donde no se puede estimar de forma fácil ventas futuras.

Hay que tener en consideración que hay negociaciones por lo general, donde el precio suele ser por lo general superior al valor de la empresa, por lo general de hasta un máximo superior del 50%, esto como efecto de las sinergias de la transacción y la prima pagada por obtener el control de la empresa. En el caso de América Latina las estimaciones indican que este alcanza un promedio de 30% (Dick & Zingales, 2002).

Los ratios más utilizados en esta metodología son:

- Precio/ventas
- Precio/beneficios
- Precio/valor en libros
- VE/Ventas
- VE/EBITDA
- VE/EBIT
- Precio/beneficios futuros

La selección de las transacciones comparables sigue el mismo proceso que los múltiplos de cotización. Se recomienda que, dado que las transacciones son hechos pasados, se utilicen aquellos que sucedieron en los últimos 5 años.

Para aplicar la metodología de múltiplos de transacción y hallar el valor de mercado de la empresa objetivo, debemos seleccionar un subconjunto de negociaciones realizadas, determinar los múltiplos, y calcular la media total de cada una de ellas. Finalmente, se obtiene la valoración del patrimonio mediante la multiplicación de la media de los múltiplos seleccionado de las negociaciones comparables, por el beneficio neto. Para el ejercicio utilizaremos los múltiplos PER Y P/VL

$$(22) \quad \text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{Beneficio neto}$$

$$(23) \quad \text{Valor de las acciones} = \text{P/VL} \times \text{Patrimonio entidad}$$

Diversos autores indican la creciente importancia de este método en algunos grandes bancos de inversión, donde existen grupos de profesionales dedicados únicamente a construir bases de datos de múltiplos de cotización y transacción.

2.2.2.3 Aplicación de primas de descuento.

Algunos autores coinciden en que la valoración de empresas a través de sus diversas metodologías trata de servir de referencia para la fijación de un precio, siendo unas de las cuestiones más conflictivas ofrecer un valor que no se aleje de lo que ocurre en el mercado de empresas. Existen métodos como la aproximación de mercado mediante múltiplos que tienen el potencial de establecer un valor de mercado de forma ágil y sencilla, sin embargo su aplicación requiere tomar en consideración factores clave como riesgo, crecimiento y flujos de efectivo. Esto hace que se consideren algunos ajustes, que habitualmente se conocen como primas y descuentos. (Rojo Ramirez, et al., 2008) (Rojo Ramírez, 2009) (Redondo Porrúa & Rojo Ramírez, 2017) (Koeplin & Shapiro, 2000) (Damodaran, s.f.) (Hitchner, 2003).

En este sentido (Álvarez & Herrera, 2012) señalan que las primas y descuentos normalmente se consideran por comparación entre empresas cotizadas y no cotizadas, siendo lo más habitual que la existencia de primas y descuentos surja cuando lo que tratamos es de valorar una empresa no cotizada, tomando como referencia una empresa cotizada. En complemento (Redondo Porrúa & Rojo Ramírez, 2017) señalan que no es lo mismo la adquisición de paquetes de acciones que se negocian en el mercado que aquellos otros que no lo hacen, y ello por diversas razones: En primer lugar las acciones cotizadas disponen habitualmente de un mercado donde negociarlas y hacer líquida la inversión. Por otro lado suele considerarse que estas empresas se encuentran más diversificadas por sí mismas, al margen del propio inversor. Estas empresas suelen ser de mayor tamaño lo que suele darles un plus de confianza. También tienen su capital más repartido lo que puede permitir maniobrar más fácilmente para alcanzar el control.

En cuanto a las circunstancias sobre las cuales realizar ajustes, (Rojo Ramírez, 2009) indican las siguientes:

- El grado de control. En estos casos se suele aplicar una Prima de control, que hace referencia a la importancia que tiene adquirir un número de acciones suficientes que permitan la toma de decisiones en la empresa. Para América Latina se estima que esta prima alcanza un valor promedio de 30% (Dick & Zingales, 2002).

- La posición accionarial en la empresa. En estos casos se aplica un Descuento por minoritario (DLC3), opuesto a la prima de control, que pone de manifiesto la incapacidad para tomar decisiones sobre la marcha de la empresa o, lo que es igual, la falta de control sobre la actividad empresarial.
- La facilidad para comprar o vender los títulos de la empresa. En tales casos es normal aplicar un Descuento por falta de comercialización (DLOM). Este descuento está asociado a restricciones en la compra-venta de los títulos de la empresa. Pueden ser estas restricciones debidas a la falta de un mercado, o a cláusulas que limitan la venta de los mismos, lo que, en definitiva, significa una reducción de potenciales compradores que sólo estarán dispuestos a entrar en la empresa a un precio más bajo. En este sentido (Koeplin & Shapiro, 2000) indica que en transacciones fuera de estados unidos se estima una prima de entre 19.64% y 34.86% sobre el indicador P/VL. Por otra parte (Damodaran, s.f.) considera que el descuento por iliquidez para una empresa que no cotiza en bolsa está entre el 20-30% y no varía mucho entre empresas que no cotizan.

La aplicación de los ajustes al valor de la empresa se puede realizar mediante dos alternativas (Rojo Ramírez, 2009) y (Alonso, 2010):

- Procedimiento de resta (PdR). Consiste en calcular el valor de la empresa y, a continuación, restar los descuentos que el valorador estime oportunos. Esta vía requiere, antes que nada, conocer el importe que ha de minorar el valor, por lo que la valoración se convierte en un proceso de dos fases (Hood, et al., 1997) Primero se asignaría el valor a la empresa y segundo, previa estimación del porcentaje a deducir, generalmente mediante “benchmarking”, se procedería a disminuir el valor.
- Procedimiento de tasa (PdT). Esta alternativa reduce directamente el valor de la empresa mediante la incorporación del ajuste en la tasa de actualización, lo que precisa corregir la misma incorporando una prima específica según la naturaleza del ajuste.

En cuanto a la forma aplicar el descuento siguiendo el procedimiento de resta, (Rojo Ramirez, et al., 2008) establece que suele descontarse multiplicando el valor de las

acciones por un factor de descuento (1-% de descuento), o por un rango de factores de cara a obtener un cierto análisis de sensibilidad. Así, en el caso de cálculo del valor mediante múltiplos tendríamos:

$$(24) \quad \text{Valor de las acciones Ajustado} = \text{Valor de las acciones} * \text{Factor descuento}$$

2.3.3 Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (Cash Flow)

Estos métodos establecen el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de efectivo que se generarán por la empresa, los mismos que posteriormente serán descontados a una tasa determinada en relación con el riesgo de dichos flujos.

Para el pronóstico de dichos flujos se realiza un pronóstico minucioso de cada una de las partidas relacionadas a la operación del negocio: recaudos de ventas, pagos de materia prima, los pagos correspondientes a manos de obra, publicidad, administrativos y de ventas; en resumen, todo lo que se considera dentro del flujo de caja de la empresa.

Otro punto importante es la determinación de una tasa de descuento adecuada, la misma que se realiza en función del riesgo, las volatilidades históricas, el riesgo país, y en muchas en la práctica, el descuento mínimo solicitado por los interesados.

2.3.3.1 Método general para el descuento de flujos

El descuento de flujos de fondos posee distintos métodos que parten de la siguiente expresión:

$$(25) \quad V = \frac{FC_1}{1+K} + \frac{FC_2}{(1+K)^2} + \frac{FC_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{FC_n+VR_n}{(1+K)^n}$$

Donde, FC_i es el flujo de fondos generado por la empresa en el periodo i ; VR_n es el valor residual de la empresa en año n ; y K es la tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

Un dato importante es que el valor residual de la empresa en el año n (VR_n) se lo puede calcular descontando los flujos futuros a partir de ese período. Otras metodologías sugieren la utilización de múltiplos para determinar el mismo. (Rojo Ramirez, et al., 2008)

Para considerar una duración indefinida a partir del año n , un procedimiento utilizado es suponer una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos a partir de ese

período, así obtener el valor residual en el año n con la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante: $VR_n = FC_n (1+g) / (k-g)$.

En los flujos puede ser admisible despreciar su valor a partir de un determinado período, dado que su valor actual es menor cuanto más tiende a ser lejano su horizonte temporal, por otra parte, su ventaja comparativa en el mercado tiende a desaparecer al cabo de unos años.

2.3.3.2 Determinación del cash flow adecuado para descontar y balance financiero de la empresa.

Para desarrollar los diferentes métodos de valoración basados en el descuento de flujos de fondos, es fundamental conocer los tipos de flujos de fondos que se consideran para la valoración.

Existen tres flujos de fondos básicos: el flujo de fondos libre, el flujo de fondos para los accionistas y el flujo de fondos para los proveedores de deuda.

Flujo de fondos libre

El free cash flow (FCF) denominado también como fondo de caja libre, es el flujo generado de las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento de la empresa, después de impuestos. En otras palabras, es el dinero disponible después de cubrir las necesidades de reinversión en activos fijos y necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existiera deuda.

Flujo de fondos para la deuda

El flujo de fondos para la deuda es la suma de los intereses que comprende pagar por la deuda más las devoluciones de capital. Su objetivo es determinar el valor de mercado actual de la deuda existente, debe descontarse a la tasa de rentabilidad exigida a la deuda (coste de la deuda).

Flujo de fondos disponibles para los accionistas

El flujo de fondos disponibles para las acciones se calcula restando al flujo de fondos libre los pagos de capital e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda. Es, en

definitiva, el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en NOF, y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el capital de la deuda que corresponda (en el caso de que exista deuda). Se puede representar lo anterior de la siguiente forma:

$$(26) \text{ FCFE} = \text{FCF} - (\text{intereses pagados} \times (1 - T)) - \text{pagos principal} + \text{nueva deuda}$$

En las proyecciones, los flujos de fondos disponibles para los accionistas deben coincidir con los dividendos y pagos a accionistas. El cash flow supone la existencia de una determinada estructura de financiación en cada período, por la cual se abonan los intereses de las deudas existentes, se pagan los vencimientos de principal que correspondan y se reciben los fondos provenientes de nueva deuda, quedando finalmente un remanente que es el dinero que queda disponible para los accionistas (E), el valor de la deuda existente (D). El descuento de flujos de fondos posee distintos métodos y empieza con la expresión:

Capital Cash Flow

Es la suma del cash flow para los poseedores de deuda más el cash flow para los accionistas, se lo denomina CCF (capital cash flow). El cash flow para los poseedores de deuda se compone de la suma de los intereses más la devolución del capital de la deuda. Por tanto:

$$(27) \quad \text{CCF} = \text{FCFE} + \text{FCFd} = \text{FCFE} + 1 - \Delta D \quad ; \quad 1 = D * k_d$$

Donde,

- CCF = Capital cash Flow.
- FCFE= Flujo de caja libre para los accionistas.
- FCFd= Flujo de caja libre para la deuda.
- Kd= Coste de la deuda
- D=valor de la deuda.

Es importante mencionar que no se debe confundir el capital cash flow con el free cash flow.

2.3.3.3 Cálculo del valor de la empresa a través del free cash flow

Para calcular el valor de la empresa mediante este método, descuentan los free cash flows utilizando el coste promedio ponderado de deuda y acciones o coste promedio ponderado de los recursos (WACC).

$$(28) \quad E + D = \text{valor actual (FCF; WACC)},$$

Donde,

$$(29) \quad \text{WACC} = (E K_e + D K_d (1-T)) / (E+D)$$

Siendo,

- D = valor de mercado de la deuda.
- E = valor de mercado de las acciones.
- K_d = coste de la deuda antes de impuestos = rentabilidad exigida a la deuda.
- T = tasa impositiva.
- K_e = rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de estas.

El WACC se calcula ponderando el coste de la deuda (K_d) y el coste de las acciones (K_e), en función de la estructura financiera de la empresa. Esta es la tasa relevante para este caso, ya que como estamos valorando la empresa en su conjunto (deuda más acciones), se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda ya las acciones en la proporción que financian la empresa.

2.3.3.4 Cálculo del valor de la empresa como el valor sin apalancamiento más el valor de los ahorros fiscales debidos a la deuda.

En este método denominado Valor presente ajustado (APV por sus siglas en inglés), el cálculo del valor de la empresa se realiza sumando dos valores; por una parte, el valor de la empresa suponiendo que la empresa no tiene deuda y, por otra, el valor de los ahorros fiscales que se obtienen por el hecho de que la empresa se esté financiando con deuda.

El valor de la empresa sin deuda se obtiene mediante el descuento del Flujo de caja libre, utilizando la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas para la empresa bajo

el supuesto de considerarla como si no tuviera deuda. Esta tasa (K_u) es conocida como tasa unlevered (no apalancada), y es menor que la tasa que exigirían los accionistas en el caso de que la empresa tuviera deuda en su estructura de capital, esto dado que los accionistas soportarían el riesgo financiero que supone la deuda y requerirían una prima de riesgo superior. En el caso de no existir deuda, a la rentabilidad exigida a las acciones (k_u) es equivalente al costo promedio de los recursos (WACC). (Fernández, 2008)

Por otra parte, el valor actual de los ahorros se calcula como el valor calculado para cada uno de los años correspondiente al ahorro de impuestos por intereses. Una vez obtenidos estos se descuentan por lo general al coste de mercado de la deuda.

Todo lo anteriormente se condensa en la siguiente fórmula:

$$(30) \quad E + D = \text{valor actual (FCF; } k_u) + \text{escudo fiscal de la deuda.}$$

Donde,

- D = valor de mercado de la deuda.
- E = valor de mercado de las acciones.
- FCF= flujo de caja libre
- K_u = tasa no apalancada.

2.3.3.5 Cálculo del valor de mercado del patrimonio de la empresa a partir del flujo de caja disponible para los accionistas.

El valor de mercado del patrimonio de una empresa se obtiene como resultado de descontar el flujo de caja disponible para los accionistas a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas (k_e). Por tanto:

$$(31) \quad E = \text{valor actual (FCFE; } k_e)$$

Donde,

- E = valor de mercado de del patrimonio de la empresa.
- K_e = Tasa de retorno exigida por los accionistas.

El valor de mercado del patrimonio de una empresa se obtiene como resultado de descontar el flujo de caja disponible para los accionistas a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas (k_e).

De acuerdo con (Damodaran, 2002) la rentabilidad exigida por los accionistas puede estimarse a través del modelo de equilibrio financieros (en inglés, capital asset pricing model, CAPM) que define para empresas en mercados emergentes la siguiente ecuación:

$$(32) \quad K_e = R_f + \beta * PRM_{US} + Spread$$

Donde,

- Rf = tasa de rentabilidad para acciones sin riesgo.
- B = Beta de la acción
- PRM=Prima de Riesgo de Mercado USA
- Spread= EMBI de mercado en análisis.

2.3.3.6 Cálculo del valor de mercado del patrimonio de entidades de servicios financieros a partir del flujo de caja disponible para los accionistas.

En primer lugar, debemos entender la importancia del capital contable para las empresas de que otorgan servicios financieros, puesto que para el mercado en general el patrimonio es visto como una medida de seguridad y solidez ante la materialización de potenciales riesgos. Por otra parte, los ratios de capital regulatorio se basan en el capital contable y si estos muestran resultados bajos o negativos de capital contable, pueden ser cerrados por los entes reguladores. De acuerdo con (Damodaran, 2020) el FCFE para entidades de servicios financieros se expresa de la siguiente manera:

(33) $FCFE_{BANK} = \text{Resultado Neto} - \text{Incremento en capital regulatorio (Patrimonio en libros)}$.

El capital regulatorio también denominado Patrimonio Técnico en el mercado ecuatoriano, es considerado como un factor de respaldo de las actividades económicas actuales y futuras de la entidad, el cual fue establecido bajo estándares internacionales en especial el Comité de Supervisión Bancaria Basilea con el fin de que se proteja la solidez financiera y se minimice el nivel de riesgo de capital.

La Superintendencia de Bancos en el Ecuador establece medidas de supervisión y regulación financiera según el Libro I.- Normas generales para la aplicación de las instituciones del sistema financiero de la Codificación de Resoluciones de la

Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria, Título V.- Del patrimonio técnico, Capítulo I.- relación entre el patrimonio técnico total y los activos y contingentes ponderados por riesgo para las instituciones del sistema financiero; según el cual se establecen las recomendaciones en concordancia con lo establecido por el Comité de Basilea, con el fin de para mantener una relación entre el patrimonio técnico y la suma ponderada de los activos y contingentes no inferior al 9%.

Dicho esto, el valor de mercado del patrimonio de una entidad servicios financieros se obtiene a partir de sus beneficios netos descontando el aumento de capital necesario para cumplir con el mínimo regulatorio de patrimonio técnico, que luego se descuentan a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas (k_e), como se presenta a continuación.

$$(34) \quad E = \text{valor actual (FCFE}_{\text{BANK}}; k_e)$$

Donde,

- E = valor de mercado del patrimonio de la entidad financiera.
- $\text{FCFE}_{\text{BANK}}$ = Flujo de caja disponible para los accionistas, luego de inversión en capital regulatorio.
- K_e = Tasa de retorno exigida por los accionistas.

2.3.3.7 Valor Residual

El valor residual de un negocio comprende su valor más allá del periodo proyectado. En la práctica, este valor es frecuentemente calculado utilizando el método del Modelo de Gordon y por el método del Múltiplo residual.

Modelo de Gordon:

De acuerdo con (Gordon, 1962) el crecimiento de los flujos de caja libres futuros será constante, por tanto, la tasa de crecimiento que el negocio experimentará después del periodo proyectado explícito. Hay que considerar que cualquier error en la estimación de la tasa de crecimiento puede tener una influencia substancial sobre el valor residual, especialmente en compañías de alto crecimiento. Desafortunadamente, las tasas de crecimiento son siempre difíciles de calcular en el largo plazo y, por consiguiente, los flujos de caja libres también. Bajo condiciones estables, la tasa de crecimiento vendrá dada

por la tasa de nuevas inversiones netas, que será similar, o cercana, a la tasa de crecimiento del mercado de la compañía.

De esta forma, el valor presente del valor residual se presenta a continuación:

$$(35) \quad VR = \frac{FCFE(1+g)}{(ke-g)(1+ke)^n}$$

Donde,

- FCFE = Flujo de Caja Libre accionistas para la empresa en el último año estimado
- g = Tasa media de crecimiento para los futuros flujos
- n = Número de años en el Segundo periodo de tiempo
- ke= Costo del capital

Múltiplo Residual

Para el cálculo de valor residual podría utilizarse cualquier múltiplo basado en el valor de negocio. Este enfoque puede basarse en múltiplos sobre precios actuales o futuros. Generalmente se utilizan múltiplos sobre variables financieras como el EBITDA o EBIT, el beneficio neto, o un valor más estable como el valor en libros.

Utilizando el múltiplo PER, el valor presente del valor residual se presenta a continuación:

$$(36) \quad VR = \frac{FCFE*PER}{(1+ke)^n}$$

Donde,

- VR = Valor Residual
- FCFE = Flujo de Caja Libre accionistas para la empresa en el último año estimado
- PER=múltiplo seleccionado para el determinar el valor residual.
- ke= Costo del capital

3. BENEFICIOS Y DESVENTAJAS DE LOS METODOS DE VALORACION.

Los principios básicos de valoración se aplican tanto a las empresas de servicios financieros como a otras empresas. Sin embargo, hay algunos aspectos relacionados con las empresas de servicios financieros que pueden afectar la forma en que se valoran.

La primera es que la deuda, para una empresa de servicios financieros, es difícil de definir y medir, lo que dificulta estimar el valor de la empresa o los costos de capital. En consecuencia, es mucho más fácil valorar el patrimonio directamente en una empresa de servicios financieros, descontando los flujos de efectivo al patrimonio al costo del patrimonio.

El segundo es que los gastos de capital y el capital de trabajo, que son insumos necesarios para estimar los flujos de efectivo, a menudo no se estiman fácilmente en las empresas de servicios financieros. De hecho, gran parte de la reinversión que ocurre en estas empresas se clasifica en gastos operativos. Por lo tanto, para estimar los flujos de efectivo al patrimonio, tenemos que usar dividendos (y asumir que lo que no se paga como dividendo es la reinversión) o modificar nuestra definición de reinversión.

Incluso si elegimos usar múltiplos, nos encontramos con muchos de los mismos problemas. Las dificultades asociadas con la definición de la deuda hacen que los múltiplos de capital, como las ganancias de precios o las relaciones de precio a valor contable, sean más adecuados para comparar empresas de servicios financieros que los múltiplos de valor. Al hacer estas comparaciones, debemos controlar las diferencias en los fundamentos (riesgo, crecimiento, flujos de efectivo, calidad del préstamo) que afectan el valor.

Finalmente, las consideraciones y restricciones regulatorias superponen las valoraciones de las empresas financieras. En algunos casos, las restricciones regulatorias sobre la competencia permiten a las empresas de servicios financieros obtener retornos excesivos y aumentar el valor. En otro caso, las mismas autoridades reguladoras pueden restringir los posibles retornos excesivos que una empresa puede obtener al evitar que la empresa ingrese a un negocio.

3.1 Puntos iniciales que brindan potenciales ventajas y desventajas en un proceso de valoración de empresas

Dinámica. - La valoración es un proceso para la estimación de los flujos esperados y la calibración del riesgo de las distintas actividades y unidades del negocio es fundamental.

Implicación de la empresa. - los directivos de la empresa deben estar implicados en el análisis de la empresa del sector y en las proyecciones de flujos.

Multinacional. - La valorización no es una competencia exclusiva de la dirección financiera. Para una buena valoración es esencial que directivos de distintos departamentos intervengan en las estimaciones de los flujos futuros y en el riesgo de los mismos.

Estratégica. - La técnica de actualización de flujos es similar en todas las valoraciones, pero la estimación de los flujos y la calibración del riesgo han de tener en cuenta en la unidad de negocio.

Remuneración. – En la medida en que la valoración incorpora objetivos (ventas, crecimiento, cuota de mercado, rentabilidad, inversiones, entre otras) de los dependerá la remuneración futura de los directivos, el proceso y la propia valoración ganan en calidad.

Opciones reales. - Si la empresa dispone de opciones reales, estas se han de valorar convenientemente. Las opciones reales requieren un tratamiento totalmente distinto a las actualizaciones de flujos.

Análisis histórico. - Aunque el valor depende de las expectativas, un análisis histórico bien realizado de la evolución financiera y estratégica de las distintas unidades de negocio es fundamental para evaluar la consistencia de las previsiones.

Técnicamente correcta. - La corrección técnica se refiere fundamentalmente a:

- Cálculo de flujo
- Riesgo en las tasas de descuento
- Coherencia entre flujos y tasas
- Valor residual
- Variable inflación

3.2. Ventajas y desventajas de la Valoración por Múltiplos

3.2.1 Ventajas de la valoración por múltiplos de cotización y transacción.

No cabe duda de que si alguna ventaja tiene la técnica de valoración por múltiplos es su inmediatez y simplicidad, ofreciendo una aproximación práctica al posible precio de la empresa si la transacción tuviera lugar en el corto plazo. Ciertamente su aplicación requiere menos tiempo, asunciones e información que la aplicación del análisis fundamental. Este método también es fácil de entender y simple de presentar a los clientes, lo que lo hace ideal para los asesores y analistas. Algunos autores (Schreiner, 2007) consideran que una tercera ventaja de este método es la fácil accesibilidad a los múltiplos a través de los periódicos financieros y plataformas online, si bien esta ventaja no siempre es compartida por los profesionales.

Figura 2.3 – Fortalezas y debilidades de las metodologías de múltiplos.

Fortalezas	Debilidades
Simple y rápidos de aplicar	Falta de transparencia del mercado
Fáciles de comprender	Suelen estar sesgados por la información obtenida
Sencillos para comunicar	Miopía. Suelen obviar el plan de negocio
Reflejan la situación del mercado	Se refieren a precios y no al valor, por lo que se ven afectados por burbujas de mercado
Fáciles de calcular	Dificultad para encontrar comparables de empresas transmitidas en el año de la valoración
Permiten contrastar los modelos fundamentales	Simplicidad de las asunciones
Facilitan los procesos de compraventa	Favorecen la manipulación de valores

Fuente: (Rojo Ramirez, et al., 2008)

La mayor parte de los valoradores admiten que su uso permite agilizar los procesos de compraventa en tanto que al tratarse de un proceso ágil de valoración sirve de filtro para la selección de candidatos a los que finalmente terminará valorándose mediante procedimientos fundamentales. Sin embargo, estas ventajas pueden ser solo aparentes. Un juicio rápido de estos sistemas de estimación de precios potenciales puede dar lugar a engaños ya que su incardinación en los modelos valorativos puede ser compleja y su correcta aplicación consumidora de tiempo en la práctica. Es por ello que es necesario hacer más hincapié en sus limitaciones de manera que no se haga pensar a los profesionales que es el método por excelencia.

3.2.2 Inconvenientes o desventajas de la Valoración por Múltiplos

Siendo que uno de los principales usos de la valoración por múltiplos es el de obtener un valor de mercado, para una potencial compraventa, por lo que, entran en el proceso aspectos propios de la negociación que pueden distorsionar dicho proceso. La introducción de estos factores elimina el concepto de valor y lo sustituye por el de precio, pero este no existe en tanto no se consuma una transacción, de aquí que hablemos de precio potencial. Este hecho tiene consecuencias importantes.

Al reflejar estos precios potenciales en el pulso del mercado, su uso puede dar lugar a estimaciones demasiado elevadas en mercados “calientes” o demasiado conservadoras en mercados bajistas. Visto desde un ángulo diferente, la utilización de múltiplos es susceptible de promover la formación de burbujas de mercado y es por ello que el valorador ha de tener muy en cuenta la situación del mercado y del sector. Además de esta cuestión general, las siguientes constituyen (o pueden constituir) limitaciones de este método valorativo:

1. La utilización de datos y explicaciones facilitados por los responsables de la empresa que se valora que pueden estar sesgados. Una correcta aplicación debería entrar en cuestiones de verificación de la razonabilidad de la información que se maneja, para evitar que la selección de las referencias o variables que den lugar a errores.

2. Esta técnica constituye una forma de valoración que va más allá de lo que realmente es la valoración como instrumento orientativo de la riqueza de los inversores lo que puede dar lugar a errores sobre el papel de experto.

3. Este tipo de estimación de precios potenciales no tiene, o suele obviar en gran medida, el plan de negocio de la empresa aun siendo este un aspecto esencial del futuro de la misma. En este sentido se puede decir que adopta un punto de vista miope o muy puntual de la realidad de la empresa (Schreiner, 2007).

4. Su aplicación, como se ha indicado en epígrafes previos, requiere la búsqueda de comparables que no siempre están disponibles por no existir un mercado de transacciones suficientemente activo. Cuando esto ocurre suele recurrirse a un grupo de empresas o sector, con las dificultades que esto entraña (Bancel & Mitoo, 2014).

5. A menudo, al no existir un mercado privado transparente de empresas los expertos suelen recurrir al mercado de empresas cotizadas, lo que puede dar lugar a sesgos y errores.

6. Finalmente, resulta bastante difícil encontrar transacciones que se produzcan, no ya dentro del mismo sector o subsector de actividad, sino cercanas a la fecha en que se efectúa la estimación. Pero aún más, la estimación del precio de compraventa se refiere al momento concreto de estimación. Si las negociaciones se prolongan la estimación del precio puede no ser correcta por circunstancias relativas al propio entorno.

3.3. Ventajas y desventajas del método de Flujo de caja descontado.

3.3.1 Ventajas de la valoración por flujo de caja descontado.

El Flujo de caja descontado es un método que toma en consideración variables importantes de negocio tales como lo son: flujos de caja, el crecimiento y el riesgo. Se necesitan establecer premisas precisas con el fin de establecer mejores estimaciones que cualquier valoración relativa. Por otra parte, al estimar el valor ‘intrínseco’ del negocio en términos absolutos, no considera la percepción del mercado como en el caso de las valoraciones por múltiplos, consiguiendo en principio estimaciones más precisas a largo plazo.

Utilizando la metodología del flujo de caja descontado, es posible llevar a cabo análisis de escenarios que permitan estudiar el impacto en el valor de la empresa de factores no sistemáticos y específicos de la compañía. Adicionalmente mitigar el efecto, de la sensibilidad a las suposiciones de crecimiento a largo plazo, permitiendo el uso de suposiciones de crecimiento de valor añadido a largo plazo iguales a cero.

Otra de las ventajas de esta metodología es que la compañía se ve forzada a predecir explícitamente cada uno de sus componentes de sus flujos de caja, con el fin de localizar y gestionar todos los aspectos del negocio y los factores estratégicos a los que se tendrá que enfrentar en el futuro.

3.3.2 Desventajas de la valoración por flujo de caja descontado.

Debido a la necesidad de predecir con claridad el flujo de caja, es necesario realizar muchos supuestos con el fin de obtener una valoración precisa, lo cual complica particularmente en el caso de compañías con beneficios negativos, recién aperturadas o que

no cuentan con compañías comparables. Adicionalmente establecer estos supuestos obligan a que se necesite tiempo para defenderlas o discutirlos de forma interna con el equipo gerencial o la ayuda de consultores para establecerlas adecuadamente.

Aunque es una ventaja utilizar los supuestos internos de la empresa, al mismo tiempo se ignora la percepción del mercado, y como se mencionó con anterioridad al valorar una compañía el precio del mercado es lo que tiende a importar más. Las valoraciones por múltiplos de cotización o transacción normalmente producen valores que se acercan más al precio del mercado que las que se realizan a través del método de flujos de caja descontados.

Las magnitudes y la cronología de los flujos de caja, así como la tasa de descuento, están sujetos a repentinos cambios. Un pequeño error en las predicciones de los atributos de los flujos de caja y de la tasa de descuento tendría un efecto considerable en el valor resultante.

4. ANALISIS DE LA ENTIDAD FINANCIERA

4.1 Análisis del Entorno

4.1.1 Entorno Internacional

De acuerdo a las estimaciones del Banco Mundial en su informe Global Economic Prospects (World Bank Group, 2019) se prevé que el crecimiento mundial baje a 2.6% en el año 2019, y que se incremente ligeramente a 2.8% en el año 2020, siempre y cuando las tasas de financiamiento se mantengan favorables y de una modesta recuperación de las economías emergentes y en vías de desarrollo. En el cuadro presentado a continuación se visualizan las tasas de crecimiento proyectadas.

Figura 4.1 – Estimaciones del PIB proyectado Mundial por el Banco Mundial (2015 – 2021).

	2015	2016	2017	2018e	2019f	2020f	2021f
Mundo	2,9	2,6	3,1	3,0	2,6	2,7	2,8
Economías avanzadas	2,3	1,7	2,3	2,1	1,7	1,5	1,5
Estados Unidos	2,9	1,6	2,2	2,9	2,5	1,7	1,6
Zona Euro	2,1	2,0	2,4	1,8	1,2	1,4	1,3
Japón	1,2	0,6	1,9	0,8	0,8	0,7	0,6
Economías emergentes y en desarrollo (EMDEs)	3,8	4,1	4,5	4,3	4,0	4,6	4,6
Asia oriental y el Pacífico	6,5	6,3	6,5	6,3	5,9	5,9	5,8
Europa y Asia central	1,1	1,9	4,1	3,1	1,6	2,7	2,9
América Latina y el Caribe	0,1	-0,3	1,7	1,6	1,7	2,5	2,7
Oriente Medio y Norte de África	2,9	5,1	1,2	1,4	1,3	3,2	2,7
Asia meridional	7,1	8,1	6,7	7,0	6,9	7,0	7,1
África al sur del Sahara	3,0	1,3	2,6	2,5	2,9	3,3	3,5

Fuente: Global Economic Prospects (World Bank Group, 2019)

Por otra parte, el Fondo Monetario Internacional (Fondo Monetario Internacional, 2019) fija el crecimiento en el 3%, sin embargo, establece que es más débil que en los años 2017-2018, dado principalmente al enfriamiento de la demanda industrial principalmente proveniente de China, las tensiones comerciales, la creciente incertidumbre en la confianza, y una notable desaceleración de la producción automotriz mundial. Se hacen ciertas advertencias en cuanto a que esta proyección no podría cumplirse si se agudizan las tensiones en algunos mercados emergentes, un mayor recrudecimiento de las tensiones comerciales con el respectivo aumento de la incertidumbre en torno a las políticas.

4.1.2 Entorno Nacional

Ecuador se aprovechó del boom de los commodities entre los años 2007 y 2014, lo que impulsó el crecimiento económico y la reducción de la pobreza, pero de la misma forma el estado sufrió un crecimiento desordenado lo que a su vez trajo consigo incremento del gasto corriente, desbalances macroeconómicos importantes, y poco desarrollo del sector privado. Esto se hizo mucho más evidente con la caída del precio del petróleo que trajo consigo la disminución del ingreso y el incremento del endeudamiento como mecanismo de cubrir el déficit presupuestario. En este proceso, existió un cambio de gobierno que impulsó medidas de racionalización de la inversión pública, apertura a nuevas fuentes de financiamiento, ajustes fiscales e impulso a las denominadas alianzas público-privadas.

En el mes de marzo 2019, el Fondo Monetario Internacional respalda en plan prosperidad 2018-2021 que, en conjunto con otros multilaterales como el Banco Mundial, comprometieron un apoyo de US\$10 mil millones de dólares para equilibrar el balance fiscal, y asegurar la sostenibilidad, fortalecer la dolarización, aumentar la inversión privada y fortalecer las políticas a los sectores vulnerables.

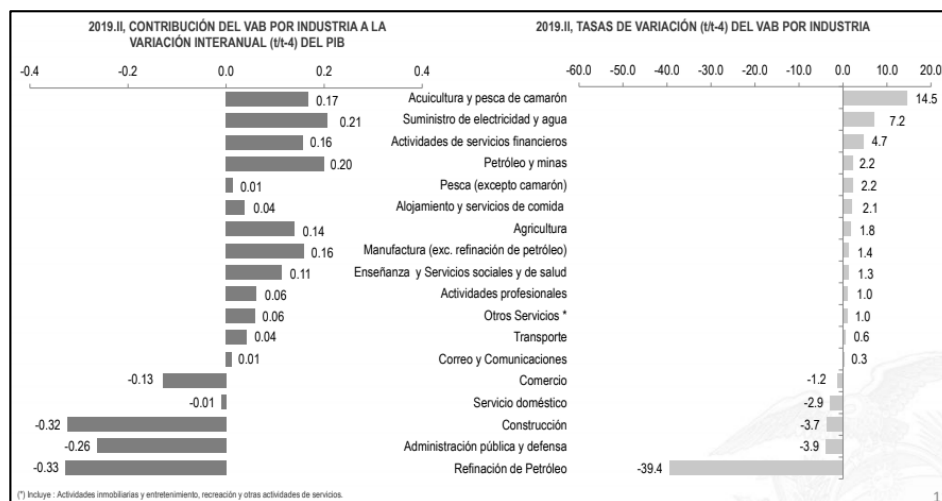
En junio del año 2019, el Fondo Monetario realizó la primera evaluación técnica, cuyo resultado confirmó que Ecuador cumplió con los avances acordados, con lo cual el Banco Mundial autorizó el primer desembolso de fondos enmarcado en un “préstamo para políticas de desarrollo” (DPL en inglés). Como parte del acuerdo, el estado y el Fondo Monetario acordaron entre otras medidas la focalización de subsidios, sin embargo, estas medidas anunciadas en octubre de 2019 no fueron bien recibidas y motivaron a ajustes en la planificación estatal.

En diciembre 2019 se aprobó un paquete de medidas que permite aliviar la carga tributaria en ciertos sectores aliviados por el terremoto de 2019 y las protestas de octubre 2019, así como el incrementar los ingresos fiscales

De acuerdo con la (Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2019) la economía ecuatoriana decrecerá hasta situarse en -0.2% producto del estancamiento de la actividad económica como consecuencia de las protestas generalizadas en octubre 2019.

Al respecto, con corte a noviembre 2019 (Banco Central del Ecuador, Noviembre 2019), las actividades económicas que presentaron una mayor tasa de variación positiva fueron: Acuicultura y pesca de camarón (14.5%); Electricidad y agua (7.2%); Servicios Financieros (4.7%); Petróleo y minas (2.2%); y, Pesca (2.2%), mientras que otros sectores como el de comercio ha tenido una fuerte contracción (-0.13%), así como el sector de la construcción cuya variación anual es de (-0.32%).

Figura 4.2 – Contribución del VAB por industria a la variación interanual del PIB y Tasas de variación del VAB por industria.



Fuente: (Banco Central del Ecuador, Noviembre 2019)

Producción de Petróleo

En cuanto a la producción nacional de Petróleo, los datos registrados de enero a septiembre de 2019 indicaron que el resultado de la extracción aumento en 3.4% con relación al mismo periodo de 2018. En parte, este incremento se debe a la mejora en la producción de los campos Tiputini y Tambococha.

En igual período, el análisis por empresas evidencia que Petroamazonas EP incrementó su producción anual de barriles de petróleo en 5.2%, mientras que las Compañías Privadas disminuyeron en 2.6% anual el total de su producción. (Banco Central del Ecuador, Noviembre 2019) .

A continuación, se presenta un comparativo de las cifras de producción nacional de crudo en campo, entre los periodos 2016-2018:

Figura 4.3 – Producción Nacional de Petróleo Ecuatoriano.

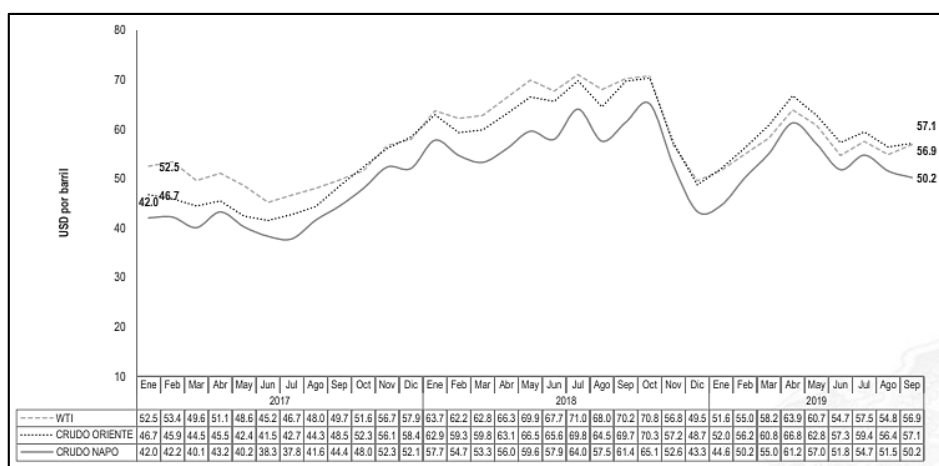
	Millones de Barriles						Tasa de Crecimiento			
	Ene - Dic			Enero - Septiembre			Ene - Dic.		Enero - Septiembre	
	2016	2017	2018	2017	2018	2019	2017/2016	2018/2017	2018/2017	2019/2018
Producción Nacional Crudo en Campo	200.7	193.9	188.8	145.9	141.3	146.1	-3.4%	-2.7%	-3.1%	3.4%
<i>Empresas Públicas</i>	158.1	152.1	146.4	114.9	109.4	115.0	-3.8%	-3.8%	-4.8%	5.2%
<i>Petroamazonas EP(B 15)</i>	142.7	152.1	146.4	114.9	109.4	115.0	6.6%	-3.8%	-4.8%	5.2%
<i>Operadora Río Napo (Sacha)</i>	15.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<i>Compañías Privadas (excl. B15)</i>	42.6	41.8	42.4	31.0	31.9	31.1	-1.8%	1.4%	3.1%	-2.6%

	Miles de Barriles					
	Ene - Dic			Enero - Septiembre		
	2016	2017	2018	2017	2018	2019
Producción Promedio Diaria Crudo en Campo	548	531	517	534	518	535
<i>Empresas Públicas</i>	432	417	401	421	401	421
<i>Petroamazonas EP (B15)</i>	390	417	401	421	401	421
<i>Operadora Río Napo (Sacha)</i>	42	0	0	0	0	0
<i>Compañías Privadas (excl. B15)</i>	116	115	116	113	117	114

Fuente: (Banco Central del Ecuador, Noviembre 2019)

Los precios de petróleo de referencia: El West Texas Intermediate (WTI) registró un valor promedio de US\$ 56.9 por barril en septiembre de 2019, con una disminución en su precio de 19.0% con relación los precios mostrados en el similar mes del año 2018. Por otra parte, los precios del crudo Oriente y Napo presentaron una reducción anual de 18.1% y 18.2%, respectivamente, en comparación con los precios mostrados a septiembre de 2018. (Banco Central del Ecuador, Noviembre 2019).

Figura 4.4 – Evolución del precio del crudo WTI, crudo oriente, y crudo napo (2017-2019).



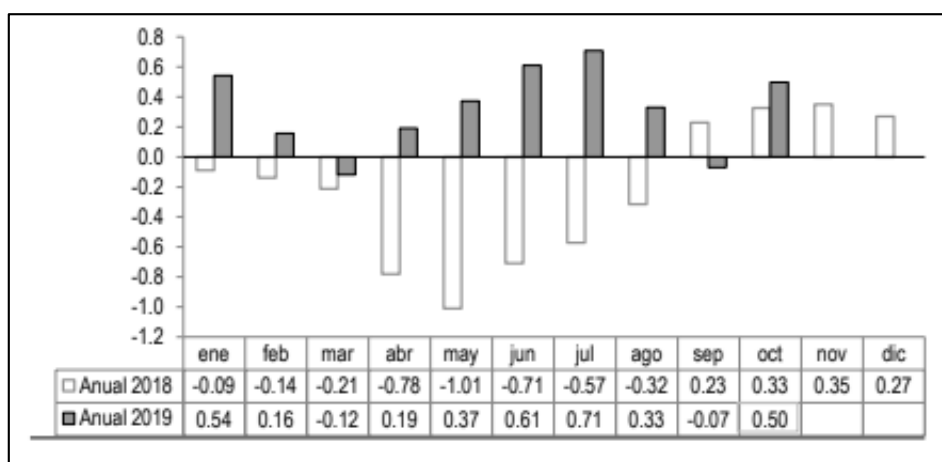
Fuente: (Banco Central del Ecuador, Noviembre 2019)

Inflación

En octubre de 2019 la variación anual de precios fue de 0.50%; por divisiones de bienes y servicios, 6 agrupaciones que ponderan el 65.89% presentaron variaciones positivas, siendo Transporte; y, Educación las 2 de mayor porcentaje. En las restantes 6 agrupaciones que en conjunto ponderan el 34.11% se observó resultados negativos, siendo Recreación y Cultura; y, Prendas de vestir y calzado las 2 de mayor variación. (Banco Central del Ecuador, Noviembre 2019).

Es notorio que el estancamiento de la actividad comercial se ve reflejado en la inflación, a tal punto que los indicadores son negativos entre enero y agosto del año 2018, manteniéndose cercanos a 0 en los restantes meses del cierre del año, y entre enero y octubre del año 2019.

Figura 4.5 – Variación anual de precios de la canasta ecuatoriana. (2018-2019).



Fuente: (Banco Central del Ecuador, Noviembre 2019)

Desempleo

La población en edad para trabajar se ha incrementado en los últimos 5 años, al pasar de 71% a 72.6% en el mes de septiembre 2019, de las cuales un 64.6% esta económicamente activa y un 35.4% no se encuentra activa. Luego las personas que se encuentran con empleo del total de personas económicamente activas corresponden a un 94.1%, mientras que las personas en desempleo se encuentran en 5.9%, indicador que se ha ido incrementando en comparación del corte septiembre 2015, cuando la tasa de desempleo registraba 5.5%.

A pesar de que la diferencia no parece relevante, es importante revisar que, del total de personas con empleo, un 52.7% no se encuentran en empleo pleno, número que se ha incrementado en comparación a septiembre 2015 donde este rubro alcanzaba el 45.6%.

Figura 4.6 – Evolución de la tasa de desempleo en Ecuador. (2015-2019).

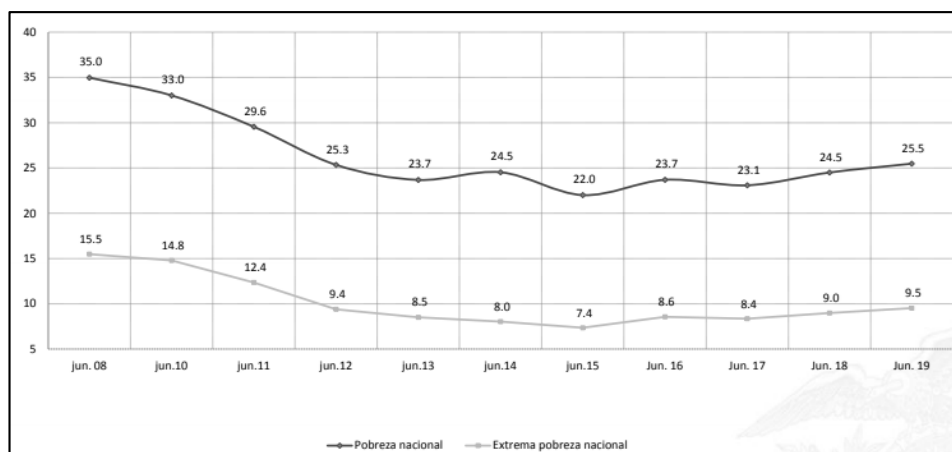
CLASIFICACIÓN DE LA POBLACIÓN URBANA DEL ECUADOR					
CLASIFICACIÓN DE LA POBLACIÓN	sep. 15	sep. 16	sep. 17	sep. 18	sep. 19
Población en Edad de Trabajar (PET)	71.0%	71.5%	72.2%	72.6%	72.6%
Población Económicamente Activa (PEA)	65.3%	66.3%	66.0%	65.2%	64.6%
Empleo	94.5%	93.3%	94.6%	94.8%	94.1%
Adecuado	54.4%	47.5%	48.7%	48.8%	47.3%
Otro empleo no pleno	21.3%	22.0%	21.2%	22.0%	22.6%
No remunerado	4.8%	5.4%	5.2%	5.3%	4.9%
Empleo no clasificado	0.7%	0.4%	0.3%	0.9%	0.9%
Subempleo	13.4%	18.0%	19.3%	17.9%	18.4%
Por insuficiencia de tiempo de trabajo	11.2%	15.0%	15.6%	14.6%	15.6%
Por insuficiencia de ingresos	2.2%	2.9%	3.7%	3.3%	2.8%
Desempleo	5.5%	6.7%	5.4%	5.2%	5.9%
Población Económicamente Inactiva (PEI)	34.7%	33.7%	34.0%	34.8%	35.4%

Fuente: (Banco Central del Ecuador, Noviembre 2019)

Pobreza y pobreza extrema

Los indicadores de pobreza extrema publicados por el (Banco Central del Ecuador, Noviembre 2019), nos muestra un repunte del indicador a partir del 2015, que fue el año con el índice más bajo (22%) en los últimos 10 años. A junio de 2019 este indicador se ubicó en 25.5%. Por otra parte, y con el mismo comportamiento el indicador de pobreza extrema subió de 7.4% en el año 2015 a 9.5% en junio de 2019, sin embargo, está muy por debajo del 15.5% que se registraba en junio del 2008.

Figura 4.7 – Indicadores de Pobreza extrema en el Ecuador (2008-2019).

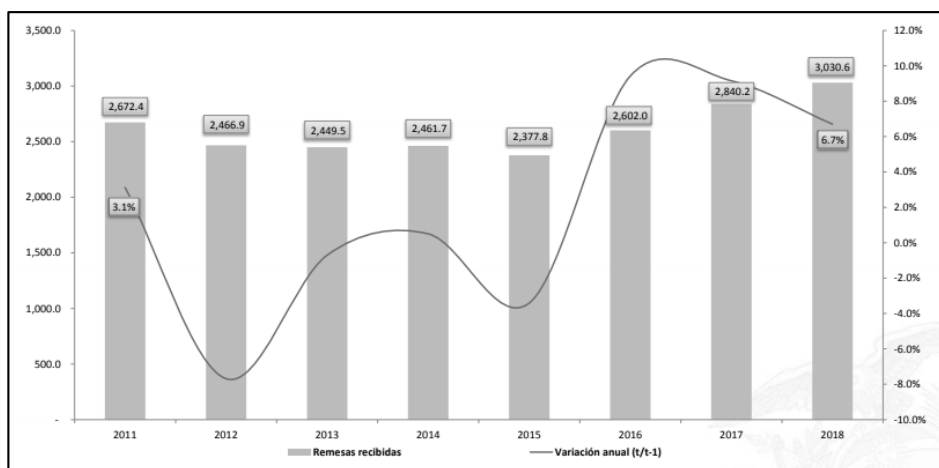


Fuente: (Banco Central del Ecuador, Noviembre 2019)

Remesas de trabajadores recibidas.

El monto de envíos hacia Ecuador vía remesas sigue constituyendo un componente importante de los ingresos del estado, a tal punto que el monto de las remesas recibidas durante 2018 alcanzó los USD\$ 3,030.6 millones, 6.7 % mayor a 2017 (US\$ 2,840.2 millones). El aumento del flujo de remesas recibidas en 2018 se atribuye a la mejor coyuntura económica que presentan los principales países donde residen los emigrantes ecuatorianos, siendo el mejor nivel del periodo analizado 2011-2018, el cual tuvo su pico más bajo en el año 2016, donde las remesas recibidas fueron de un total de US\$2,377 millones de dólares.

Figura 4.8 – Total de remesas recibidas en Ecuador (2011-2018).



Fuente: (Banco Central del Ecuador, Noviembre 2019)

En el año 2018, las remesas de trabajadores provenientes de los países Estados Unidos, España e Italia, representaron el 56.2%, 26.1% y 5.3%, respectivamente; mientras que el resto del mundo el 12.4% restante. Es notable que a partir del año 2015 las remesas procedentes desde los Estados Unidos y España hayan ido creciendo y se atribuye al mejor desempeño de sus economías.

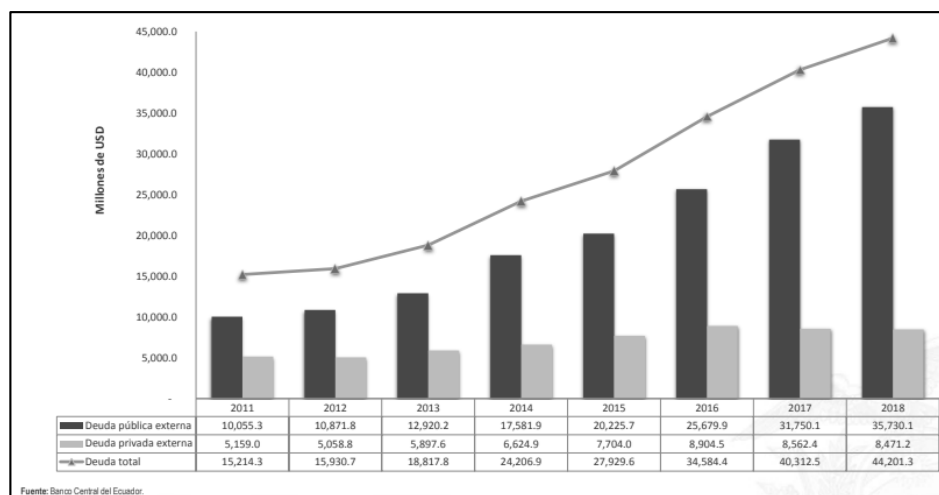
Saldo de la deuda Pública

De acuerdo con (Banco Central del Ecuador, Noviembre 2019) A diciembre de 2018, el saldo de la deuda externa pública ecuatoriana se incrementó a US\$ 35,730.1 millones de dólares y el de la deuda externa privada a US\$ 8,471.2 millones de dólares.

Entre 2011-2018 la deuda externa total se incrementó en US\$ 28,987.0 millones de dólares, alcanzando su saldo a finales de 2018 de US\$ 44,201.3 millones de dólares, que representa el 40.8 % del PIB.

El Ministerio de Finanzas, ha reconocido públicamente que la deuda es insostenible y, como parte del acuerdo económico firmado con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Gobierno se comprometió a reducir el monto al 40% del PIB hasta el 2022. Esto implica, establecer una serie de medidas que permitan al estado reducir el déficit, mediante la eliminación de subsidios y la disminución del tamaño del estado, que muchos analistas consideran la fuente principal del incremento del gasto del estado.

Figura 4.9 – Evolución de deuda ecuatoriana (2011-2018).



Fuente: (Banco Central del Ecuador, Noviembre 2019)

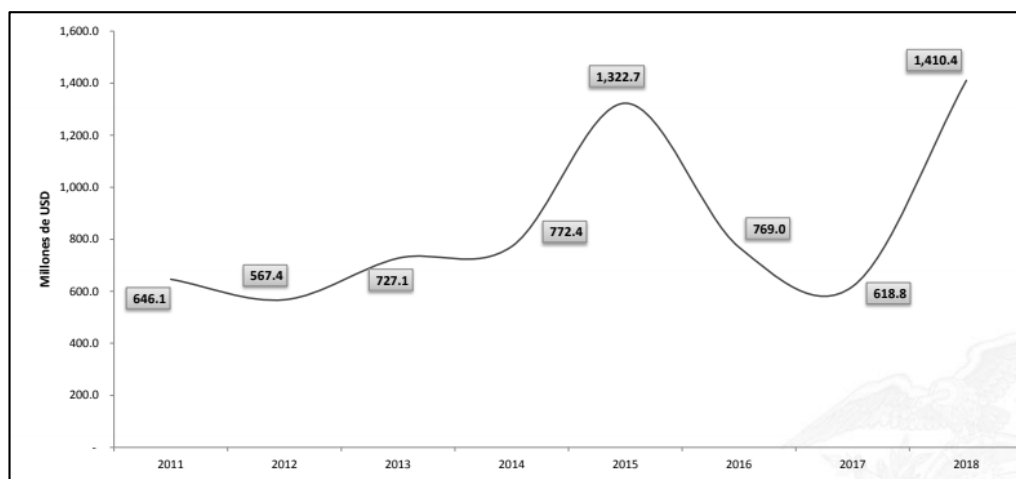
Inversión Financiera Directa

La inversión financiera directa se ha ido incrementando, de tal forma a diferencia del año 2011 donde se registraron US\$646.1 millones de dólares, el año 2018 alcanzó un total de US\$1,410.4 millones de dólares.

La mayor parte de la IED en 2018 se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras; servicios prestados a empresas, comercio, industria manufacturera, construcción, y, agricultura, silvicultura, caza y pesca.

A continuación, se presenta la evolución de la inversión financiera directa entre los años 2011 al 2018.

Figura 4.10 – Inversión Financiera Directa en el Ecuador (2011-2018).



Fuente: (Banco Central del Ecuador, Noviembre 2019)

4.1.3 Sistema Financiero Nacional

Con corte a diciembre 2018, el Sistema Financiero Ecuatoriano, estuvo conformado por 24 Bancos Privados, 3 Bancos Públicos, 4 Mutualistas y 31 Cooperativas de Ahorro y Crédito del segmento 1. En el cuadro presentado a continuación se encuentra el balance consolidado del total de activos, pasivos y patrimonio.

Se puede observar que, el subtotal del sistema bancario concentra en gran medida el total de activos del sistema financiero nacional con un 82% del mismo, seguido por las cooperativas de ahorro y crédito cuya participación es del 16%. Es de destacar, que estas últimas muestran una mayor tasa de crecimiento anual en activos que los bancos privados, de tal forma que diciembre 2018 mostraron una tasa del 22.23%, mientras que en ese mismo periodo los bancos privados son crecieron el 5.15%, esto sin duda por las zonas de coberturas que las cooperativas mantienen especialmente en zonas rurales.

Figura 4.11 – Sistema Financiero: Activo, Pasivo y Patrimonio. En millones de dólares y en porcentaje a diciembre 2018.

Sistema	Número	Activo	Pasivo	Patrimonio	Tasa de crecimiento anual (%)			Apalancamiento (veces)
					Activo	Pasivo	Patrimonio	
Bancos Privados	24	40.983,99	36.372,45	4.611,54	5,15	4,65	9,34	8,89
Bancos Públicos	3	8.093,03	5.261,11	2.831,92	0,16	-2,88	6,32	2,98
Subtotal Sistema Bancario	27	49.077,03	41.633,56	7.443,46	4,30	3,63	8,17	6,59
Mutualistas	4	982,19	898,44	83,74	7,23	7,35	5,92	11,73
Cooperativas de Ahorro y Crédito (1)	31	9.899,67	8.306,25	1.393,42	22,23	22,02	23,51	6,98
Subtotal Otras Instituciones Financieras	35	10.881,86	9.204,69	1.477,16	20,68	20,42	22,36	7,23
Total	62	59.758,88	50.838,26	8.920,63	6,89	6,32	10,29	6,70

(1) Entidades de primer y segundo piso del segmento 1

Fuente: (Superintendencia de Bancos, 2018)

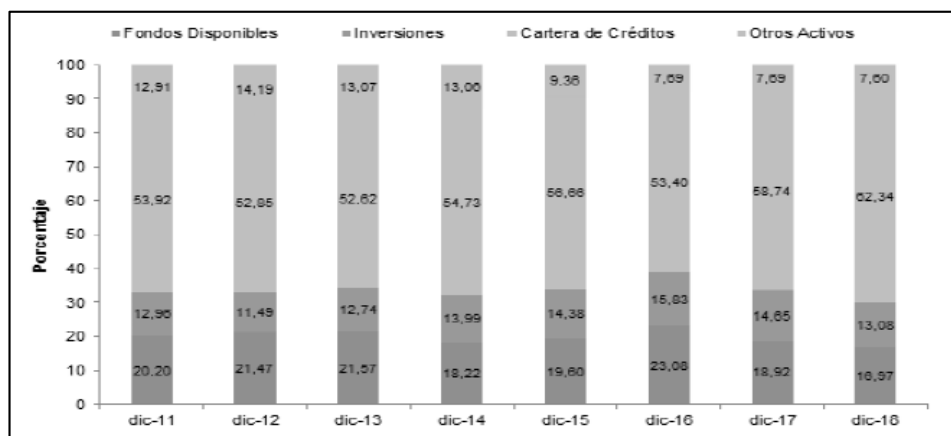
4.1.4 Subsistema de Bancos Privados

Estructura del Activo

Con corte a diciembre 2018, la Cartera de Créditos (mayor activo productivo) tuvo una participación promedio anual de 62.34%, seguido por Fondos Disponibles (fuente primaria de liquidez) con el 16,97%, Inversiones (fuente secundaria de liquidez) con el 13,08% y Otros Activos (incluye el resto de las cuentas diferentes a las antes señaladas) con el 10,70% de participación promedio anual.

Entre diciembre 2011 y diciembre 2018, el Activo de los Bancos Privados registró una tasa de crecimiento promedio anual de 8,03%, puntualizando que en diciembre 2015 registró una tasa de decrecimiento de 8,19% en relación con diciembre 2014.

Figura 4.12 – Sistema Financiero: Detalle de los Activos. En millones de dólares y en porcentaje a diciembre 2018.



Fuente: (Superintendencia de Bancos, 2018)

La Cartera Bruta de los Bancos Privados registró un incremento de US\$ 2.724,53 millones de dólares (11,08%) en el periodo del año 2018, debido al aumento de la cartera de consumo en US\$ 1.380,78 millones de dólares (16,05%), cartera comercial en US\$ 1.120,36 millones de dólares (9,52%), de la cartera de microcrédito en US\$ 145,93 millones de dólares (9,19%), y del crédito de vivienda en US\$ 109,52 millones de dólares (4,96%). La cartera comercial y consumo concentraron alrededor del 83% del saldo de la cartera bruta en diciembre 2017 y 2018.

Figura 4.13 – Bancos Privados: Monto y participación de la cartera bruta. En millones de dólares y en porcentaje.

Segmento	Diciembre 2017 - Diciembre 2018				
	dic-17		dic-18		Tasa de crecimiento (%)
	Monto	Participación (%)	Monto	Participación (%)	
Comercial	11.767,77	47,84	12.888,13	47,17	9,52
Consumo	8.604,91	34,98	9.985,69	36,54	16,05
Vivienda	2.207,26	8,97	2.316,78	8,48	4,96
Microempresa	1.587,96	6,45	1.733,88	6,35	9,19
Educativo	432,74	1,76	400,69	1,47	-7,41
Total	24.600,64	100,00	27.325,18	100,00	11,08

Fuente: (Superintendencia de Bancos, 2018)

En diciembre 2018, los fondos disponibles del total de bancos privados estuvieron compuestos por Caja (20,08%), Depósitos para Encaje (40,69%), en Instituciones Financieras Locales (12,57%), en Instituciones Financieras del Exterior (16,01%), en Efectos de Cobro Inmediato (4,78%) y Remesas en Tránsito (5,87%).

Respecto a diciembre 2017, hubo un decremento en la participación de los Depósitos en Instituciones Financieras del Exterior y en los Depósitos para Encaje; sin embargo, este decremento de participación fue canalizado hacia Remesas en Tránsito, Depósitos en Instituciones Financieras Locales, Efectos de Cobro Inmediato y Caja.

A diciembre de 2018, del total de Inversiones de los bancos privados el 55,21% de las Inversiones Brutas estuvieron concentradas en Disponibles para la Venta tanto de Entidades del Sector Privado (27,69%) como del Sector Público, (27,52%), el 34,19% en Inversiones Mantenido hasta el Vencimiento de Entidades del Sector Público; el 6,22% en Inversiones de Disponibilidad Restringida y el 4,06% en Inversiones a Valor Razonable.

El 81,95% de las Inversiones fueron efectuadas en papeles de emisores ecuatorianos, de los cuales el 99,84% se destinaron a papeles de deuda y el 0,16% restante a papeles de participación accionaria; y, el 18,05% fueron canalizadas a papeles emitidos por organismos internacionales, de los cuales el 99,96% se invirtieron en papeles de deuda y el 0,04% restante en papeles de participación accionaria.

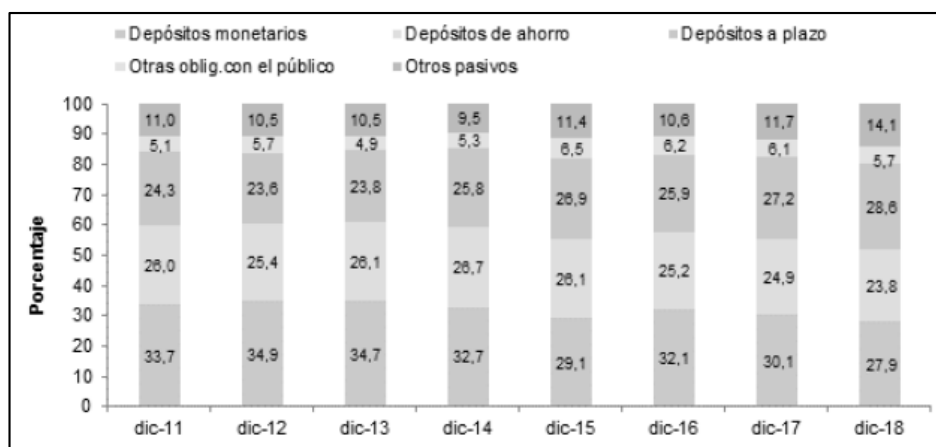
Por otro lado, es importante mencionar que, del total de los papeles de participación accionaria, el 94,97% fueron emitidos por emisores ecuatorianos y el 5,03% por emisores extranjeros; mientras que, del total de la emisión de papeles de deuda, el 81,93% les correspondió a emisores locales y el 18,07% a emisores internacionales.

Estructura del Pasivo

Los Pasivos del total de bancos privados a diciembre 2018, estuvieron conformados principalmente por las Obligaciones con el Público, dentro de las cuales, los Depósitos Monetarios tuvieron una participación promedio anual del 27,9%, seguido por Depósitos a Plazo y de Ahorro (28,6% y 23,8%, respectivamente). Estos tres tipos de depósitos concentraron el 83,15% del Pasivo a diciembre 2018, constituyéndose por lo tanto en las principales fuentes de fondeo. El crecimiento anual entre diciembre 2017 y diciembre 2018 fue de un total de 4,65%.

Las otras cuentas del pasivo, las cuales se encuentran conformadas principalmente por obligaciones financieras adquiridas por las instituciones financieras alcanzaron una participación del 14.1%, la cual se ha venido incrementando, considerando que al 2011 alcanzan un 11% del total de obligaciones.

Figura 4.14 – Bancos Privados: Estructura del Pasivo (2011-2018). En porcentaje.



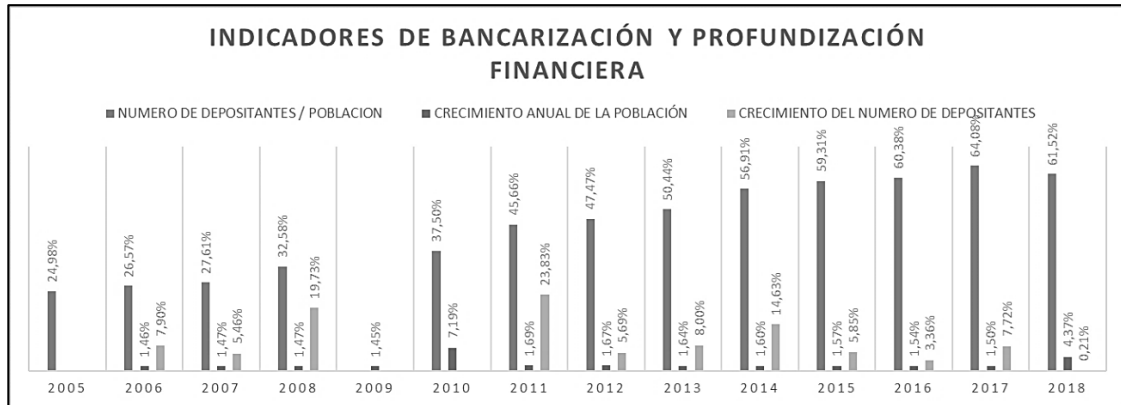
Fuente: (Superintendencia de Bancos, 2018)

4.1.5 Crecimiento del sistema financiero nacional

De acuerdo con la información de la Superintendencia de Bancos con corte a diciembre 2018, el sistema financiero nacional ha tenido un crecimiento en los indicadores de bancarización y profundización financiera, de tal forma que en comparación al año 2005 el número de depositantes ha crecido en promedio 9.52%, mientras que la participación de los depositantes sobre el total de la población ha pasado del 24.98% al 61.52%.

El resultado de principales indicadores de bancarización y profundización para el periodo 2005-2018 se presentan a continuación

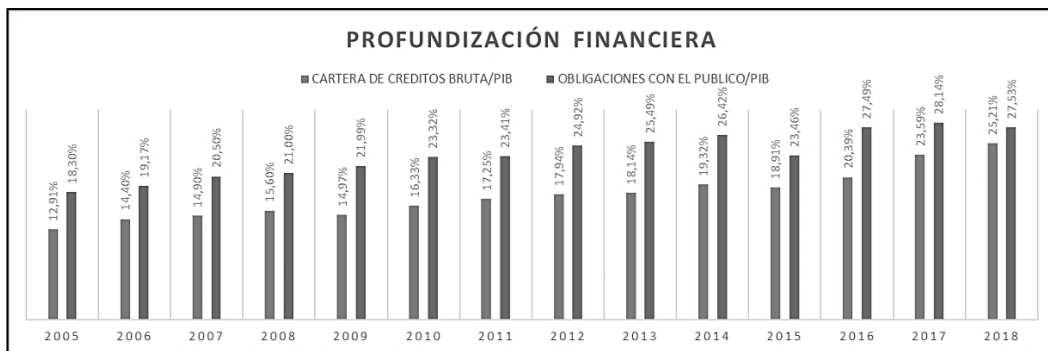
Figura 4.15 – Indicadores de bancarización y profundización financiera (2005-2018).



Fuente: (Superintendencia de Bancos, 2018)

En el mismo sentido, la participación del total de cartera de créditos y depósitos sobre el total del PIB se ha incrementado pasando de 12.91% a 25.21%, y de 18.30% a 27.53% respectivamente lo cual es causado tanto por el incremento de los depositantes en el sistema, como del incremento de la cartera bruta y los depósitos por el público.

Figura 4.16 – Sistema Financiero: Cartera Bruta y Obligaciones sobre el público sobre PIB (2005-2018).



Fuente: (Superintendencia de Bancos, 2018)

4.2 Análisis Interno

4.2.1 Descripción de la entidad financiera

Es una entidad financiera con más de 40 AÑOS, siendo una institución financiera de excelencia, la cual actualmente presenta una calificación AA+, con certificación de Banco Múltiple por parte de la Superintendencia de Bancos.

La entidad tiene como propósito hacer más fácil la vida de nuestros clientes, propiciando ser una banca sencilla y accesible, lo cual los ha llevado a iniciar una

transformación integral para convertirse en un Banco Digital que busca ofrecer productos y servicios 100% en línea a través de diferentes canales electrónicos.

Cuentan entre otros servicios con más de 100 convenios para pagos de servicios públicos y privados, matriculación de cuentas de otros bancos en línea y opción de pago de tarjetas de otros bancos y solicitud de productos desde la página web, así los clientes podrán manejar todas sus necesidades transaccionales desde una sola cuenta.

4.2.2 Estructura Organizacional

Al corte del 31 de diciembre de 2018, la entidad financiera contó con la colaboración de 155 empleados a nivel nacional. Orgánicamente, la entidad financiera se encuentra gobernado por la Junta General de Accionistas, un Directorio, una Presidencia Ejecutiva. Bajo el Directorio, la estructura de la entidad financiera se encuentra fortalecida por una estructura organizacional dividida en distintas gerencias y subgerencias, las cuales se especifican a continuación:

Cuadro 4.1 – Estructura organizacional de la entidad financiera.

Cargo	Responde a:
Presidente Ejecutivo	Directorio
Vicepresidente Ejecutivo	Presidencia Ejecutiva
Vicepresidente Operativo y Tecnología	Presidencia Ejecutiva
Vicepresidente de Negocios	Presidencia Ejecutiva
Gerente de RRHH	Vicepresidencia Ejecutiva
Gerente Legal	Vicepresidencia Ejecutiva
Gerente de Riesgo Integral	Vicepresidencia Ejecutiva
Gerente de Sucursal Quito	Vicepresidente de Negocios
Gerente de Negocios	Vicepresidente de Negocios
Gerente de Mejoramiento Continuo Información y Tecnología	Vicepresidente Operativo y Tecnología
Gerente de Operaciones	Vicepresidente Operativo y Tecnología
Tesorero	Vicepresidencia Ejecutiva
Gerente de Mercadeo y Productos	Vicepresidente de Negocios
Contador	Vicepresidencia Ejecutiva
Gerente de Cobranza	Vicepresidencia Ejecutiva
Auditor Interno	Vicepresidencia Ejecutiva
Oficial de Cumplimiento	Vicepresidencia Ejecutiva
Gerente de Inteligencia de Negocios	Presidencia Ejecutiva

Fuente: Elaborado por los autores.

4.2.3 Portafolio de productos y segmento objetivo.

La entidad financiera apalanca su negocio en la colocación de cartera de créditos del sector automotriz, lo que genera una gran captación de clientes del segmento de banca de personas. En captaciones, ofrece cuentas corrientes y de ahorro tradicionales, e inversiones a tasas competitivas especialmente en el segmento de más de 360 días. En crédito, la entidad financiera ha incursionado recientemente el producto “Créditos a empleados” para atender las necesidades de consumo de los clientes del segmento; beneficios incluyen aprobación inmediata, tasas competitivas y cobro a través de nómina.

Adicionalmente la entidad financiera impulsa el desarrollo de las Empresas Pequeñas y Medianas denominadas PYMES, ofreciéndoles financiamiento para capital de trabajo, maquinaria e infraestructura.

4.2.4 Análisis FODA y riesgos de la empresa.

Fortalezas

- La entidad se apalanca en alianzas estratégicas con empresas de recaudos con alcance nacional para suplir la ausencia de oficinas.
- El tamaño adecuado le permite realizar cambios e innovaciones a costos menores a diferencia de sus pares en el sistema.
- Cuentan con sistemas de mejoramiento continuo, lo que permite constantemente conseguir eficiencias en recursos.
- Mantiene un nivel de capitalización importante (Patrimonio Técnico).

Debilidades

- Mantiene un nivel limitado de productos y servicios bancarios en comparación con otras entidades del sector financiero.
- En comparación con sus pares del sistema financiero genera un menor nivel de ingresos por servicios y comisiones sobre el total de sus ingresos.

Oportunidades

- La entidad tiene la oportunidad de atender nuevos segmentos de negocio.
- La modernización de sus canales le permite ampliar portafolio de productos.
- El tamaño le otorga la capacidad de adaptación a los cambios en el entorno.

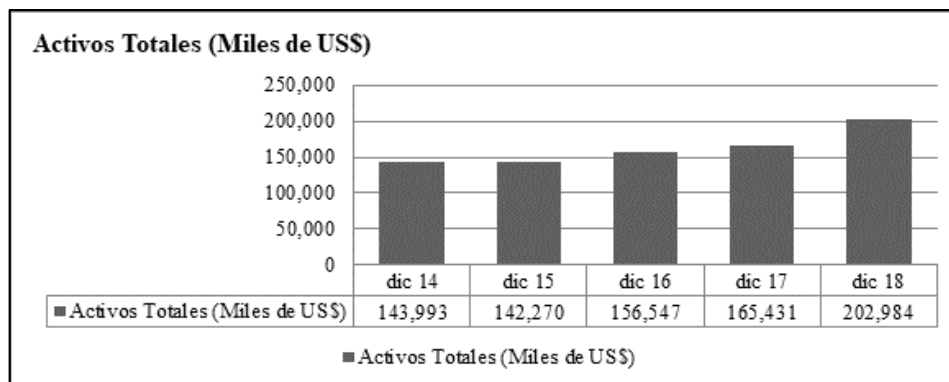
Amenazas

- Disminución del margen de intereses por situaciones de liquidez de mercado.
- El marco Legal jurídico nacional se mantiene en constante cambio.
- El Entorno macroeconómico internacional que tiene afectación directa al entorno nacional.

4.2.5 Activos Totales

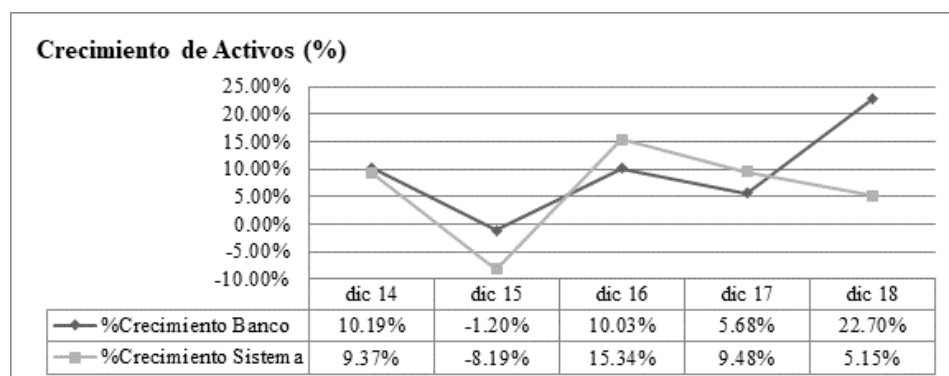
Con corte diciembre 2018, la entidad financiera presenta activos totales por US\$202.9 Millones de US\$ Dólares, la cual presenta una tasa anual de crecimiento compuesta del 7.11% entre 2014 y 2018, siendo esta superior al crecimiento del sistema bancario que presenta un crecimiento promedio en el periodo analizado de 4.04%.

Figura 4.17 – Evolución de los activos totales de la entidad financiera. En miles de US\$



Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

Figura 4.18 – Tasa de evolución de los activos totales de la entidad financiera. En porcentajes.



Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

Con corte diciembre 2018, la entidad financiera tiene el 0.50% de participación sobre el total de activos del sistema financiero, la cual ha ido creciendo en comparación con los periodos anteriores. A diciembre 2014 la participación sobre el total de activos del sistema financiero fue del 0.43%.

La cartera de crédito es la de mayor contribución al total de activos de la entidad: 58% al cierre del año 2018, la cual ha tenido ciertas variaciones alrededor del periodo analizado, pasando del 65% a diciembre 2014, al 48% a diciembre del 2016. La variación en la participación se da producto de un proceso de titularización de la cartera de créditos en el año 2015, lo cual influye en el crecimiento del grupo de derechos fiduciarios.

La cuenta de inversiones y fondos disponibles al cierre del año 2018 suman una participación sobre el total de activos del 32%, la misma que se ha ido reduciendo en comparación del año 2016 cuando alcanzo una participación sobre el total de activos del 42%.

La participación de los activos fijos sobre el total de activos se mantiene en un promedio del 4%, mientras que otros activos alcanzan un total del 1%.

Tabla 4.1 – Composición de los activos de la entidad financiera. En porcentajes.

Total Activos	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Fondos Disponibles	10%	17%	13%	17%	10%
Inversiones	5%	13%	29%	22%	22%
Cartera Neta	65%	51%	48%	52%	58%
Propiedades y Equipo	4%	4%	4%	3%	3%
Derechos Fiduciarios y Pagos anticipados	15%	14%	5%	4%	4%
Otras Cuentas de Activo	1%	1%	1%	1%	2%

Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

En comparación con el Sistema de bancos privados del Ecuador, se presenta un nivel menor de liquidez cuya participación alcanza el 10% mientras que los bancos pequeños y los bancos privados se ubican en 12% y 17% respectivamente. En cuanto a las provisiones, se presenta por el contrario un nivel mayor alcanzando un 22% sobre el total de activos mientras que los bancos pequeños y el total de los bancos privados alcanzan el 11% y 13% respectivamente.

La cartera neta se encuentra en un nivel menor a la participación de los bancos del segmento y el total de bancos privados al registrar un 58% en comparación al 70% y 62% respectivamente. Por otra parte, las cuentas correspondientes a propiedades y equipos, derechos fiduciarios y otros activos, se encuentra dentro de los niveles mostrados por el segmento de bancos pequeños y bancos privados.

Tabla 4.2 – Comparación de la composición de los activos de la entidad financiera con el promedio de los bancos privados pequeños y el total de bancos privados. En porcentajes.

Total Activos	Banco	Bancos	Total
		Privados Pequeños	Bancos Privados
Fondos Disponibles	10%	12%	17%
Inversiones	22%	11%	13%
Cartera Neta	58%	70%	62%
Propiedades y Equipo	3%	3%	2%
Derechos Fiduciarios y Pagos anticipados	4%	3%	4%
Otras Cuentas de Activo	2%	2%	2%

Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por autores.

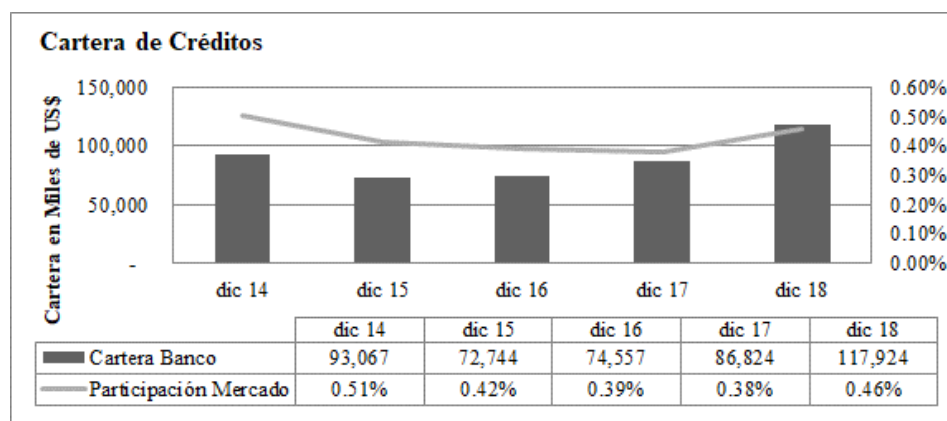
4.2.5.1 Cartera de Créditos

La cartera neta de la entidad financiera creció a una TCAC del 4.85% entre los años 2014 y 2018, el cual se presenta como un crecimiento inferior al del sistema que en el mismo periodo alcanzó un 6.79%. Sin embargo, si se considera la cartera trasladada al fideicomiso mercantil de titularización de cartera por un total de US\$20 millones de dólares en el 2015, el crecimiento real de la cartera alcanzara el 8.19% en el mismo periodo.

Con respecto a la participación de la cartera neta sobre el total del sistema financiero, la misma se redujo entre del 2015 y el 2014 del 0.51% al 0.42%, sin embargo, a partir del año 2016 la participación se ha ido incrementando, obteniendo un 0.39% en el 2016, 0.38% en el año 2017, y 0.46% en el corte de diciembre 2018.

A continuación, se presenta la evolución de la participación de la cartera de la entidad sobre el total del sistema financiero.

Figura 4.19 – Evolución de la cartera neta y participación de mercado de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$ y porcentajes.



Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

Composición de cartera de créditos

La cartera de la entidad financiera se encuentra concentrada en el segmento de consumo, principalmente colocaciones de vehículos, la cual alcanzó el 57% de la cartera total a diciembre del 2018. Esta cartera ha crecido a una tasa anual compuesta del 0.82% entre 2014 y 2018. Este crecimiento particular se presenta dado que han existido ventas de cartera, así como aporte de cartera al fideicomiso lo cual afecta el saldo total del segmento.

Dentro de este segmento se encuentran colocaciones de vehículos como ya se mencionó y adicionalmente colocación en productos de libranzas y tarjetas de crédito, cuyo repunte han ayudado al crecimiento del segmento.

La cartera Comercial le sigue en participación con un 42% del total de cartera, enfocada en colocaciones a clientes PYME y corporativos. La evolución de esta cartera es importante considerando que la participación se ha ido incrementado desde de 30% al cierre del año 2014.

Por otra parte, la cartera de vivienda y Microempresa han tenido una participación máxima del 1.6% y 0.8% respectivamente no siendo significativas. La entidad financiera tampoco tiene planes de desarrollo de los segmentos mencionados.

La evolución de la participación de los diferentes segmentos sobre el total de la cartera de créditos se presenta a continuación.

Tabla 4.3 – Participación de los segmentos de crédito sobre la cartera total de la entidad financiera. En porcentajes.

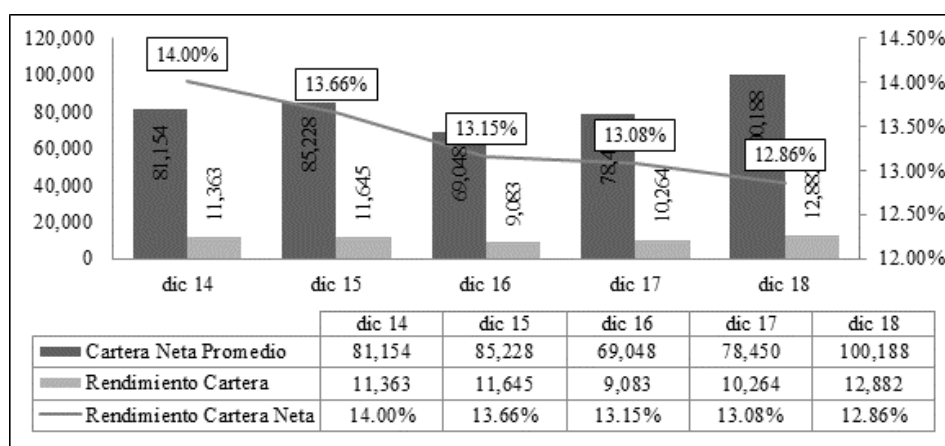
Participación (%)	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Cartera Comercial	30%	36%	40%	41%	42%
Cartera Consumo	68%	62%	58%	58%	57%
Cartera Vivienda	0.8%	1.4%	1.6%	1.6%	1.5%
Cartera Microempresa	0.4%	0.8%	0.6%	0.2%	0.1%
Cartera Bruta	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

Rendimiento de cartera de créditos

La participación de cartera en el segmento de crédito de consumo de la entidad financiera daba como resultado que el rendimiento de la cartera refleje el 14.0% al cierre del año 2014, sin embargo, la incursión en la cartera comercial ha dado como resultado que entre los años 2015 a 2018 el rendimiento caiga al mínimo del 12.86%.

Figura 4.20 – Cartera neta promedio, rendimiento de cartera y tasa de rendimiento de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$ y porcentajes.

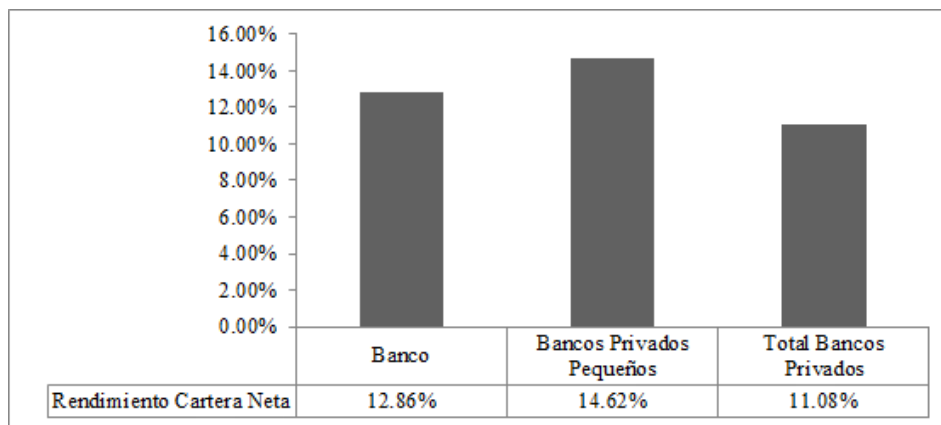


Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborado por los autores.

Cabe indicar que las tasas en el sistema de Bancos privados se encuentran regido por las resoluciones dictadas por la junta de regulación política y monetaria, quienes desde el año 2009 establecieron tasas máximas activas a cobrar a los clientes en todos los segmentos de créditos, los cuales han sido modificados pocas veces.

En comparación con el sistema financiero, la tasa de rendimiento de la cartera obtenido de 12.86% al cierre del año 2018, es menor al 14.62% registrado por el sistema de bancos privados pequeños, sin embargo, es superior al total del sistema de bancos privados que registra 11.08% de rendimiento sobre el total de la cartera. Esto se da porque especialmente los bancos grandes mantienen colocaciones importantes en segmentos comerciales, que por economías de escala los bancos pequeños no se permiten, y que, por el contrario, se concentran especialmente en el segmento de consumo y microcrédito de tasas más altas,

Figura 4.21 – Comparación de tasa de rendimiento de la entidad financiera con el promedio de bancos pequeños y privados. En porcentajes.



Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaboración propia.

Calidad de la Cartera

La participación de cartera en el segmento de consumo impulsa el total de la morosidad, a tal punto que a diciembre 2014 mientras que la morosidad de consumo registrada 5.30%, el total de la cartera de créditos alcanzaba el 4.24%. Para el año 2015 el indicador de cartera de consumo alcanzo el 8.07%, mientras que el total de la cartera de créditos se incrementó al 6.60%. A partir de ese periodo, tanto el subtotal de cartera de consumo como el total de la cartera de créditos ha venido disminuyendo, al punto que, al cierre del año 2018, estos mismos indicadores registraban resultados del 4.64% y el 3.62% respectivamente.

La evolución de la morosidad por cada uno de los segmentos de crédito a lo largo de los periodos 2014-2018 se presenta a continuación:

Tabla 4.4 – Evolución de la morosidad de los segmentos de crédito y de la cartera total de la entidad financiera (2014-2018). En porcentajes.

Indicador Segmento	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Morosidad Créditos Comerciales	1.83%	4.26%	6.07%	4.15%	2.33%
Morosidad Créditos Consumo	5.30%	8.07%	5.96%	4.45%	4.64%
Morosidad Créditos Vivienda	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Morosidad Créditos Microempresa	14.59%	9.80%	16.30%	5.91%	7.73%
Morosidad Cartera Total	4.24%	6.60%	5.98%	4.26%	3.61%

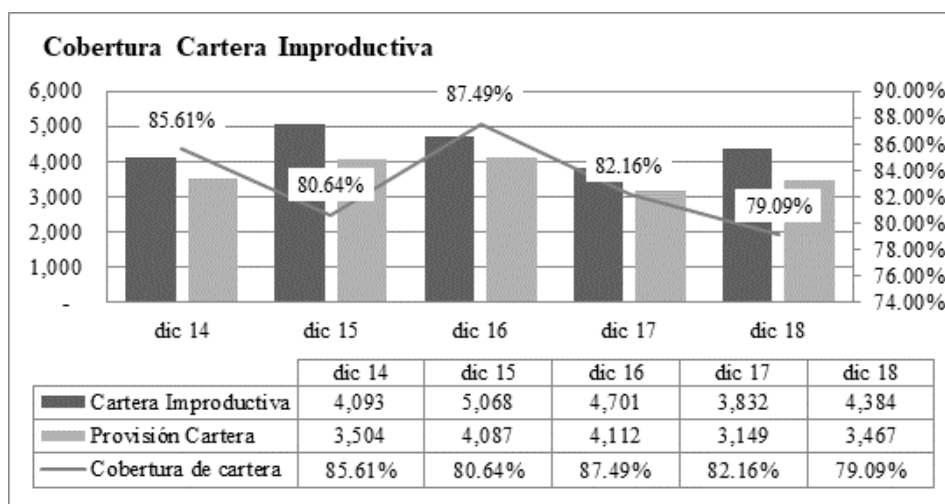
Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

Provisiones de la Cartera

La participación del total de cartera de consumo sobre el total de la cartera tiene como resultado altos niveles de provisión, sin embargo, el total no alcanza el 100 de cobertura.

A diciembre 2018, las provisiones para cartera de créditos improductiva, incluyendo la provisión general, representaban un 79.09% de la cartera total, superior al indicador promedio de 247.60% del sistema financiero ecuatoriano. De entre los periodos analizados, el año 2016 es el año de mayor cobertura alcanzando un total de 87.49%.

Figura 4.22 – Evolución del total de la cartera improductiva, provisión de cartera e indicador de cobertura de morosidad de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$ y porcentajes.



Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

4.2.5.2 Fondos Disponibles

La entidad financiera mantiene Fondos Disponibles por US\$20.8 millones a diciembre 2018, que representan 10.26% de sus activos totales, de los cuales el 45% corresponde a depósitos para encaje, seguido por depósitos en otras instituciones financieras con el 31%, seguido por caja y efectos de cobro inmediato con el 11% y 12% respectivamente.

Por otra parte, los cambios en normativa han incrementado los requerimientos de encaje bancario, a tal punto que la participación de los depósitos para encaje que al cierre del 2018 registraron un total de 45%, nivel similar al año 2014 apenas que representaban el 44% del total de los fondos disponibles.

Tabla 4.5 – Evolución de la composición de los fondos disponibles de la entidad financiera (2014-2018). En porcentajes.

Fondos Disponibles	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Caja	4%	5%	5%	3%	11%
Depósitos Encaje	44%	65%	30%	30%	45%
Depósitos en Otras Instituciones Financieras	46%	27%	61%	65%	31%
Efectos Cobro Inmediato	6%	3%	4%	2%	12%
Otros	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

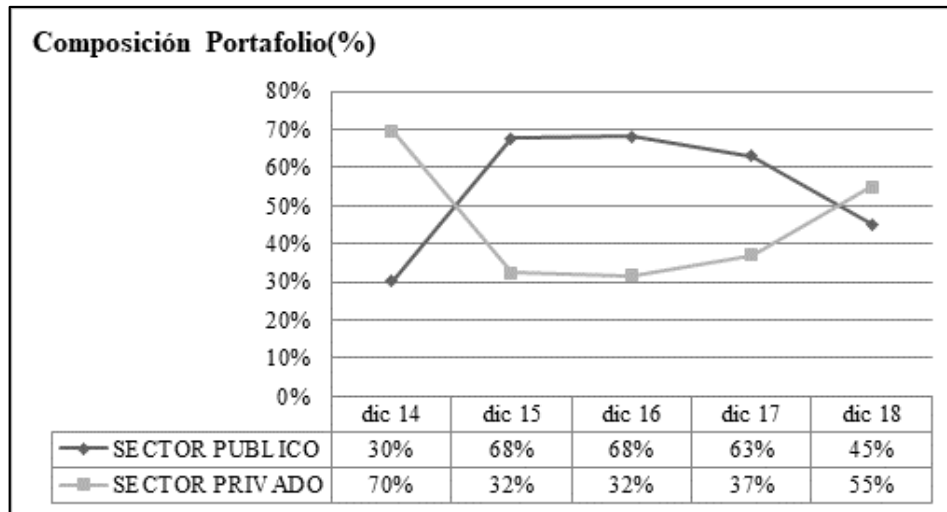
4.2.5.3 Portafolio

La entidad financiera al cierre de diciembre 2018 registró un portafolio total por US\$44.8 millones de dólares, de los cuales el 55% corresponden a entidades del sector privado. Las inversiones en el portafolio se caracterizan por ser de bajo riesgo, buscando el mejor rendimiento, así como del cumplimiento de las inversiones obligatorias para cumplir las exigencias regulatorias.

En el periodo de los cinco años analizados, la participación de los títulos pertenecientes al sector público y privado ha cambiado, de tal forma que entre el 2013 al 2014 la participación del sector público ascendía a 22% y 30%, lo cual cambia a partir del año 2015 donde la participación del sector público se incrementó al 68%.

Por otra parte, la participación del sector privado en el 2013 y 2014 fue del 78% y 70% respectivamente, bajando al 32% en el 2015 manteniéndose en niveles similares lo cual cambia al cierre del año 2018, que como se mencionó la participación alcanzó el 55%.

Figura 4.23 – Evolución de la composición del portafolio por emisores del sector público y privado de la entidad financiera (2014-2018). En porcentajes.

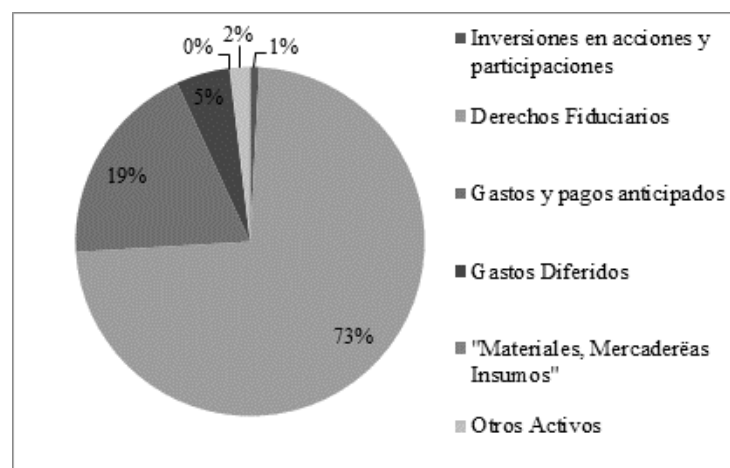


Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

4.2.5.4 Otros Activos

La cuenta otros activos registra un total de US\$9.7 millones, con una participación del 4.79% del total de activos.

Figura 4.24 – Estructura de la cuenta de Otros Activos de la entidad financiera a diciembre 2018. En porcentajes.



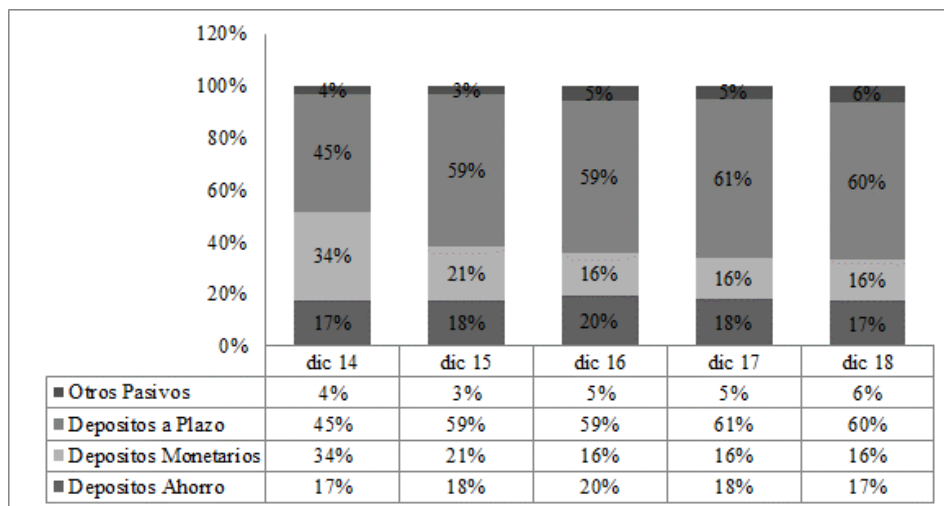
Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

La cuenta más importante corresponde a derechos fiduciarios con US\$7.1 millones de dólares (73%), de los cuales US\$4.185 millones corresponden a los aportes al fondo de liquidez y la diferencia al patrimonio del fideicomiso mercantil que mantiene la entidad. La siguiente cuenta con mayor relevancia (19%) corresponde a los gastos pagados por anticipados que corresponden a proyectos en proceso de realización.

4.2.6 Estructura de Fondos y financiamiento.

El 90% del total de pasivos (US\$180 millones de dólares) proviene de obligaciones con el público, que incluye una participación importante en depósitos a plazo (54%), seguido por depósitos de ahorro con un 16%, y seguido por depósitos monetarios con un 14% del total de pasivos. Como se aprecia la participación de depósitos a plazo se ha ampliado en comparación con el año 2014 donde apenas alcanzaba un 37% del total, seguido por depósitos monetarios con el 29% y los depósitos de ahorro con un 15% del total del pasivo.

Figura 4.25 – Evolución de la estructura de pasivos de la entidad financiera (2014-2018). En porcentajes.



Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

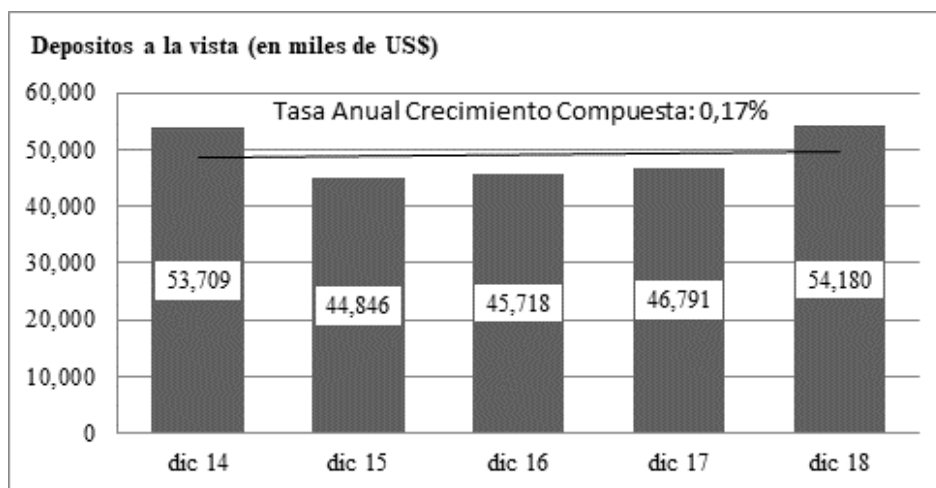
Al cierre del año 2018, se aprecia que el banco se ha financiado con obligaciones financieras (6% del total del pasivo) a diferencias de los años anteriores donde no había registrado valores.

4.2.6.1 Crecimiento de Depósitos

Las Obligaciones con el Público registran un crecimiento anual compuesto del 9.44% entre 2014 y 2018; de los cuales los Depósitos de Ahorro representan el 17% de Obligaciones con el Público, seguido por depósitos monetarios con el 16% de participación, mientras que los depósitos a plazo corresponden al 60% del total de obligaciones con el público.

En cuanto a depósitos a la vista, la tasa de crecimiento compuesta entre 2014 y 2018 ha sido del 0.17%, que es prácticamente nula, sin embargo, se observa que entre el 2014 y 2015 existió un decrecimiento de saldos del 16% pasando de US\$53.7 millones a US\$44.8 millones de dólares. Posteriormente estos saldos se fueron recuperando hasta el cierre del año 2018 donde alcanzo US\$54.1 millones de dólares.

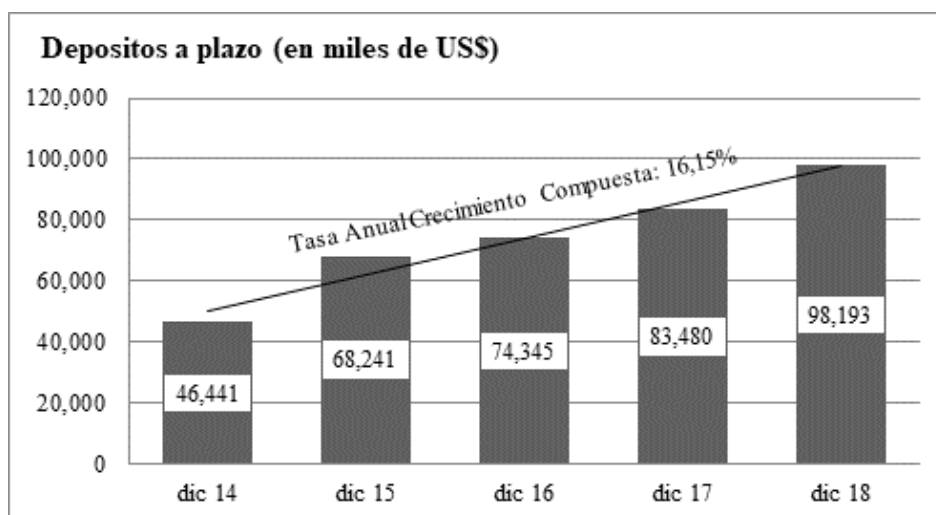
Figura 4.26 – Evolución de los saldos de depósitos a la vista de la entidad financiera (2014- 2018). En miles de US\$.



Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

Es notorio que la entidad financiera ha requerido incrementar su participación en depósitos a plazo para financiar su crecimiento, lo cual a su vez permite una mayor estabilidad y menor volatilidad de los depósitos, sin embargo, esto también genera un incremento en el costo de fondos. La tasa de crecimiento compuesta es del 16.15%, que es muy superior a lo observado con depósitos a la vista, con lo cual sus saldos pasan de US\$46.4 millones de dólares a US\$98.1 millones de dólares entre los años 2014 y 2018.

Figura 4.27 – Evolución de los saldos de depósitos a plazo de la entidad financiera (2014- 2018). En miles de US\$.

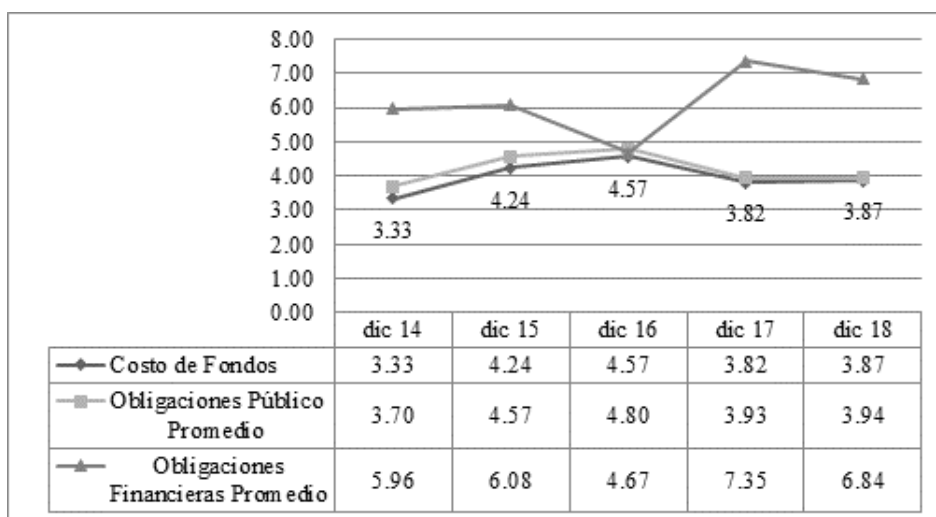


Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

4.2.6.2 Costo de Fondos

A diciembre 2018 la entidad financiera registra un costo de fondos de 3.87%, mayor al observado en bancos comparables del segmento pequeños (3.76%) y con el promedio del sistema (2.13%). Se puede observar que si bien es cierto el costo porcentual es alto con respecto al sistema, el mismo se presenta menor a lo observado a diciembre 2016 donde alcanzo 4.57%.

Figura 4.28 – Evolución del costo de fondos de los pasivos de la entidad financiera (2014- 2018). En porcentajes.



Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores

4.2.7 Patrimonio

En cuanto al patrimonio de la entidad financiera, ha tenido una serie de capitalizaciones que ha incrementado su valor incrementando el mismo desde US\$18.335 millones a US\$22.22 millones de dólares al cierre de diciembre 2018.

Tabla 4.6 – Composición del patrimonio de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$.

Patrimonio (Miles de US\$)	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Capital Social	17,080	17,080	17,623	17,937	20,136
Reservas	1,122	1,248	1,309	1,343	1,380
Superávit Por Valuaciones	100	696	731	724	521
Resultados Ejercicio	1,265	604	348	369	185
Total Patrimonio	19,566	19,628	20,012	20,374	22,222

Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores

La entidad financiera formalmente no tiene una política de dividendos, y en algunos casos la Superintendencia de Bancos ha definido la capitalización continua de dividendos. De los años analizados el único año que repartió dividendos fue el 2015, donde pago un 90% del total de la utilidad obtenida.

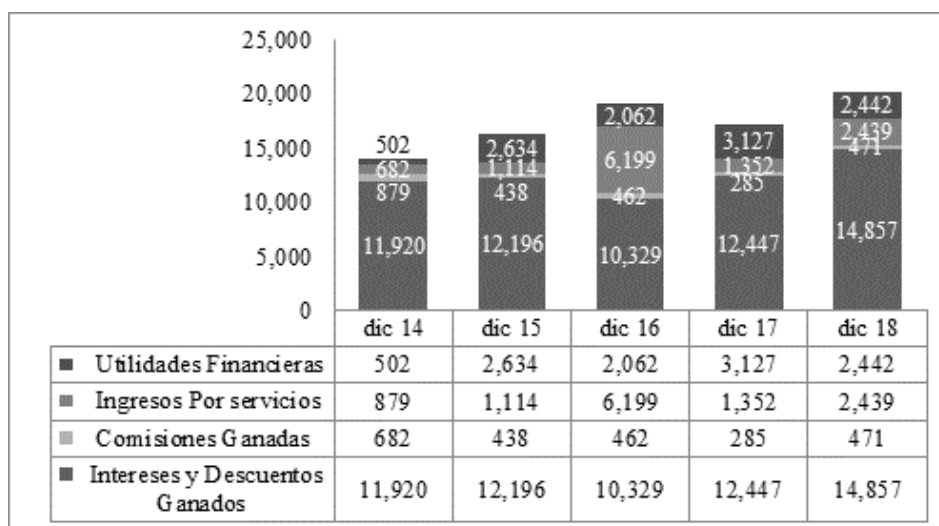
4.2.8 Rentabilidad

4.2.8.1 Ingresos Operacionales

Los ingresos por intereses al cierre del 2018 son el principal componente de los Ingresos Operacionales, incrementando su participación hasta 73% al cierre del año 2018, sin embargo, no es el valor más importante dado que en el año 2014 alcanzó el 85% de participación.

En términos absolutos, el total de ingresos operaciones ha crecido a una Tasa compuesta del 7.58% entre los años 2014 a 2018 pasando de US\$11.92 millones a US\$14.8 millones de dólares, lo cual obedece al aumento en los rendimientos de intereses impulsado por el crecimiento en la cartera de consumo, el incremento en el rendimiento promedio de las inversiones, mayor actividad de negociaciones de tesorería y movimiento de servicios en canales transaccionales.

Figura 4.29 – Composición de los ingresos operacionales de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$.



Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

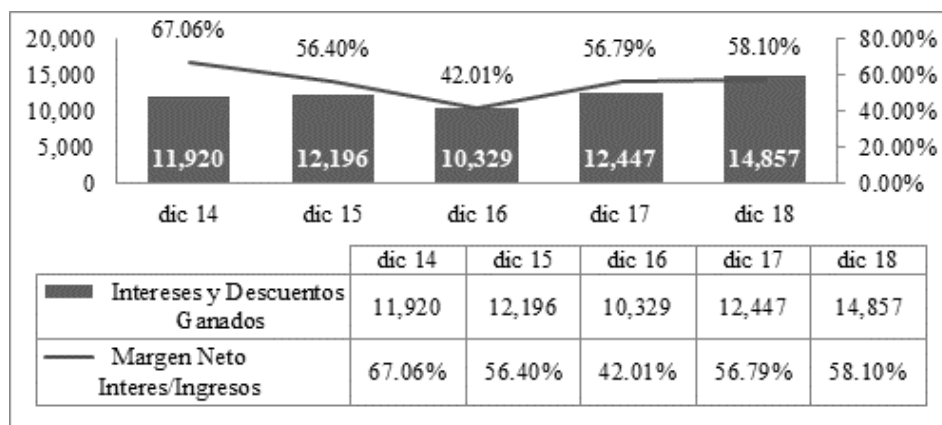
4.2.8.2 Margen de interés Neto

El ratio de Margen Neto de intereses sobre el total de ingresos ha tenido comportamientos distintos en el periodo analizado 2014-2018, de tal forma que entre el año 2014 a 2015 la participación del margen de intereses sobre el ingreso se fue reduciendo pasando del 67.06% al 56.40%, como resultado de una mayor colocación en el segmento comercial que tiene un menor rendimiento que otros segmentos y por otra parte el aumento en los costos de fondos como resultado de la escases de liquidez en el sistema financiero.

A partir del año 2016 hasta el año 2018, la relación cambió de tendencia a tal punto que la relación paso del 42.01% en el 2014, al 56.79% en el 2015, y finalmente al 58.10%, todo esto relacionado con un giro en la estrategia hacia el segmento de consumo, lo cual tiene un efecto en el aumento de los ingresos; y que adicionalmente a diferencia del periodo 2014-2015 la liquidez mejoró considerablemente, lo que tuvo un efecto sobre el costo de fondo que presento una reducción en las tasas de intereses.

En el siguiente cuadro se presenta, tanto la evolución de los ingresos absolutos como el margen de intereses entre los años 2014 y 2018.

Figura 4.30 – Evolución de intereses y descuentos ganados, y del ratio de margen neto de Intereses sobre Ingresos de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$ y porcentajes.



Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

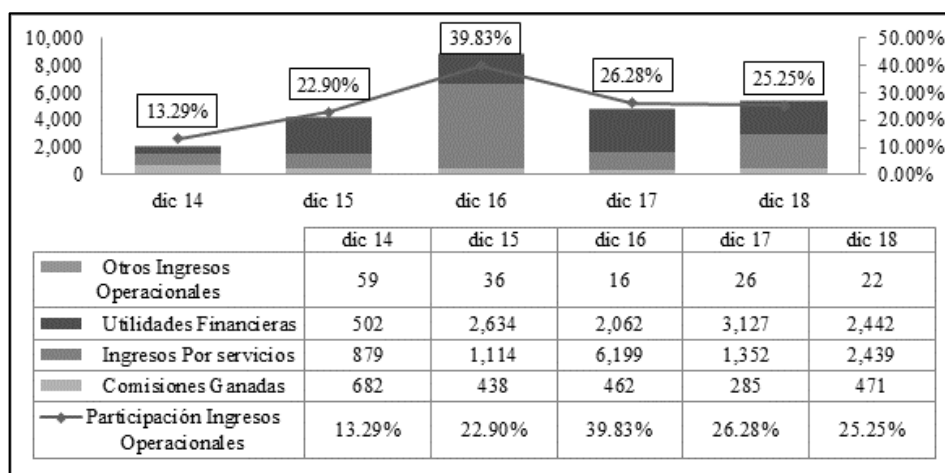
4.2.8.3 Otros Ingresos Operacionales

Los otros ingresos operacionales han aumentado su participación, de tal manera que han pasado del 13.29% en 2014 a 25.25% al cierre del año 2018. De este rubro el rubro de mayor crecimiento corresponde a ingresos por servicios cuya participación sobre el total de ingresos aumenta del 6% en el año 2014 a 12% al cierre del año 2018.

Por otra parte, los ingresos por utilidades financieras también han tenido un crecimiento frente al total de los ingresos, impulsado principalmente por una mayor gestión de tesorería en trading de títulos valores, venta de activos financieros y aumento en rendimiento del portafolio de inversiones, de tal forma, que el total de la participación paso de 4% a 12% entre el año 2014 al año 2018.

Cabe indicar que, en el año 2017 la entidad financiera tuvo un ingreso importante en ingresos por servicios, lo cual fue producto de una negociación originada a partir de un litigio en la cual la entidad financiera resulto ganadora. Esto origino que el total de los otros ingresos operacionales alcanzará una participación 39.83%, no obstante, no puede considerarse como de giro normal del negocio.

Figura 4.31 – Evolución de otros ingresos operacionales y de la participación sobre el total de ingresos de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$ y porcentajes.



Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por autores.

4.2.8.4 Gastos operacionales

Los Gastos Operacionales de la entidad financiera presentan un crecimiento compuesto del 4.38% entre 2014 y 2018, alcanzando US\$10.4 millones al 2018, siendo el principal motivo de la expansión, la inversión que la entidad financiera ha presentado en este periodo, tanto en infraestructura como personal de atención en oficinas.

De hecho, el principal componente corresponde a Recursos Humanos con el 41% del total del gasto operativo del año 2018, siendo este superior al 36.10% observado en el año 2014. El siguiente rubro relevante corresponde a servicios varios, que están relacionados a rubros de la operación del negocio, con una participación de 22%, que ha diferencia de los Recursos Humanos este se ha reducido desde el 28.17% en el periodo 2014. El siguiente rubro relevante corresponde al grupo de impuestos, contribuciones y multas que se ha mantenido entre el 2014 y el 2018 con alrededor del 11% del total de gastos.

Entre Honorarios y otros gastos donde se registran los gastos por mantenimiento de infraestructura física y tecnológica, la participación al 2018 alcanza un 23% del total de los gastos, mientras que las depreciaciones y amortizaciones un 3% del total de gasto operativo en este mismo periodo.

El detalle de los gastos operativos por periodo se detalla a continuación:

Tabla 4.7 – Detalle de los gastos operativos de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$.

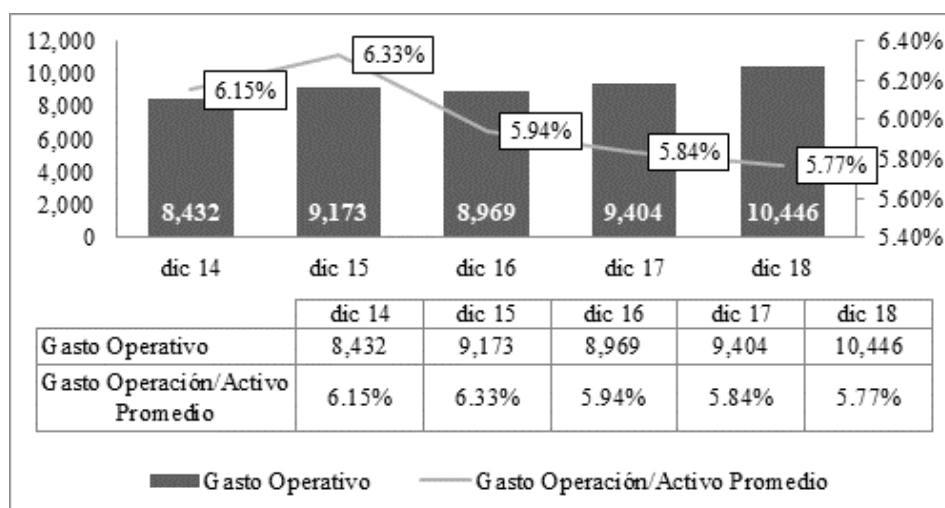
Gasto Operativo	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Gastos de personal	3,044	3,321	3,404	3,983	4,246
Honorarios	770	1,146	1,004	929	817
Servicios varios	2,376	2,276	1,908	1,805	2,304
Impuestos	857	936	1,143	1,039	1,158
Depreciaciones	463	237	209	192	202
Amortizaciones	164	149	101	82	107
Otros gastos	757	1,108	1,199	1,374	1,613
Total	8,432	9,173	8,969	9,404	10,446

Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

A pesar del incremento mostrado, en términos de eficiencia el resultado del ratio Gasto operación/Activo Promedio ha ido disminuyendo, a tal punto que paso de 6.15% al cierre del año 2014 a 5.77% al cierre del año 2018, lo que demuestra el trabajo que la entidad viene realizando en términos de mejorar la utilización de sus recursos.

La evolución absoluta del gasto operativo, así como la relación contra los activos promedios se presenta a continuación:

Figura 4.32 – Evolución de los gastos operativos y de la relación sobre el total de activos de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$ y porcentajes.



Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

4.2.9 Estados Financieros Históricos

Balance General Histórico

A continuación, se presenta el balance general histórico de la entidad desde el año 2014 hasta el corte del 31 de diciembre de 2018:

Tabla 4.8 – Balance general de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$.

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Activos	143,993	142,270	156,547	165,431	202,984
Fondos Disponibles	14,746	23,493	20,214	27,635	20,829
Inversiones	7,753	19,118	46,025	35,801	44,864
Cartera	93,067	72,744	74,557	86,824	117,924
Cuentas por Cobrar	1,224	1,357	1,521	1,908	3,895
Daciones	563	110	107	112	442
Propiedad y Equipos	5,659	6,047	5,855	5,740	6,225
Otros Activos	20,981	19,401	8,267	7,410	8,804
Pasivos	124,431	122,643	136,535	145,057	180,762
Obligaciones con el Publico	103,787	116,513	126,972	137,338	162,955
Obligaciones Inmediatas	856	114	492	623	812
Cuentas Por Pagar	5,549	3,851	5,602	5,539	6,299
Obligaciones Financieras	977	1,892	3,151	1,150	10,361
Valores en Circulación	12,768	4	-	-	-
Otros Pasivos	493	268	318	407	334
Patrimonio	19,566	19,628	20,012	20,374	22,222
Capital Social	17,080	17,080	17,623	17,937	20,136
Reservas	1,122	1,248	1,309	1,343	1,380
Superávit por valuaciones	100	696	731	724	521
Resultado Ejercicio	1,265	604	348	369	185

Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores

Estados de Resultados Históricos

A continuación, se presenta el estado de resultados consolidado histórico de la entidad en los periodos comprendidos de los años 2014-2018:

Tabla 4.9 – Estado de resultados de la entidad financiera (2014-2018). En miles de US\$.

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Intereses y Descuentos Ganados	11,920	12,196	10,329	12,447	14,857
Intereses Pagados	3,926	5,318	5,990	5,378	6,225
Margen Neto de Intereses	7,994	6,878	4,339	7,069	8,631
Comisiones Ganadas	682	438	462	285	471
Ingresos Por servicios	879	1,114	6,199	1,352	2,439
Comisiones Causadas	237	323	240	266	376
Utilidades Financieras	502	2,634	2,062	3,127	2,442
Pérdidas Financieras	454	876	1,892	469	332
Margen Bruto Financiero	9,366	9,866	10,931	11,098	13,276
Provisiones	858	1,623	3,417	1,659	3,132
Margen Neto Financiero	8,508	8,242	7,514	9,439	10,144
Gastos de Operación	8,432	9,173	8,969	9,404	10,446
Margen Intermediación	75	-931	-1,455	35	-302
Otros Ingresos Operacionales	59	36	16	26	22
Otras Pérdidas Operacionales	51	12	453	173	77
Margen Operación	83	-907	-1,892	-112	-357
Otros Ingresos	1,935	2,021	2,872	993	1,052
Otros Gastos y Perdidas	124	199	355	198	253
Ganancia antes de Imp. e Int.	1,894	915	625	684	442
Impuestos y Participación	628	311	277	314	257
Ganancia y Perdida del ejercicio	1,265	604	348	369	185

Fuente: Superintendencia de Bancos, Elaborada por los autores.

4.3 Proyecciones de cifras financieras

4.3.1 Proyección de variables Macroeconómicas y de Mercado financiero.

A continuación, se presenta información histórica del PIB nominal, crecimiento del PIB y PIB real del Ecuador en el periodo de los años 2016-2018 del Banco Central del Ecuador, mientras que los datos proyectados 2019-2023 incluyendo la inflación corresponden a información del Ministerio de Finanzas de la República del Ecuador. (Ministerio de Economía y Finanzas Ecuador, 2019)

Tabla 4.10 – Variables Macroeconómicas reales y proyectadas del Ecuador. (2016-2023). En miles de US\$ y porcentajes.

Indicadores Macroeconómicos	Proyección							
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
Inflación Anual				1.07%	1.53%	2.21%	2.60%	2.60%
Crecimiento del PIB	-1.23%	2.37%	1.38%	1.43%	2.05%	1.47%	1.01%	1.01%
PIB Nominal (Millones de US\$)	99,938	104,296	108,398	113,097	116,887	121,015	124,875	124,876
PIB Real (Millones de US\$) Año Base 2007	69,314	70,956	71,933	72,961	74,457	75,552	76,315	77,086

Fuente: Ministerio de Economía; Banco Central del Ecuador; PIB real proyectado en base a la tasa de crecimiento del PIB. Elaborada por los autores.

Por otra parte, la profundización bancaria del sistema financiero nacional calculada como la cartera de créditos frente al PIB sube de 18.91% al 2015 a 25.21% en el año 2018, mientras que en el mismo periodo el indicador de depósitos frente al PIB pasa del 23.46% al 2015 a 27.53%. Para fines de proyección, se ha utilizado un valor de participación de 26% para la participación de cartera bruta/PIB y 28% para el total de depósitos/PIB para los periodos 2019-2023 basado en la última participación mostrada.

Tabla 4.11 – Cifras reales y proyectadas de cartera bruta y total de depósitos proyectadas del sistema financiero ecuatoriano (2016-2023). En millones de US\$ y porcentajes.

Profundización Financiera (en millones de US\$ y porcentajes)	Proyección							
	dic 16	dic 17	dic 18	dic 19	dic 20	dic 21	dic 22	dic 23
Cartera Bruta	20,375	24,601	27,325	29,405	30,391	31,464	32,468	33,503
Total Depósitos	27,475	29,352	29,845	31,667	32,728	33,884	34,965	36,080
Cartera Bruta/PIB	20.39%	23.59%	25.21%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%
Total depósitos/PIB	27.49%	28.14%	27.53%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%

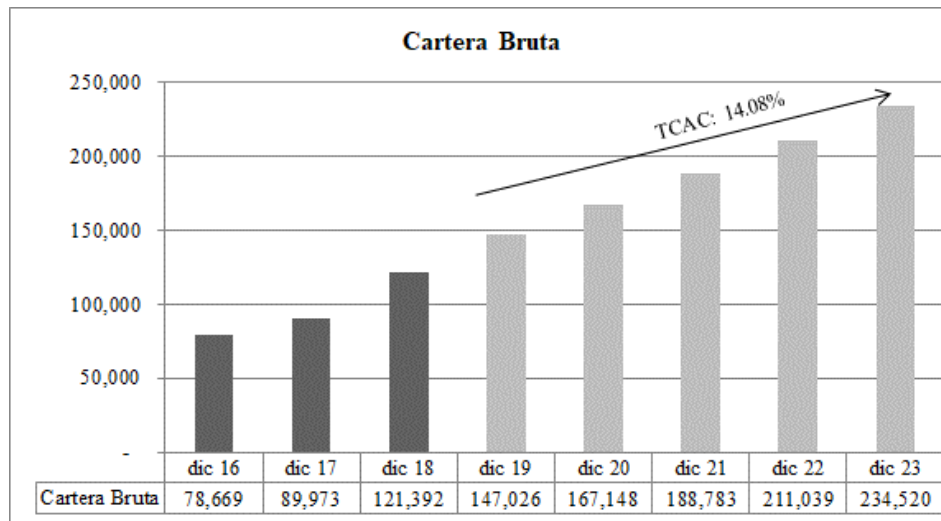
Fuente: Ministerio de Economía; Banco Central del Ecuador; PIB real proyectado en base a la tasa de crecimiento del PIB. Elaborada por los autores.

4.3.2 Proyección de Balance de Situación de entidad financiera.

Crecimiento de Cartera Neta.

La proyección de la cartera bruta se realiza en función de la participación de los saldos de la entidad financiera sobre el total del sistema financiero nacional, asumiendo crecimiento progresivo del 0.44% al cierre del 2018, al 0.70% al finalizar el año 2023, recuperando los niveles promedio observados en el periodo 2009-2013. Se ha estimado que la TCAC de la cartera bruta de créditos de la entidad financiera, para el periodo 2015-2018 es de 5.89%, mientras que para el periodo 2019-2023 es del 14.08%.

Figura 4.33 – Cartera bruta real y proyectada de la entidad financiera (2016-2023). En miles de US\$.



Fuente: Elaborada por los autores

En cuanto al mix de cartera, la entidad financiera concentra su participación en cartera de consumo, de tal forma que al cierre del 2018 se registra una participación del 56.75% en cartera de consumo, 41.70% en cartera de empresa y la diferencia entre cartera de Microempresa y vivienda. Para fines de proyección se ha utilizado la participación promedio en los últimos 5 años, esto 60.50% de participación sobre el total de la cartera en cartera de consumo, 37.72% en cartera comercial, 1.36% en cartera de vivienda y 0.42% en cartera de microempresa.

Tabla 4.12 – Composición real y proyectada de la cartera total por segmentos de crédito de la entidad financiera. (2018-2023). En porcentajes.

Mix de Cartera	Proyección					
	dic 18	dic 19	dic 20	dic 21	dic 22	dic 23
Comercial	41.70%	37.72%	37.72%	37.72%	37.72%	37.72%
Consumo	56.75%	60.50%	60.50%	60.50%	60.50%	60.50%
Vivienda	1.47%	1.36%	1.36%	1.36%	1.36%	1.36%
Micro	0.08%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%

Fuente: Elaborada por los autores

Supuestos de calidad de la cartera.

En cuanto a la calidad de la cartera, se han proyectado los resultados en base a las siguientes premisas calculadas sobre cartera total. La tasa de morosidad se basa en las expectativas de la Administración de mantener el resultado a diciembre 2018 con 3.61%, el cual es el valor más bajo de los últimos 5 años, y se ha dado como resultado de un trabajo importante en la reestructuración del área de cobranzas, así como de establecer cambios en los procesos de cobro, que permitan mantener contacto permanente con los clientes, lo que a su vez se traduzca en indicadores de mora más bajos.

Tabla 4.13 – Cartera improductiva e indicador de morosidad, real y proyectada de la entidad financiera. (2018-2023). En miles de US\$ y porcentajes.

Provisiones	Proyección					
	dic 18	dic 19	dic 20	dic 21	dic 22	dic 23
Cartera Improductiva	4,384	5,309	6,036	6,817	7,621	8,469
Total Cartera Bruta	121,392	147,026	167,148	188,783	211,039	234,520
Indicador de Morosidad	3.61%	3.61%	3.61%	3.61%	3.61%	3.61%

Fuente: Elaborada por los autores

Por otra parte, en cuanto a las provisiones de Cartera: se proyecta alcanzar el 100% de la cartera improductiva en los próximos 3 años, manteniendo este valor para los siguientes periodos. Si bien es cierto, la Superintendencia de Bancos no establece un mínimo para este indicador, es recomendable mantener el mismo por encima del 100%.

Tabla 4.14 – Provisión de cartera e indicador de cobertura, real y proyectada de la entidad financiera. (2018-2023). En miles de US\$ y porcentajes.

Cobertura Cartera	Proyección					
	dic 18	dic 19	dic 20	dic 21	dic 22	dic 23
Cartera Improductiva	4,384	5,309	6,036	6,817	7,621	8,469
Provisión Cartera Problemática	3,467	4,779	5,734	6,817	7,621	8,469
Indicador de Cobertura	79.09%	90.00%	95.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Provisiones Sobre Cartera Bruta	2.86%	3.25%	3.43%	3.61%	3.61%	3.61%

Fuente: Elaborada por los autores

Supuestos para otras cuentas del activo.

Para el resto de las cuentas que conforman el activo de la entidad financiera, a continuación, se mencionan las principales premisas utilizadas para su proyección:

- Inversiones: El modelo considera mantener los niveles actuales de inversiones, incrementando únicamente para cumplir con los requerimientos de inversiones en emisores del sector público y privado, así como del porcentaje mínimo de inversión en el fondo de liquidez (en el % que corresponde a portafolio establecido en plan de cuentas), de acuerdo con la normativa expedida por el Banco Central del Ecuador. (Banco Central del Ecuador, 2012).
- Daciones en pago y activos fijos: La proyección contempla mantener las cuentas de daciones en pago en función del tamaño de la cartera, utilizando para esto el % del último periodo. En cuanto a los activos fijos, los mismos se continuarán depreciando de forma lineal y no se contempla incurrir en nuevas adquisiciones.
- Otros Activos: En cuanto al fondo de liquidez: se considera mantener el mínimo de inversión conforme a la resolución de la superintendencia de bancos (en el porcentaje que corresponde a esta cuenta según catálogo de cuentas). (Banco Central del Ecuador, 2012). Los proyectos de inversión que se registran en esta cuenta se están amortizando en un periodo de 5 años, cuyo gasto se refleja en el estado de resultados. En esta cuenta se

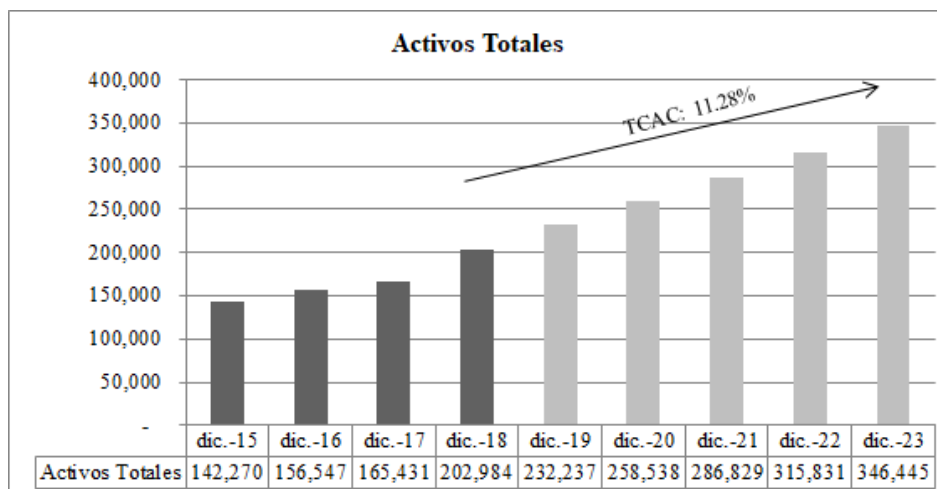
registran los aportes al fideicomiso de titularización que se consideran se extinguirán en su totalidad al cierre del año 2018, una vez que todos los títulos han sido pagados a sus acreedores.

- Fondos disponibles: el modelo asume que los excedentes o requerimientos de liquidez se ajustan a los fondos disponibles.

Crecimiento del activo proyectado.

Con los supuestos utilizados, los activos crecerían en una tasa anual compuesta de 11.28% entre 2018 y 2023, direccionando la liquidez al crecimiento de la cartera de créditos, a tal punto que su participación sobre el total de activos pasa de 58% a 65% en el mismo periodo.

Figura 4.34 – Total de activos reales y proyectados de la entidad financiera (2015-2023). En miles de US\$.

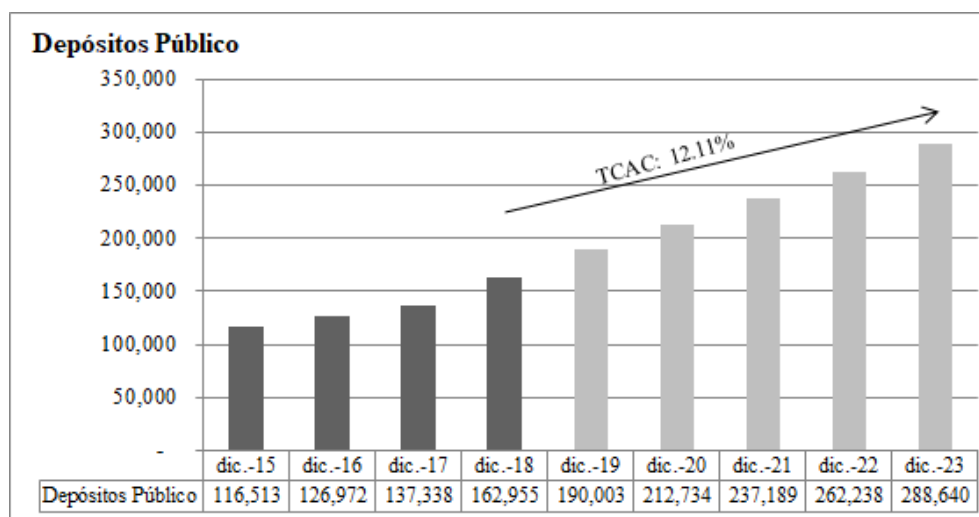


Fuente: Elaborada por los autores

Crecimiento de los depósitos con el público.

La proyección de los depósitos con el público se realiza en función la participación de los saldos de la entidad sobre el total del sistema financiero nacional, asumiendo crecimiento progresivo del 0.55% al cierre del 2018, al 0.80% al finalizar el año 2023. Se ha estimado que la TCAC de las obligaciones con el público de la entidad financiera en el periodo 2015-2018 es de 11.94%, mientras que para el periodo 2019-2023 es del 12.11%.

Figura 4.35 – Total de depósitos con el público, real y proyectados de la entidad financiera (2016-2023). En miles de US\$.



Fuente: Elaborada por los autores

En cuanto a la participación del tipo de obligaciones con el público, como se ha observado, el banco se apalanca en los depósitos a plazo fijo teniendo alrededor de un 57% en promedio los últimos 5 años. La diferencia se encuentra concentrada en un 21% en promedio en depósitos monetarios y un 18% en depósitos de ahorro. Los resultados de la proyección se presentan a continuación:

Tabla 4.15 – Composición de las obligaciones con el público, real y proyectada de la entidad financiera. (2015-2023). En porcentajes.

	Proyección								
	dic 15	dic 16	dic 17	dic 18	dic 19	dic 20	dic 21	dic 22	dic 23
Depósitos de Ahorro	18%	20%	18%	17%	18%	18%	18%	18%	18%
Depósitos Monetarios	21%	16%	16%	16%	21%	21%	21%	21%	21%
Depósitos a Plazo	59%	59%	61%	60%	57%	57%	57%	57%	57%
Depósitos Restringidos	3%	5%	5%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
Otros Depósitos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: Elaborada por los autores

Los montos para cada uno de los rubros que conforman las obligaciones con el público, calculados a partir de la composición mostrada en la tabla 4.15 se presenta a continuación:

Tabla 4.16 – Composición de las obligaciones con el público, real y proyectada de la entidad financiera. (2015-2023). En miles de US\$.

Composición Depósitos Público	dic 18	Proyección				
		dic 19	dic 20	dic 21	dic 22	dic 23
Depósitos de Ahorro	28,199	34,199	38,290	42,692	47,200	51,953
Depósitos Monetarios	25,982	39,357	44,066	49,131	54,320	59,789
Depósitos a Plazo	98,193	107,508	120,370	134,207	148,380	163,319
Depósitos Restringidos	10,537	8,874	9,936	11,078	12,248	13,481
Otros Depósitos	45	65	73	82	90	99
Depósitos Público	162,955	190,003	212,734	237,189	262,238	288,640

Fuente: Elaborada por los autores

Supuestos para otras cuentas del pasivo.

Para el resto de las cuentas que conforman el pasivo de la entidad financiera, a continuación, se mencionan las principales premisas utilizadas para su proyección:

- Obligaciones Financieras: la proyección contempla mantener el nivel actual de obligaciones de US\$10.631 millones de dólares, para lo cual se buscaría la renovación de estas.
- Otros Pasivos: En cuanto al resto de cuentas, se proyecta en función del tamaño de obligaciones con el público, manteniendo la proporción para los próximos periodos.

Capitalización.

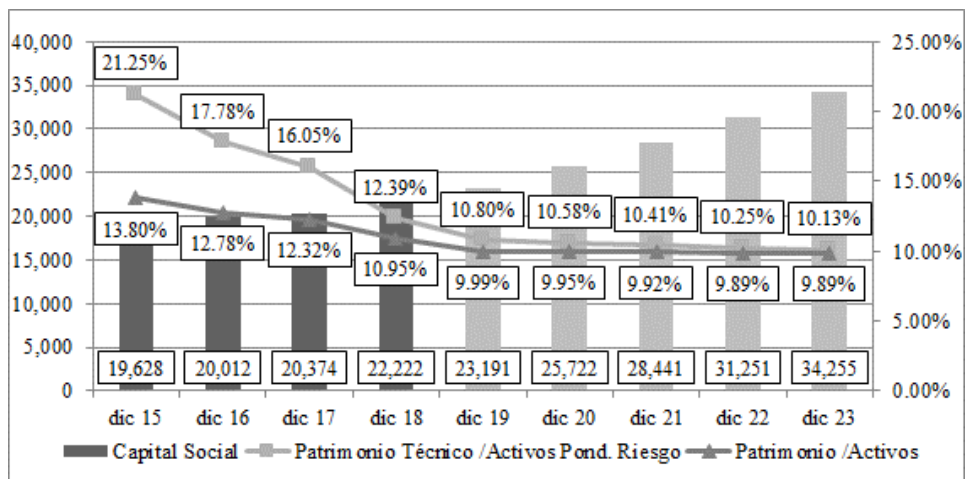
Se observa que el indicador de patrimonio técnico sobre activos ponderados por riesgo se ha venido reduciendo, de tal forma que, al cierre del año 2014 el indicador registraba 17.78%, mientras que al cierre del año 2018 registró 12.39%. Este fenómeno se presenta como consecuencia del crecimiento de la entidad financiera en el tamaño de sus activos especialmente en cartera de créditos, y por otra que a partir del año 2017 se pondera al 200% la cartera de crédito automotriz colocado por la entidad financiera.

La capitalización del banco está íntimamente relacionada con la proyección del indicador de Patrimonio Técnico sobre Activos Ponderados por Riesgo, por lo cual, se contempla mantener un nivel siempre superior al 10% en este indicador, lo cual implica realizar aportes por partes de los accionistas para apalancar el crecimiento.

Por otra parte, el modelo también contempla una distribución de dividendos del 35% de los resultados netos del banco basado en el promedio observado en el sistema financiero, mientras que la diferencia se capitaliza con el fin de mantener el mínimo regulatorio de patrimonio de acuerdo con la normativa de la Superintendencia de Bancos de Ecuador. (Superintendencia de Bancos del Ecuador, 2001)

Como resultado de las premisas indicadas, se proyecta que el capital social de la entidad financiera pase de US\$22.2 millones de dólares al cierre de diciembre 2018 hasta los US\$34.225 millones de dólares, lo que permitirá que la relación de patrimonio sobre activos, y de patrimonio sobre activos ponderados por riesgo no se inferior en ningún momento al 9% que establece la norma.

Figura 4.36 – Total de capital social, indicador de patrimonio técnico y relación de patrimonio sobre total de activos de la entidad financiera (2016-2023). En miles de US\$ y porcentajes.



Fuente: Elaborada por los autores

Balance Situación Proyectado

Se presenta a continuación el balance de situación proyectado para el periodo 2019-2023, considerando para aquello cada una de las premisas de activos y pasivos presentadas en las secciones anteriores:

Tabla 4.17 – Balance de Situación real y proyectado de la entidad financiera (2018-2023). En miles de US\$.

	Proyección					
	dic 18	dic 19	dic 20	dic 21	dic 22	dic 23
Activos	202,984	232,237	258,538	286,829	315,831	346,445
Fondos Disponibles	20,829	26,860	32,254	38,080	43,656	49,526
Inversiones	44,864	46,484	47,846	49,312	50,813	52,395
Cartera	117,924	142,248	161,414	181,966	203,418	226,051
Cuentas por Cobrar	3,895	4,084	4,397	4,735	5,081	5,447
Daciones	442	536	609	688	769	855
Propiedad y Equipos	6,225	6,023	5,821	5,619	5,417	5,215
Otros Activos	8,804	6,004	6,197	6,430	6,678	6,956
Pasivos	180,762	209,046	232,816	258,388	284,581	312,190
Obligaciones con el Publico	162,955	190,003	212,734	237,189	262,238	288,640
Obligaciones Inmediatas	812	947	1,060	1,182	1,307	1,438
Cuentas Por Pagar	6,299	7,345	8,224	9,169	10,137	11,158
Obligaciones Financieras	10,361	10,361	10,361	10,361	10,361	10,361
Otros Pasivos	334	390	436	487	538	592
Patrimonio	22,222	23,191	25,722	28,441	31,251	34,255
Capital Social	20,136	20,621	22,226	24,663	26,883	29,486
Reservas	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
Superávit por valuaciones	521	521	521	521	521	521
Resultado Ejercicio	185	669	1,595	1,877	2,467	2,868

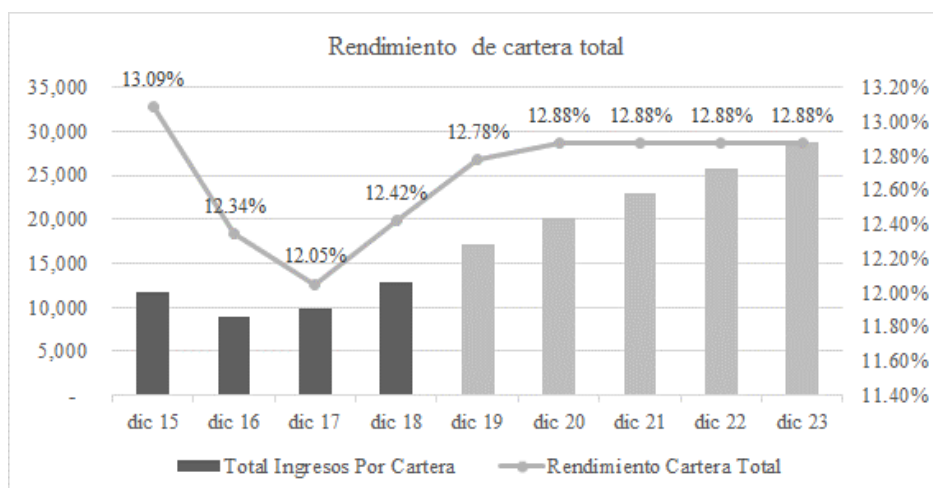
Fuente: Elaborada por los autores

4.3.3 Proyección del Estado de Resultados

Ingresos Operacionales.

Los ingresos por intereses son los de mayor participación sobre el total de Ingresos operacionales, cuya participación pasa de 73.52% al cierre del año 2018 a tener un 85.95% al cierre proyectado del año 2023, esto dado que se espera un incremento en el rendimiento de la cartera del 12.42% al 12.88% hasta el 2023, sustentado en una mayor participación de cartera de consumo, que en el periodo 2016-2017 había cedido participación a la cartera comercial y como consecuencia disminuido el rendimiento hasta el 12.05%

Figura 4.37 – Total de ingresos y tasa de rendimiento de la cartera, real y proyectada de la entidad financiera (2016-2023). En miles de US\$ y porcentajes.



Fuente: Elaborada por los autores

Por otra parte, para la proyección de ingresos por rendimientos de fondos disponibles e inversiones como para las utilidades financieras en el periodo 2019-2023, se utilizan las tasas registradas al cierre del año 2018.

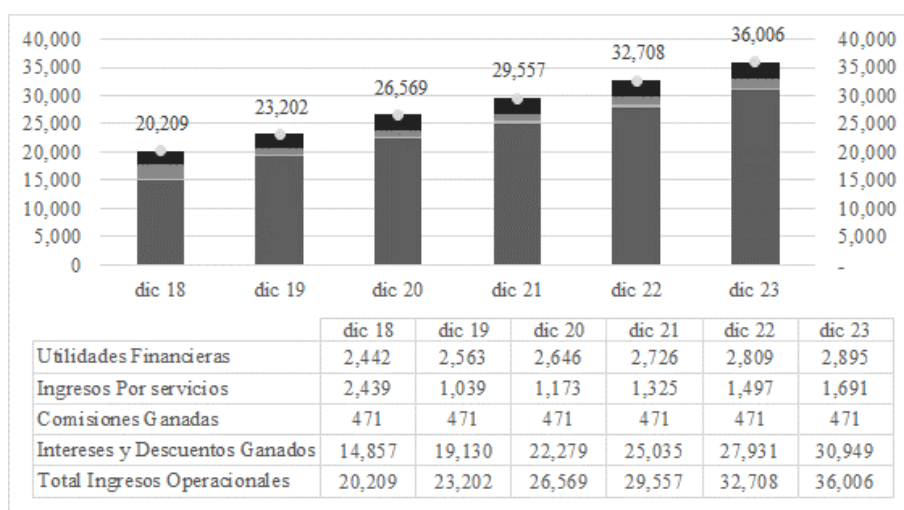
Tabla 4.18 – Tasas de rendimiento de los activos productivos, real y proyectada de la entidad financiera. (2017-2023). En porcentajes.

Rendimientos	Proyección						
	dic 17	dic 18	dic 19	dic 20	dic 21	dic 22	dic 23
Tasa Rendimiento Fondos Disponibles	0.58%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
Tasa Rendimiento Sobre Portafolio	4.55%	3.99%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%
Utilidades Financieras Sobre Portafolio	6.93%	5.61%	5.61%	5.61%	5.61%	5.61%	5.61%
Pérdidas Financieras Sobre Portafolio	1.04%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%

Fuente: Elaborada por los autores

En cuanto a los servicios financieros, se proyecta el crecimiento en función a la tasa mostrada en el sistema financiero nacional, cuyos ingresos se han venido incrementando por el impulso en torno al desarrollo de canales digitales para sus clientes. Para el cálculo, se toma como base el cierre obtenido en el año 2018, restando aquellos rubros extraordinarios observados, que se estima no forman parte de la operación normal del negocio. Para las comisiones ganadas, se proyecta para los próximos periodos el valor observado al cierre del año 2018

Figura 4.38 – Total de ingresos operacionales, real y proyectada de la entidad financiera (2016-2023). En miles de US\$ y porcentajes.

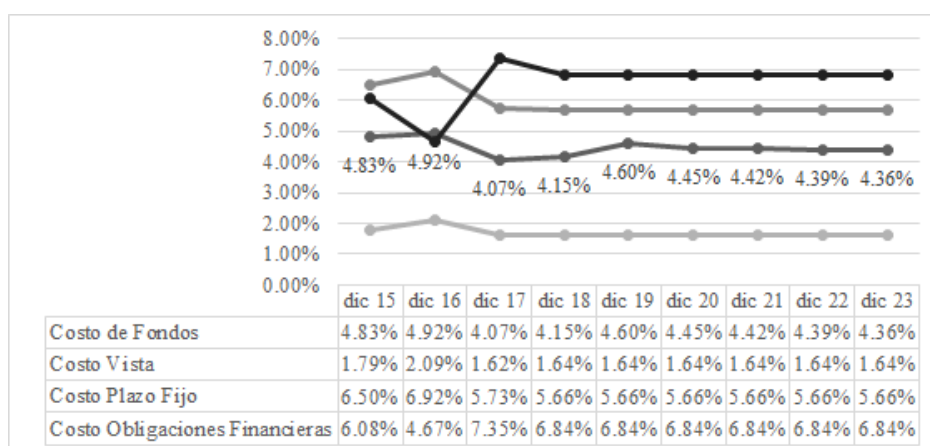


Fuente: Elaborada por los autores

Costo de Fondos.

Con la estructura de pasivos proyectada, y bajo el supuesto de mantener las tasas de interés observadas al cierre del 2018 en cada uno de sus componentes para los próximos periodos, el costo de fondos estimado de la entidad financiera registrará un incremento pasando del 4.15% en el cierre del 2018, al 4.60% al cierre del año 2019, mientras que para los años 2020-2023 se proyecta un decrecimiento gradual de la tasa, llegando al 4.36% como resultado del decrecimiento de las obligaciones financieras.

Figura 4.39 – Tasa de pasivos con costo, real y proyectada de la entidad financiera (2016-2023). En porcentajes.



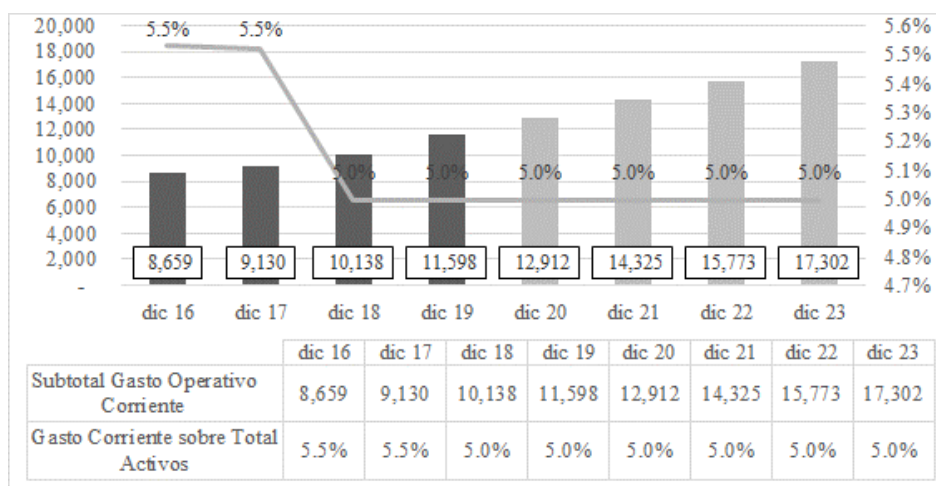
Fuente: Elaborada por los autores

Gastos Operacionales.

Los Gastos Operacionales presentan una tasa de crecimiento compuesto del 5.50% entre los años 2014 y 2018, alcanzando un total de US\$10.446 millones al cierre del año 2018. La mayor participación corresponde a Gastos de Personal, que al cierre del 2018 registra 41% sobre el total de gastos operativos, los cuales se han venido incrementando por el incremento de la estructura operacional basado en los nuevos productos y servicios propuestos por la entidad. El siguiente grupo relevante corresponde a los servicios varios con una participación del 22%, donde se registran los servicios más importantes como seguridad, transporte y mantenimientos de la infraestructura de la entidad. A continuación, tenemos al grupo de otros gastos operativos con el 15%, donde predominan los mantenimientos de servicios e infraestructura tecnológicos. En el grupo de impuestos y tributos con una participación del 11% se destaca el aporte obligatorio al COSEDE, el mismo que está relacionado íntegramente con el total de las obligaciones con el público, así como de los impuestos municipales y otros relacionados con el tamaño de los activos.

Con respecto a la relación sobre el total de activos del gasto operativo corriente que no incluye amortizaciones ni depreciaciones, la misma ha ido disminuyendo 6.2% al 5% al cierre del año 2018 producto del trabajo en las búsquedas de eficiencia en la utilización de recursos. Para fines de proyección, se mantiene la relación observada sobre el total de activos al 2018 para el periodo 2019-2023, así como el mix histórico observado.

Figura 4.40 – Total de gasto operativo y relación sobre el total de activos, real y proyectada de la entidad financiera (2016-2023). En miles de US\$ y porcentajes.



Fuente: Elaborada por los autores

Constitución de Provisiones

Para las Provisiones de Cartera de Crédito, y como se explicó anteriormente, se espera un crecimiento hasta alcanzar el 100% en el indicador cobertura sobre la cartera improductiva, lo cual conlleva constitución de nuevas provisiones que se registran al estado de resultados. En cuanto a las Provisiones de cuentas por cobrar, se proyectó la cobertura en función del promedio de los últimos años, lo cual ante el incremento mostrado requiere nuevas provisiones al estado de resultados. En cuanto a los otros activos, se espera un reverso en la provisión del año 2019, esto como resultado de la reclasificación de la cartera que formaba parte del fideicomiso de titularización que se extingue al cierre de este periodo, mientras que, para los años 2020-2023 se proyecta el gasto en función de la necesidad de provisiones para mantener la cobertura histórica.

Tabla 4.19 – Total de provisiones, real y proyectada de la entidad financiera. (2019-2023). En porcentajes.

	Proyección				
	dic 19	dic 20	dic 21	dic 22	dic 23
Provisiones de cartera	1,311	956	1,083	804	848
Provisiones de cuentas por cobrar	(290)	20	24	26	29
Provisiones por Otros Activos	381	134	145	149	157
Subtotal Provisiones	1,402	1,110	1,252	978	1,034

Fuente: Elaborada por los autores

Otros ingresos

En cuanto a la proyección de otros ingresos, la entidad financiera mantiene un arrendamiento mercantil por un activo fijo, el cual le genera uS\$300 mil dólares anuales. Para fines de proyección se mantienen los valores en los ingresos para el periodo 2019-2023.

Resultado Neto

Para la obtención de resultados netos de la entidad financiera, se utiliza una tasa efectiva de impuestos + participación laboral del 36.25%. Bajo los supuestos observados el ROE de la entidad financiera pasa del 0.83% al cierre del año 2018 hasta el 8.37% al cierre del año 2023. Por otra parte, el ROA pasa del 0.09% al 0.83% en el mismo periodo.

Tabla 4.20 – Utilidad Neta e indicadores ROA y ROE, real y proyectada de la entidad financiera. (2019-2023). En porcentajes.

INDICADORES FINANCIEROS	Proyección					
	dic 18	dic 19	dic 20	dic 21	dic 22	dic 23
Utilidad Neta	185.16	669.24	1,595.18	1,877.04	2,466.59	2,867.84
ROA	0.09%	0.29%	0.62%	0.65%	0.78%	0.83%
ROE	0.83%	2.89%	6.20%	6.60%	7.89%	8.37%

Fuente: Elaborada por los autores

A continuación, se presenta el estado de resultados proyectados para el periodo 2019-2023 en base a las premisas indicadas para cada una de sus cuentas:

Tabla 4.21 – estado de resultados real y proyectada de la entidad financiera. (2018-2023). En miles de US\$.

	Proyección					
	dic 18	dic 19	dic 20	dic 21	dic 22	dic 23
Intereses y Descuentos Ganados	14,857	19,130	22,279	25,035	27,931	30,949
Intereses Pagados	6,225	8,126	8,969	9,936	10,952	12,007
Margen Neto de Intereses	8,631	11,004	13,311	15,099	16,980	18,942
Comisiones Ganadas	471	471	471	471	471	471
Ingresos Por servicios	2,439	1,039	1,173	1,325	1,497	1,691
Comisiones Causadas	376	376	376	376	376	376
Utilidades Financieras	2,442	2,563	2,646	2,726	2,809	2,895
Pérdidas Financieras	332	348	360	370	382	393
Margen Bruto Financiero	13,276	14,352	16,866	18,874	20,999	23,230
Provisiones	3,132	1,402	1,110	1,252	978	1,034
Margen Neto Financiero	10,144	12,950	15,755	17,623	20,021	22,197
Gastos de Operación	10,446	12,171	13,485	14,898	16,346	17,875
Margen Intermediación	-302	779	2,271	2,725	3,675	4,322
Otros Ingresos Operacionales	22	0	0	0	0	0
Otras Pérdidas Operacionales	77	0	0	0	0	0
Margen Operación	-357	779	2,271	2,725	3,675	4,322
Otros Ingresos	1,052	300	300	300	300	300
Otros Gastos y Perdidas	253	0	0	0	0	0
Ganancia antes de Imp. e Int.	442	1,079	2,571	3,025	3,975	4,622
Impuestos y Participación	257	409	976	1,148	1,509	1,754
Ganancia y Pérdida del ejercicio	185	669	1,595	1,877	2,467	2,868

Fuente: Elaborada por los autores

5. VALORACIÓN DEL PATRIMONIO DE LA ENTIDAD FINANCIERA MEDIANTE METODOLOGÍA DE TRANSACCIONES COMPARABLES, MÚLTIPLOS DE COTIZACIÓN Y FLUJO DE CAJA DESCONTADO

5.1 Breve descripción de entidad objetivo

La entidad financiera se constituyó en el año 1975, brindando soluciones financieras en el mercado ecuatoriano. En la década del 90, concentró el giro de negocio en créditos personales y de financiamiento de vehículos. En el periodo de la crisis que derivó a la dolarización del Ecuador en el año 2000, la entidad financiera se afianzó en su modelo de negocios de créditos para el mercado automotriz, cerrando una gran cantidad de oficinas, lo que le permitió continuar operando a diferencia de otras entidades que sucumbieron en el ínterin. Para el año 2010, comenzó su primer proceso de titularización de cartera, siendo desde entonces reconocido por ser uno de los mayores colocadores de emisiones de titularización en el mercado de valores.

La Superintendencia de Bancos del Ecuador, confirió en el año 2016, la autorización para el ejercicio de actividades financieras; así como la autorización que faculta a la entidad como Banco Múltiple. Se encuentra clasificado como Banco Pequeño por tamaño de activos, ubicándose dentro de los primeros 15 bancos en el ranking de entidades, de un total de 24 que conforman el total de Bancos Privados en el Ecuador.

La entidad no cotiza en bolsa de valores, así como muchos bancos pequeños e incluso medianos, cuyos capitales se encuentran controlados por grupos reducidos de accionistas. Hay que considerar adicionalmente que el mercado ecuatoriano de compra/venta de acciones no se encuentra desarrollado y no existen los incentivos necesarios para que este mecanismo sea atractivo.

5.2 Valoración del patrimonio de la entidad financiera por metodología de múltiplos de cotización.

5.2.1 Criterio de selección de las entidades comparables.

Para el ejercicio de valoración se han escogido un conjunto de entidades del sector bancario, cuyos criterios de selección se mencionan a continuación:

- Las acciones de las entidades seleccionadas son negociadas en bolsa de valores, por tanto, la información de sus cotizaciones se encuentra disponible.

- Las entidades seleccionadas forman parte del sector financiero en cada uno de los países considerados para el análisis.
- Las entidades seleccionadas se encuentran geográficamente ubicadas en países de América del sur.
- Las empresas seleccionadas son líderes en sus respectivos países, lo que nos permite tener una referencia clara de las expectativas de los accionistas en el negocio bancario.
- Las empresas seleccionadas tienen una capitalización importante, y sus acciones tienen una rotación importante en la bolsa de valores de sus respectivos países, con lo cual podemos asumir que las expectativas de los inversionistas son recogidas en el precio de cada una de ellas.

5.2.2 Selección de las entidades comparables.

Para el ejercicio de valoración, y conforme a los criterios mencionados en el apartado anterior, se han escogido un grupo de 17 entidades financieras, las mismas que se presentan a continuación:

Tabla 5.1 – Entidades financieras seleccionadas para cálculos de múltiplos: Nombre de entidad, país y número de acciones en circulación.

Entidad financiera	País	Número de acciones en circulación
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Perú	Perú	5,368,602,000
Banco Comercio del Perú	Perú	8,770,365,000
Scotiabank	Perú	612,294,780
Interbank	Perú	3,452,022,000
Bancolombia	Colombia	961,827,000
Banco de Bogotá	Colombia	331,280,555
Davivienda	Colombia	451,670,413
Banco de Occidente	Colombia	155,879,719
Banco de Chile	Chile	101,017,081,114
Banco Santander Chile	Chile	188,446,126,794
Banco Crédito e Inversiones Chile	Chile	135,892,980
CorpBanca	Chile	512,406,760,091
Banco Macro	Argentina	661,141,000
Banco Santander rio	Argentina	4,315,500,060
Banco Galicia	Argentina	668,549
BBVA banco francés	Argentina	612,659,638
Itaú	Brasil	4,958,290,359

Fuente: Informes financieros

Como se puede apreciar, las entidades seleccionadas se encuentran ubicadas geográficamente en países de América del Sur: Perú, Colombia, Chile Argentina y Brasil. No se incluyen entidades de Bolivia y Paraguay, y Venezuela dado que no se ha podido obtener información adecuada de su mercado de valores.

5.2.3 Cálculo de múltiplos de cotización de entidades comparables

Los múltiplos de cotización elegidos para el ejercicio de valoración de empresas comparables son los siguientes:

- PER (Capitalización Neta/beneficio neto). - Indicador que es ampliamente seguido tanto por inversionistas como por analistas financieros, el cual relaciona dos indicadores importantes para valoración de empresas: Precio de la acción y utilidad por acción; lo que nos permite establecer una percepción sobre si la acción se encuentra sobrevalorada o infravalorada.
- Precio/Valor en libros. - Indicador que nos permite establecer una medida de cuanto el mercado está dispuesto a pagar por encima del valor contable de la acción.

Ambos múltiplos nos permiten establecer una relación clara de cuanto los inversionistas están dispuestos a pagar por una acción en el sector financiero, y el riesgo implícito que ello implica.

Para el cálculo de los múltiplos, se ha tomado información de los resultados de cada una de las empresas a partir de sus estados financieros auditados, presentados ante los organismos de control del sistema financiero de sus respectivos países, mientras que las cotizaciones han sido recabadas de las bolsas de valores de los respectivos países. Para fines del ejercicio todos los valores mostrados se encuentran convertidos a dólares.

Los datos del valor en libros para cada una de las empresas, el número de acciones en circulación, así como su cotización en el mercado y los resultados netos de cada una de ellas al cierre del año 2018 se presentan a continuación:

Tabla 5.2 – Datos de cotizaciones en US\$, capitalización, acciones en circulación y valor en libros de entidades financieras seleccionadas para cálculos de múltiplos. En millones de dólares y números.

Entidad Financiera	País	Cotización En Us\$	Utilidad (En Millones de US\$)	Numero de acciones en circulación	Valor en libros Patrimonio (En Millones de US\$)
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Perú	Perú	1,18	446	5.368.602.000	2.525
Banco Comercio Del Perú	Perú	1,77	1.024	8.770.365.000	5.162
Scotiabank	Perú	9,52	387	612.294.780	2.677
Interbank	Perú	1,27	314	3.452.022.000	1.603
Bancolombia	Colombia	9,37	837	961.827.000	7.280
Banco de Bogotá	Colombia	17,20	871	331.280.555	5.628
Davienda	Colombia	9,53	368	451.670.413	3.188
Banco de Occidente	Colombia	11,71	120	155.879.719	1.308
Banco de Chile	Chile	0,04	857	101.017.081.114	4.761
Banco Santander Chile	Chile	0,07	859	188.446.126.794	4.734
Banco Credito E Inversiones Chile	Chile	62,34	570	135.892.980	4.983
Corpbanca	Chile	0,01	255	512.406.760.091	5.112
Banco Macro	Argentina	4,35	417	661.141.000	1.455
Banco Santander Rio	Argentina	0,46	271	4.315.500.060	1.130
Banco Galicia	Argentina	2.718,83	306	668.549	1.166
Bbva Banco Frances	Argentina	3,64	255	612.659.638	1.023
Itau	Brasil	8,20	6.524	4.958.290.359	38.780

Fuente: Elaborada por los autores.

El resultado del cálculo de los indicadores con la información mostrada en la tabla 5.2 para el análisis de múltiplos de cotización de las empresas seleccionadas, se presenta a continuación:

Tabla 5.3 – Indicadores ROE, PER y P/VL de entidades financieras seleccionadas para cálculos de múltiplos. En porcentajes y número de veces.

Entidad Financiera	País	ROE	P/UPA	P/VL
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Perú	Perú	21%	14,2	2,51
Banco Comercio Del Perú	Perú	25%	15,1	3,00
Scotiabank	Perú	17%	15,1	2,18
Interbank	Perú	24%	13,9	2,73
Bancolombia	Colombia	13%	10,8	1,24
Banco de Bogotá	Colombia	18%	6,5	1,01
Davivienda	Colombia	13%	11,7	1,35
Banco de Occidente	Colombia	10%	15,3	1,40
Banco de Chile	Chile	22%	4,9	0,87
Banco Santander Chile	Chile	22%	16,2	2,94
Banco Credito E Inversiones Chile	Chile	13%	14,9	1,70
Corpbanca	Chile	5%	18,8	0,94
Banco Macro	Argentina	40%	6,9	1,98
Banco Santander Rio	Argentina	32%	7,3	1,75
Banco Galicia	Argentina	36%	5,9	1,56
Bbva Banco Frances	Argentina	33%	8,7	2,18
Itau	Brasil	20%	6,2	1,05
Promedio		21%	11,3	1,79

Fuente: Elaborada por los autores.

5.2.4 Aplicación de los múltiplos a los datos de la entidad financiera.

El promedio del múltiplo de Precio / UPA promedio para el grupo de empresas seleccionadas es de 11.31 veces, mientras que el promedio del múltiplo Precio/ Valor en

Libros es de 1.79 veces, mientras que el ROE promedio es de 21%. Los valores indicados, así como los mínimos y máximos obtenidos se presentan a continuación:

Tabla 5.4 – Valores máximos, mínimos y promedio de Indicadores ROE, PER y P/VL de entidades financieras seleccionadas para cálculos de múltiplos. En porcentajes y número de veces.

	ROE	P/UPA	P/VL
Valor Máximo	40%	18,78	3,00
Valor Promedio	21%	11,31	1,79
Valor Mínimo	5%	4,86	0,87

Fuente: Elaborada por los autores.

Debemos tomar en cuenta que los múltiplos de mercado estimados no reflejan una prima por control de la firma, la cual de acuerdo con estimaciones alcanza un promedio de 30% para América Latina (Dick & Zingales, 2002). Adicionalmente, es necesario considerar un ajuste por iliquidez que según (Koeplin & Shapiro, 2000) indica que en transacciones fuera de estados unidos se estima una prima de entre 19.64% y 34.86% sobre el indicador P/VL. Las primas aplicadas para cada uno de los múltiplos se presentan a continuación:

Tabla 5.5 – Primas aplicadas a múltiplos obtenidos de entidades financieras seleccionadas. En porcentajes.

Primas aplicadas a Múltiplos	PER	P/VL
Prima por Iliquidez		-0.35
Prima control	0.30	0.30

Fuente: Elaborada por los autores.

El resultado de la valoración del patrimonio utilizando los múltiplos ajustados PER y P/VL, aplicados para la entidad financiera al cierre del año 2018 se presenta a continuación:

Tabla 5.6 – Valor del patrimonio de la entidad financiera aplicando múltiplo calculado de entidades comparables. En miles de US\$ y número de veces.

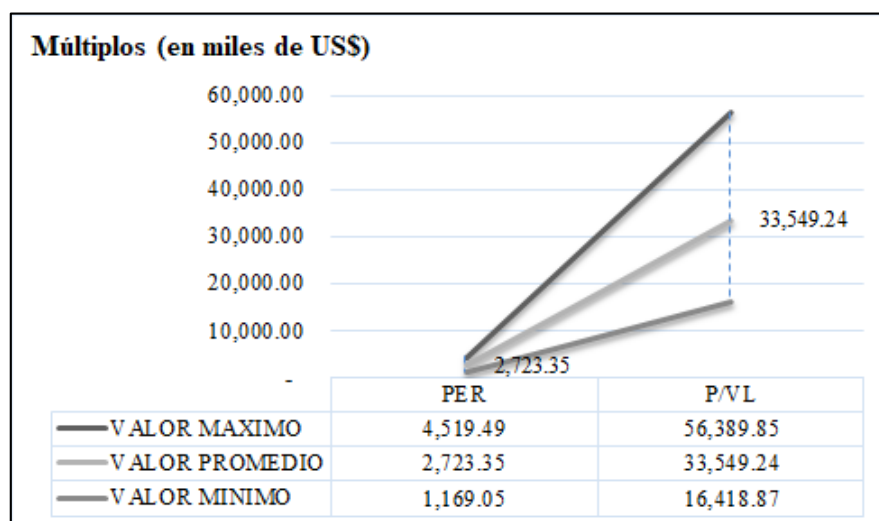
Indicadores	PER	P/VL
Múltiplo Ajustado	14.71	1.51
Cifras Entidad Financiera (en miles de US\$)	185.16	22,222.13
Valor Patrimonial estimado (en miles de US\$)	2,723.35	33,549.24

Fuente: Elaborada por los autores.

De los resultados obtenidos consideramos que el valor del patrimonio de la entidad financiera se encuentra entre US\$2.72 millones y US\$33.54 millones de dólares. Para el cálculo de la valoración por múltiplos utilizando el indicador PER, se ha utilizado el resultado neto de la entidad al cierre del año 2018. Para el cálculo de la valoración por múltiplos utilizando el indicador P/VL, se ha utilizado el valor del patrimonio al cierre del ejercicio 2018.

El cuadro mostrado a continuación presenta el resultado obtenido de la valoración del patrimonio, así como otros posibles valores utilizando los mínimos y máximos para cada uno de los múltiplos calculados.

Figura 5.1 – Rango de valor del patrimonio de la entidad financiera aplicando múltiplo calculado de entidades comparables. En miles de US\$.



Fuente: Elaborada por los autores.

5.3 Valoración del patrimonio de la entidad financiera por metodología de transacciones comparables.

5.3.1 Criterio de selección de transacciones comparables.

Para el ejercicio de valoración se han escogido un conjunto de transacciones de adquisiciones de entidades, cuyos criterios de selección se mencionan a continuación:

- Las negociaciones seleccionadas corresponden totalmente a entidades pertenecientes al sector financiero en diferentes países en América del sur y Centroamérica.
- Se seleccionaron transacciones que tuvieron lugar en no más de 5 años respecto al corte de valoración de la empresa objetivo.
- Los términos de las transacciones seleccionadas fueron publicados y de total conocimiento del mercado.
- En su mayoría, las transacciones seleccionadas corresponden a consolidación de participación por parte de las empresas adquirentes.

5.3.2 Selección de transacciones comparables.

Para el ejercicio de valoración, y conforme a los criterios mencionados en el apartado anterior, se han escogido un grupo de 10 transacciones de adquisición de entidades financiera, las mismas que se presentadas a continuación:

Tabla 5.7 – Transacciones comparables seleccionadas: Valor de Transacción, porcentaje adquirido y valor de patrimonio implícito. En Millones de US\$ y porcentajes.

Fecha	Empresa Adquirida	Pais	Empresa Adquiriente	Valor Transacción (En Millones de US\$)	%Adquirido Entidad	Valor Patrimonial Implícito (En Millones de US\$)
jun-18	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile	Chile	The Bank Of Nova Scotia	3.099	100%	3.099
jul-16	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Paraguay	Paraguay	Gnb Paraguay	270	100%	270
dic-19	Banco Compartir Sa	Colombia	Credicorp Holding Colombia Sas	104	75%	139
mar-19	Banco Cencosud	Perú	Scotiabank	101	51%	198
dic-19	Itau-Corpbanca	Colombia	Itau-Corpbanca Colombia	334	21%	1.604
may-19	Banco Panamá	Panamá	Banco Aliado	210	100%	210
mar-14	Banco Produbanco	Ecuador	Holding Proamerica Financial Corp.	130	56%	232
feb-13	Hsbc Panamá	Panamá	Bancolombia	2.100	100%	2.100
oct-19	Multibank Panamá	Panamá	Grupo Aval	728	100%	728
mar-14	Mibanco	Perú	Edyficar - Credicorp	180	61%	296

Fuente: Elaborado por los autores

5.3.3 Cálculo de múltiplos en negociaciones de transacciones comparables

Los múltiplos de cotización elegidos para el ejercicio de valoración de empresas comparables son los siguientes:

- PER (Capitalización Neta/beneficio neto). – El cual es calculado a partir del precio por acción pagado en la negociación y la utilidad por acción del último ejercicio económico anterior a la transacción, lo que nos permite establecer una percepción del valor esperado de la empresa adquirida.
- Precio/Valor en libros. - Indicador calculado utilizando el precio de la negociación, lo que nos permite establecer una medida de cuanto el mercado está dispuesto a pagar por encima del valor contable de la acción.

La utilización de ambos múltiplos establece una valoración sobre la base de los precios pagados en las transacciones de compra/venta de bancos comparables. Los datos necesarios para el cálculo de los indicadores mencionados para las empresas seleccionadas se presentan a continuación:

Tabla 5.8 – Transacciones comparables seleccionadas: Valor de Transacción, porcentaje adquirido, valor de patrimonio implícito, número de acciones y valor en libros. En Millones de US\$ y porcentajes.

Fecha	Empresa Adquirida	Valor Transacción (En Millones de US\$)	% Adquirido Entidad	Valor Patrimonial Implícito (En Millones de US\$)	Numero De Acciones	Valor en libros (En Millones de US\$)
jun-18	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile	3.099	100%	3.099	413.822.027	1.468
jul-16	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Paraguay	270	100%	270	450.000.000.000	190
dic-19	Banco Compartir Sa	104	75%	139	135.501.850	48
mar-19	Banco Cencosud	101	51%	198	196.610.000	63
dic-19	Itau-Corpbanca	334	21%	1.604	512.407.000.000	1.042
may-19	Banco Panamá	210	100%	210	1.011	146
mar-14	Banco Produbanco	130	56%	232	108.600.000	263
feb-13	Hsbc Panamá	2.100	100%	2.100	10.000.000	947
oct-19	Multibank Panamá	728	100%	728	16.862.753	523
mar-14	Mibanco	180	61%	296	481.338.000.000	234

Fuente: Elaborado por los autores

La información de los resultados de cada una de las empresas se ha obtenido de los estados financieros auditados, presentados ante los organismos de control del sistema financiero en cada uno de sus países, mientras que el valor de las negociaciones ha sido recabado de fuentes informativas financieras. Para fines del ejercicio todos los valores mostrados se encuentran convertidos a dólares.

El resultado del cálculo de los indicadores utilizados para el análisis de múltiplos de transacciones de las empresas seleccionadas se presenta a continuación:

Tabla 5.9 – Indicadores ROE, PER y P/VL de entidades financieras adquiridas. En porcentajes y número de veces.

Fecha	Empresa Adquirida	ROE	P/UPA	P/VL
jun-18	Banco Bilbao Vizcaya Argentina, Chile	13%	17,96	2,11
jul-16	Banco Bilbao Vizcaya Argentina, Paraguay	21%	8,14	1,42
dic-19	Banco Compartir Sa	8%	40,91	2,88
mar-19	Banco Cencosud	11%	30,96	3,13
dic-19	Itau-Corpbanca	4%	39,97	1,54
may-19	Banco Panamá	6%	25,00	1,44
mar-14	Banco Produbanco	12%	8,09	0,88
feb-13	Hsbc Panamá	7%	35,36	2,22
oct-19	Multibank Panamá	12%	12,80	1,39
mar-14	Mibanco	6%	23,53	1,26

Fuente: Elaborado por los autores

5.3.4 Aplicación de los múltiplos a los datos de la entidad financiera.

El múltiplo de Precio / UPA promedio para el grupo de empresas seleccionadas es de 24.27 veces y el de Precio/ Valor en Libros es de 1.83 veces, mientras que el ROE promedio es de 10%. Los valores indicados, así como los mínimos y máximos obtenidos se presentan a continuación:

Tabla 5.10 – Valores máximos, mínimos y promedio de Indicadores ROE, PER y P/VL de entidades financieras adquiridas. En porcentajes y número de veces.

	ROE	P/UPA	P/VL
Valor Máximo	21%	40,91	3,13
Valor Promedio	10%	24,27	1,83
Valor Mínimo	4%	8,09	0,88

Fuente: Elaborado por los autores

Debemos tomar en cuenta que las transacciones seleccionadas corresponden en su mayoría a adquisiciones de consolidación de participación, por tanto, los múltiplos incorporan prima por control. Adicionalmente, es necesario considerar un ajuste por iliquidez que según (Koeplin & Shapiro, 2000) indica que en transacciones fuera de estados unidos se estima una prima de entre 19.64% y 34.86% sobre el indicador P/VL.

Las primas aplicadas para cada uno de los múltiplos se presentan a continuación:

Tabla 5.11 – Primas aplicadas a múltiplos obtenidos de entidades financieras seleccionadas de transacciones comparables. En porcentajes.

Primas aplicadas a Múltiplos	PER	P/VL
Prima por Iliquidez		-0.35
Prima control	0.00	0.00

Fuente: Elaborado por los autores

El resultado de la valoración del patrimonio utilizando los múltiplos ajustados PER y P/VL de las transacciones comparables, aplicados para la entidad financiera con datos al cierre del año 2018 se presenta a continuación:

Tabla 5.12 – Valor del patrimonio de la entidad financiera aplicando múltiplo calculado de entidades adquiridas en transacciones comparables. En miles de US\$ y número de veces.

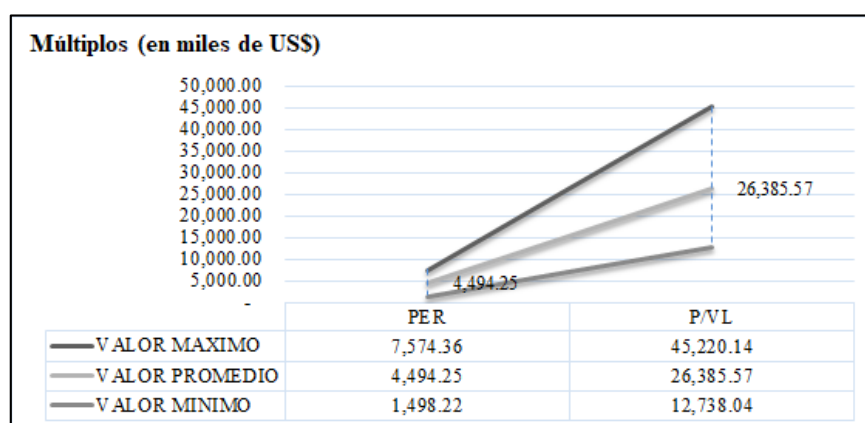
Indicadores	PER	P/VL
Multiplo Ajustado	24.27	1.19
Cifras Entidad Financiera (en miles de US\$)	185.16	22,222.13
Valor Patrimonial estimado (en miles de US\$)	4,494.25	26,385.57

Fuente: Elaborado por los autores

De los resultados obtenidos consideramos que el valor del patrimonio de la entidad financiera se encuentra entre US\$4.49 millones y US\$26.38 millones de dólares. Para el cálculo de la valoración por múltiplos utilizando el indicador PER, se ha utilizado el resultado neto de la entidad al cierre del año 2018. Para el cálculo de la valoración por múltiplos utilizando el indicador P/VL, se ha utilizado el valor del patrimonio al cierre del ejercicio 2018.

El cuadro mostrado a continuación presenta el resultado obtenido de la valoración del patrimonio, así como otros posibles valores utilizando los mínimos y máximos para cada uno de los múltiplos calculados.

Figura 5.2 – Rango de valor del patrimonio de la entidad financiera aplicando múltiplo calculado de entidades adquiridas en transacciones comparables. En miles de US\$.



Fuente: Elaborado por los autores

5.4 Valoración del patrimonio de la entidad financiera a partir de los múltiplos PER y P/VL calculado a través de sus fundamentales, y de la media de los resultados del sistema financiero ecuatoriano.

5.4.1 El modelo de dividendos descontados para estimar los ratio PER y P/VL por medio de sus fundamentales.

(Damodaran, 2002) sostiene que, en la valoración mediante flujos de efectivos descontado, podemos observar que el valor de una empresa se encuentra relacionada a su capacidad de generar flujos de efectivo, su expectativa de crecimiento y la incertidumbre en la generación de estos. Por tanto, los múltiplos de ganancias, riesgos o valor en libros de empresas con mayor crecimiento, menor riesgo y mayor potencial de flujo de efectivo serán mayores que las empresas con menor crecimiento, mayor riesgo y menor potencial de generación de flujo. Por tanto, se puede utilizar los modelos de flujo de caja descontado para la estimación del valor del patrimonio y usarlos para derivar múltiplos.

En este ejercicio utilizaremos un modelo de dos pasos para determinar los ratios PER y P/VL de la entidad financiera por medio de sus fundamentales, con el cual posteriormente estimaremos el valor del patrimonio de la entidad financiera.

5.4.2 Estimación del ratio PER para entidad financiera.

Para el cálculo del ratio PER mediante sus fundamentales se tomaron como referencia los datos de los bancos nacionales que cotizan en bolsa de valores:

Tabla 5.13 – Entidades Financieras mercado ecuatoriano: Cotización de precio de las acciones, número de acciones en circulación, Utilidad Neta, e indicador de Payout a diciembre 2018. En millones de dólares, números y porcentajes.

Entidad Financiera	Precio por acción en US\$	Numero de acciones en circulación	Utilidad (En Millones de US\$)	Payout
Banco Bolivariano	0.9	252,000,000	40.31	31.25%
Banco Guayaquil	0.9	391,905,000	60.37	45.44%
Banco Pichincha	96.0	7,256,539	119.75	25.03%
Banco Produbanco	0.8	303,850,000	59.52	25.53%
Promedio Sistema Financiero Ecuatoriano				32%

Fuente: Superintendencia de bancos (Superintendencia de Bancos del Ecuador, 2020), Bolsa de Valores de Guayaquil (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2020). Elaborado por los autores.

Con los datos de la tasa promedio de payout, y los datos proyectados del ROC (return on capital) de la entidad financiera, conforme consta en la tabla 4.20, procedemos a estimar la tasa de crecimiento para ambos periodos de acuerdo considerando la siguiente fórmula para firmas con periodos de alto crecimiento (Damodaran, 2002): $g = (ROC_{current})(Reinvestment Rate_{current}) + \left(1 + \frac{ROC_{in\ 5\ years} - ROC_{current}}{ROC_{current}}\right)^{\frac{1}{5}} - 1$

Tabla 5.14 – Tasa de crecimiento calculada, para los periodos 1 y 2 de la entidad financiera en base a sus datos de ROC proyectado. En porcentajes.

Periodos	E1	E2
N	5	after 5 years
Payout	32%	32%
Crecimiento (g en función ROC)	100.52%	6.57%

Fuente: Elaborado por los autores

Adicionalmente requerimos estimar el costo de patrimonio, para lo cual procedemos a realizar el cálculo utilizando los datos y supuestos presentados a continuación:

Tabla 5.15 – Costo de capital exigido para la entidad financiera. En porcentajes.

Datos	Valor	Fuente:
Tasa Libre De Riesgo (T-Bonds 10 Years)	1.88%	Treasury Yields. (s. f). Recuperado de https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us
PRM	4.66%	Promedio historico geometrico (1928-2018) de los excesos de retornos del mercado accionario sobre los T-Bonds (www.damodaran.com)
EMBI	8.25%	Riesgo pais promedio (2013-2018) del estado ecuatoriano (www.bce.fin.ec.com)
Beta apalancado resultante	1.36	Betas promedio por sector (www.damodaran.com) ajustado con el ratio D/P de la entidad financiera y la tasa de impuestos locales
CAPM	16.49%	$K_p = R_f + \beta * PRM_{US} + Spread$

Fuente: Bloomberg.com (Bloomberg, 2019), Damodaran (Damodaran, 2019), Banco Central del Ecuador (Banco Central del Ecuador, 2019). Elaborado por los autores

A continuación, procedemos a estimar el PER, utilizando el modelo de dividendos descontados para el patrimonio de dos pasos descrito en la ecuación 10, cuyo resultado se presenta a continuación:

Tabla 5.16 – PER calculado de la entidad financiera por medio de fundamentales. En porcentajes y número de veces.

Periodos	E1	E2
N	5	after 5 years
Payout	32%	32%
Crecimiento (g en función ROC)	100.52%	6.57%
Kp	15.96%	15.96%
PER por fundamentales		13.27

Fuente: Elaborado por los autores

Basado en el PER estimado por fundamentales, podemos esperar que la entidad financiera sea negociada 13.27 veces la utilidad, el cual una vez ajustado y multiplicado por la utilidad al cierre del año 2018 obtenemos que el valor del patrimonio estimado sea de US\$3.195 millones de dólares.

Tabla 5.17 – Valor del patrimonio de la entidad financiera aplicando el cálculo de PER ajustado. En miles de US\$, porcentajes y número de veces.

PER fundamental	13.27
Primas de control	0.30
Multiplo PER ajustado	17.26
Utilidad cierre del año 2018 (en miles de US\$)	185
Valor del Patrimonio (en miles de US\$)	3,195.15

Fuente: Elaborado por los autores

5.4.3 Estimación del ratio P/VL para entidad financiera.

Para el cálculo del ratio P/VL mediante sus fundamentales se tomaron como referencia los datos de los bancos nacionales que constan en la tabla 5.13: Cotización de precio de las acciones, número de acciones en circulación, utilidad neta, e indicador de Payout a diciembre 2018. En millones de dólares, números y porcentajes.

Con los datos de la tasa promedio de payout, y los datos proyectados del ROC (return on capital) de la entidad financiera, conforme consta en la tabla 4.20, procedemos a estimar la tasa de crecimiento para ambos periodos de acuerdo considerando la siguiente fórmula para firmas con periodos de alto crecimiento (Damodaran, 2002): $g = (ROC_{current})(Reinvestment Rate_{current}) + \left(1 + \frac{ROC_{in\ 5\ years} - ROC_{current}}{ROC_{current}}\right)^{\frac{1}{5}} - 1$

Tabla 5.18 – Tasa de crecimiento calculada, para los periodos 1 y 2 de la entidad financiera en base a sus datos de ROC proyectado. En porcentajes.

Periodos	E1	E2
N	5	after 5 years
Payout	32%	32%
Crecimiento (g en función ROC)	100.52%	6.57%

Fuente: Elaborado por los autores

A continuación, procedemos a estimar el P/VL, utilizando el modelo de dividendos descontados para el patrimonio de dos pasos descrito en la ecuación 20, cuyo resultado se presenta a continuación:

Tabla 5.19 – P/VL calculado de la entidad financiera por medio de fundamentales. En porcentajes y número de veces.

Periodos	E1	E2
ROE	0.83%	8.37%
N	5	after 5 years
Payout	32%	32%
Crecimiento (g)	100.52%	6.57%
Kp	15.96%	15.96%
P/VL por Fundamentales		0.29

Fuente: Elaborado por los autores

Basado en el PVL estimado por fundamentales, podemos esperar que la entidad financiera sea negociada 0.49 veces el valor de su patrimonio, el cual una vez ajustado y multiplicado por su patrimonio al cierre del año 2018, obtenemos que el valor del patrimonio estimado sea de US\$14.08 millones de dólares.

Tabla 5.20 – Valor del patrimonio de la entidad financiera aplicando el cálculo de PVL ajustado. En miles de US\$, porcentajes y número de veces.

PVL fundamental	0.29
Primas de control	0.30
Multiplo PVL Ajustado	0.38
Patrimonio al cierre del año 2018 (en miles de US\$)	22,222
Valor del Patrimonio (en miles de US\$)	8,349.30

Fuente: Elaborado por los autores

5.4.4 Valoración del patrimonio de la entidad financiera utilizando los múltiplo PER y P/VL de la media del sistema financiero ecuatoriano.

Para el ejercicio de valoración, y conforme a los criterios mencionados en el apartado anterior, se han tomado datos de las entidades financieras ecuatorianas que cotizan en bolsa de valores mencionadas en la tabla 5.13 para el cálculo del múltiplo. El resultado del cálculo de los múltiplos de cotización de las empresas seleccionadas se presenta a continuación:

Tabla 5.21 – Entidades Financieras mercado ecuatoriano: Indicadores calculados ROE, UPA, PER, PVL. En número de veces y porcentajes.

Entidad Financiera	ROE	UPA	P/UPA	P/VL
Banco Bolivariano	15.05%	0.16	5.7	0.7
Banco Guayaquil	14.01%	0.15	5.6	0.7
Banco Pichincha	11.46%	16.50	5.8	0.6
Banco Produbanco	16.51%	0.20	4.1	0.6
Promedio Sistema Financiero Ec	14.26%	4.25	5.3	0.65

Fuente: Elaborada por los autores.

Los múltiplo PER y P/VL promedio para el grupo de empresas seleccionadas es de 5.3 veces y 0.65 veces respectivamente, mientras que el ROE promedio es de 14.26%. El resultado de la valoración del patrimonio utilizando los múltiplos ajustados, aplicados para la entidad financiera al cierre del año 2018 se presenta a continuación:

Tabla 5.22 – Valor del patrimonio de la entidad financiera aplicando el PER y P/VL promedio calculado de las entidades financieras ecuatorianas. En miles de US\$, porcentajes y número de veces.

PER Promedio Sector	5.29	P/VL Promedio Sector	0.65
Prima de control	0.30	Prima de control	0.30
Multiplo PER Ajustado	6.88	Multiplo P/VL Ajustado	0.85
Utilidad cierre del año 2018 (en miles de US\$)	185	Patrimonio al cierre del año 2018 (en miles de US\$)	22,222
Valor del Patrimonio (en miles de US\$)	1,274.11	Valor del Patrimonio (en miles de US\$)	18,832.33

Fuente: Elaborada por los autores.

Los resultados obtenidos mediante múltiplos utilizando los datos del sistema financiero ecuatoriano, indican que el valor del patrimonio de la entidad financiera se encuentra entre US\$1.27 millones y US\$18.83 millones calculados.

5.5 Valoración del patrimonio de la entidad financiera por flujo de caja libre al capital.

5.5.1 Determinación del flujo de caja libre al capital.

Para la determinación del flujo de caja descontado, hemos seguimos el concepto establecido por (Damodaran, 2020) según el cual, el FCFE de un banco se estima como: $FCFE_{BANK} = \text{Resultado Neto} - \text{Incremento En Capital Regulatorio Sobre Valor En Libros}$.

El incremento en capital regulatorio sobre valor en libros se calcula en función del porcentaje sobre el tamaño de activos, esto con el fin de aproximar el requerimiento de patrimonio técnico sobre activos ponderados por riesgos, que de acuerdo con la normativa ecuatoriana establece que el mínimo no debe ser inferior al 9% (Superintendencia de Bancos del Ecuador, 2001). Para fines de este ejercicio, y como libertad de los autores hemos establecido el minino del capital total sobre el total de activos en 10%, en primer lugar, que como lo establece el código orgánico financiero (Asamblea Nacional de la República del Ecuador, 2014), si un banco tiene un patrimonio financiero menor al

establecido es causal de liquidación forzosa, por tanto existe una especial supervisión por la Superintendencia de Bancos cuando una entidad financiera se acerca a este valor. Por otra parte, se establece este valor dado que el indicador del patrimonio técnico constituido, según la norma establecen ciertas particularidades en su cálculo con información que no puede ser obtenida de forma pública.

Tabla 5.23 – Reinversión capital regulatorio mínimo de la entidad financiera de acuerdo con la proyección del tamaño de activos (2019-2023). En miles de US\$.

	dic 18	dic 19	dic 20	dic 21	dic 22	dic 23
Activos	202,984	232,237	258,538	286,829	315,831	346,445
Mínimo Recomendado (10%)	20,298	23,224	25,854	28,683	31,583	34,644
Reinversión Capital Regulatorio Mínimo		-2,925	-2,630	-2,829	-2,900	-3,061

Fuente: Elaborada por los autores.

El FCFE para la entidad financiera se presenta a continuación, cuyos datos se han obtenido del resultado neto calculado en la sección 4.3.3 de la proyección de estado de resultados.

Tabla 5.24 – Flujo de caja libre al capital de la entidad financiera (2019-2023) En miles de US\$.

	dic 18	dic 19	dic 20	dic 21	dic 22	dic 23
Margen Neto de Intereses	8,631	11,004	13,311	15,099	16,980	18,942
Neto margen comisiones y servicios	2,534	1,134	1,268	1,421	1,592	1,787
Neto resultados financieros	2,110	2,214	2,287	2,355	2,427	2,502
Gasto de Operación e impuestos	-10,394	-12,008	-13,888	-15,473	-17,282	-19,056
Neto otros Ingresos y gastos	744	300	300	300	300	300
Flujo de caja Operativo	3,626	2,644	3,278	3,701	4,017	4,474
Reinversión Capital Regulatorio Mínimo		-2,925	-2,630	-2,829	-2,900	-3,061
FCFE	3,626	-281	648	872	1,117	1,413

Fuente: Elaborada por los autores.

5.5.2 Cálculo del valor terminal.

El cálculo del valor terminal se realiza en base a las dos metodologías siguientes:

- Perpetuidad de la utilidad neta. – A este respecto, (Gordon, 1962) y (Sapag, 2006) proponen estimar un flujo perpetuo futuro y estimar su valor actual, por tanto, se asume que la utilidad neta del último año crecerá a

perpetuidad a una tasa nominal del 6.57%, utilizando un ROE estimado de largo plazo de 8.37% consistente con el nivel alcanzado al final de la proyección y un Payout del 32%,

- En base a múltiplo como método para el cálculo del valor residual: En este sentido (Hamard Almeida & Rojo Ramirez, 2003) señala como alternativa el uso de múltiplos de cotización como valor terminal de la empresa, el cual es utilizado por muchos profesionales en valoración (Bancel & Mitoo, 2014). Para el ejercicio de valoración aplicamos un múltiplo de 17.26x a la utilidad neta del último año de proyección, acorde al valor estimado en la sección 5.4.2 Estimación PER para entidad financiera.

Para el cálculo del valor terminal, descontamos a la tasa del costo de capital calculado en la sección 5.4.2 de la estimación PER para entidad financiera.

5.5.3 Cálculo del valor del patrimonio de la entidad financiera utilizando FCFE.

El valor del patrimonio de la entidad financiera, utilizando el valor terminal como perpetuidad de la utilidad neta se estima en US\$9.7 millones de dólares:

Tabla 5.25 – Valor del patrimonio de la entidad financiera, aplicando la metodología de Flujo de Caja descontado a sus cifras financieras proyectadas, con el valor terminal calculado como perpetuidad de la utilidad neta. En miles de US\$ y porcentajes.

Cifras en miles de US\$	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
Flujo a los accionistas	-281	648	872	1,117	1,413
Valor Terminal					16,033
Flujo Accionistas mas Valor Terminal	-281	648	872	1,117	17,446
CAPM	15.96%				
Crecimiento	6.57%				
Valor del Patrimonio	\$9,735.37				

Fuente: Elaborada por los autores.

Por otra parte, utilizando el valor terminal como múltiplo del PER, el valor del patrimonio de la entidad financiera se estima en US\$25.687 millones de dólares.

Tabla 5.26 – Valor del patrimonio de la entidad financiera, aplicando la metodología de Flujo de Caja descontado a sus cifras proyectadas de la entidad financiera, con el valor terminal calculado como múltiplo de la utilidad. En miles de US\$ y porcentajes.

Cifras en miles de US\$	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
Flujo a los accionistas	-281	648	872	1,117	1,413
Valor Terminal					49,487
Flujo Accionistas mas Valor Terminal	-281	648	872	1,117	50,900
CAPM	15.96%				
PER	17.26				
Valor del Patrimonio	\$25,687.69				

Fuente: Elaborada por los autores.

5.6 Determinación del valor del patrimonio de la entidad financiera utilizando los resultados obtenidos con las metodologías de múltiplos de cotización, múltiplos de transacción y flujo de caja descontado.

Los promedios de los rangos inferiores y de los rangos superiores obtenidos en las tres metodologías, nos llevan a obtener un rango de valor para el patrimonio para la entidad financiera de entre US\$4.284 a US\$22.5 millones de dólares.

Tabla 5.27 – Rango resultante de valoración para el patrimonio de la entidad financiera. En miles de US\$ y porcentajes.

METODOLOGÍA	INDICADOR1	VALOR MINIMO	INDICADOR2	VALOR MAXIMO
TRANSACCIONES COMPARABLES	PER	4,494.25	P/VL	26,385.57
MÚLTIPLOS COTIZACIÓN	PER	2,723.35	P/VL	33,549.24
FLUJO DE CAJA DESCONTADO	FCD - Valor Terminal perpetuidad	9,735.37	FCD - Valor Terminal PER	25,687.69
MÚLTIPLOS COTIZACIÓN ECUADOR	PER	1,274.11	P/VL	18,832.33
FUNDAMENTALES	Multiplo PER por fundamentales	3,195.15	Multiplo P/VL por fundamentales	8,349.30
TOTAL PROMEDIO	VALOR MINIMO	4,284.44	VALOR MAXIMO	22,560.83

Fuente: Elaborada por los autores.

6. CONCLUSIONES

La valoración financiera tiene múltiples propósitos dependiendo tanto de para quién está dirigido como para que se lo está haciendo, aunque en el fondo su objetivo fundamental es establecer un valor de aquello que se está evaluando. Hay una gran cantidad de negociaciones en el mercado donde se hace necesario estimar el valor patrimonial de una entidad como en el caso de otorgamiento de líneas de financiamiento, fusiones, adquisición de participación accionarial, análisis de inversiones, entre otras.

Como primer paso, se requiere realizar un análisis de la entidad objetivo, que contempla información del sector al que pertenece, actividad que desarrolla, estructura de la propiedad, alianzas estratégicas, políticas financieras y otros lineamientos para el desarrollo del negocio.

Existen diversas metodologías de valoración, como el método de flujo de caja descontados, que, de acuerdo con diversos autores, percibe a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y por ello, la valora en la medida que sea capaz de generar dichos flujos para sus propietarios. Como complemento, existen otras metodologías muy utilizadas por analistas, que consiste en valorar una empresa con objeto de determinar su valor por analogía con el valor de mercado de otras compañías comparables.

La entidad financiera objeto del análisis, cuenta con una amplia trayectoria en el sector financiero, ofreciendo soluciones financieras a sus clientes. Su experiencia en el mercado, como sus planes de innovación brindan un enorme potencial de crecimiento, lo que conllevará a generar importantes beneficios para sus accionistas.

El sector financiero al que pertenece la entidad muestra un crecimiento sostenido, que se encuentra apalancado en la innovación, desarrollo de nuevas tecnologías, y la suscripción de alianzas estratégicas, que le ha permitido minimizar oscilaciones macroeconómicas del mercado ecuatoriano, sembrando confianza y tranquilidad a sus depositantes para así aportar en el desarrollo de la actividad económica nacional.

Como resultado de la metodología de múltiplos de cotización, se ha determinado que el valor del patrimonio de la entidad financiera se encuentra entre US\$2.7 millones de dólares y US\$33.5 millones de dólares.

Por otra parte, la aplicación de la metodología de múltiplos de transacciones comparables nos da como resultado que el valor del patrimonio de la entidad financiera se encuentra entre US\$4.49 millones de dólares y US\$26.38 millones de dólares

Adicionalmente, se ha calculado los ratios PER y P/VL de la entidad financiera mediante sus fundamentales, que aplicados a los resultados proyectados de la entidad, se obtiene una valoración del patrimonio entre US\$3.19 millones de dólares y US\$8.349 millones de dólares.

En la misma línea, utilizando múltiplos de cotización de los bancos privados que cotizan en la bolsa de valores ecuatoriana, que aplicados a los resultados proyectados de la entidad, se obtiene una valoración del patrimonio entre US\$1.274 millones de dólares y US\$18.8 millones de dólares.

El resultado de la aplicación de la metodología de flujos de caja descontados, utilizando por una parte valor terminal en función de flujos a perpetuidad, y por otra el valor terminal en función del PER de la entidad financiera, presenta que el valor del patrimonio se encuentra entre US\$9.7 millones de dólares y US\$25.68 millones de dólares.

El resultado de la aplicación de los métodos de valoración anteriormente descritos, nos llevan a determinar un rango de valores para el patrimonio de la entidad financiera, de entre US\$4.28 millones de dólares y US\$22,56 millones de dólares.

Finalmente consideramos que las metodologías de múltiplos de cotización y de transacciones a pesar de ser más simples, rápidos y prácticos deben servir de referencia en el proceso de valoración del patrimonio, dado que se utilizan datos de entidades consideradas comparables, sin embargo en la práctica y especialmente cuando se evalúa una empresa pequeña que no cotiza en bolsa de valores, las comparaciones se realizan con pares de tamaños y rentabilidades mucho mayores, que además están en mercados con mayor desarrollo bursátil y que no cuentan con las regulaciones excesivas que prevalecen en el sistema financiero ecuatoriano. Por esta razón, y dado que el método de flujo de caja descontado se basa en proyecciones cuidadosas para cada una de las variables vinculadas a la generación de flujo, nos inclinamos a pensar que sus resultados estiman de mejor manera el valor del patrimonio.

REFERENCIAS

- AECA. (2005). Valoración de Pymes. Comisión de Valoración y Financiación de Empresas. Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.
- Alonso, J., 2010. La prima por iliquidez: Estudio y aplicación en la valoración de empresas no cotizadas.. Almería: Universidad de Almería.
- Álvarez, J. & Herrera, P., 2012. Equity discount premium between public and private companies in the Eurozone. *Análisis Financiero*, Issue 120, pp. 33-47.
- AmericaEconomía. (2 de Mayo de 2020). Bancolombia compra HSBC Panamá por US\$2.100M. Obtenido de <https://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/fusiones-adquisiciones/bancolombia-compra-hsbc-panama-por-us2100m>
- Asamblea Nacional de la República del Ecuador. (12 de Septiembre de 2014). Código Orgánico y Financiero, Título II.- Sistema Financiero Nacional, Capítulo 2.- Integración del Sistema Financiero Nacional, Sección 4.- De la solvencia y prudencia financiera. Registro Oficial No. 332. Quito, Ecuador.
- Asociación de Bancos del Ecuador. (21 de Enero de 2019). Boletín Macroeconómico - Enero 2019. Guayaquil, Ecuador.
- Badenes, C., & Santos, J. M. (1999). Introducción a la valoración de empresas por el método del múltiplo de empresas comparables. Barcelona: IESE Business School - Universidad de Navarra.
- Bancel, F., & Mitoo, U. R. (2014). The Gap between the Theory and Practice of Corporate Valuation: Survey of European Experts. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Paraguay. (29 de Abril de 2020). Estado de Situación Patrimonial al 31 de diciembre de 2019. Asunción, Paraguay.
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile. (25 de Enero de 2018). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2017 y 2016. Santiago de Chile, Chile.
- Banco Central del Ecuador. (2012). Resolución 028-2012. Quito. Obtenido de www.bce.fin.ec
- Banco Central del Ecuador. (29 de Diciembre de 2019). Información Estadística Mensual. Obtenido de www.bce.fin.ec
- Banco Central del Ecuador. (Noviembre 2019). Estadísticas Macroeconómicas. Quito.

Banco Crédito de Perú. (29 de Marzo de 2019). Reporte Anual 2018. Lima, Perú. Obtenido de www.viabcp.com

Banco Davivienda S.A. (15 de Marzo de 2019). Informe de la Junta Directiva y el Presidente a la Asamblea General de Accionistas. Bogotá, Colombia.

Banco de Bogotá. (2020). Nuestros Resultados Financieros. Bogotá, Colombia.

Banco de Chile. (2020). Estados Financieros Consolidados 2019 y 2018 Banco Chile. Santiago de Chile, Chile.

Banco de Créditos e Inversiones. (2020). Estados financieros consolidados por los ejercicios terminados al 31 de diciembre de 2019 y 2018 e informe del auditor independiente. Santiago de Chile, Chile.

Banco de Galicia y Buenos Aires. (7 de Marzo de 2019). Memoria y Estados Financieros Consolidados. Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.

Banco de Occidente S.A. (2019). Estados Financieros Separados 31 Diciembre 2018. Colombia.

BANCO INTERNACIONAL DEL PERÚ S.A.A. – INTERBANK. (26 de Febrero de 2019). Memoria Anual 2018. Lima, Perú.

Banco Macro S.A. (2019). Estados financieros al 31 de diciembre de 2018. Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.

Banco Mundial. (14 de Febrero de 2019). Ecuador: panorama general. Obtenido de <https://www.bancomundial.org/es/country/ecuador/overview>

Banco Panamá. (23 de Febrero de 2019). Estados financieros consolidados y anexos del Banco de Panamá. Panamá, Panamá.

Banco Santander Chile. (2020). Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2019. Santiago de Chile, Chile.

Banco Santander Río. (11 de Marzo de 2019). Estados financieros consolidados al 31 de Diciembre de 2018. Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.

Bancompartir S.A. (19 de Febrero de 2020). Informe de Gestión Año 2019. Bogotá, Colombia.

BBVA Continental. (27 de Marzo de 2019). Memoria Anual 2018 BBVA Continental. Lima, Perú. Obtenido de www.bbvacontinental.pe

BBVA Francés. (8 de Marzo de 2019). Informe Anual 2018. Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.

- Bloomberg. (29 de Diciembre de 2019). Obtenido de <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us>
- Bolsa de Valores de Guayaquil. (9 de Mayo de 2020). Obtenido de <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/>
- Bolsa de Valores de Perú. (2 de Mayo de 2020). BANCO BBVA PERU. Obtenido de Histórico de Cotizaciones: https://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones11600_QkJWQUMx.html
- Bolsa de Valores de Perú. (2 de Mayo de 2020). BANCO DE CREDITO DEL PERU. Obtenido de Histórico de Cotizaciones: https://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones12000_Q1JFREIUQzE.html
- Bolsa de Valores de Perú. (2 de Mayo de 2020). BANCO INTERNACIONAL DEL PERU S.A.A. - INTERBANK. Obtenido de Histórico de Cotizaciones: https://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones14800_SU5URVJCQzE.html
- Bolsa de Valores Perú. (2 de Mayo de 2020). SCOTIABANK PERU S.A.A. Obtenido de Histórico de Cotizaciones: https://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones14000_U0NPVEIBQzE.html
- Campos Peláez, S., Castro Cardona, M., Cuy Prat, M., & Ferrer Alcover, G. (Junio de 2005). CAPM en mercados emergentes.
- Cencosud S.A. (29 de Marzo de 2019). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre 2018. Santiago de Chile, Chile.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2019). Balance Preliminar de las Economías de America Latina y el Caribe. Santiago.
- Damodaran, A. (09 de Mayo de 2020). Valuing Financial Service Companies. Obtenido de people.stern.nyu.edu
- Damodaran, A. (2002). Investment Valuation. New York: Wiley Finance.
- Damodaran, A. (29 de Diciembre de 2019). Damodaran Online. Obtenido de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A., s.f. <http://people.stern.nyu.edu/>. [En línea] Available at: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/illiquidity.pdf> [Último acceso: 07 Septiembre 2020].
- Diario el Comercio. (1 de Mayo de 2020). Grupo Promerica concretó la compra del 56% de Produbanco. Obtenido de <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/grupo-promerica-concreto-compra-del.html>

- Dick, A., & Zingales, L. (Enero de 2002). Private benefits of control: an international comparison. Cambridge, United States: Nber Working Paper Series.
- Escuela Superior Politécnica del Litoral. (2019). Manual de Elaboración de Tesis.
- Fernández, P. (2004). Valoración de empresas. Gestión 2000.
- Fernández, P. (2008). Métodos de Valoración de Empresas. Barcelona: IESE Business School, Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2008). Métodos de valoración de empresas. Madrid, España: IESE Business School - Universidad de Navarra.
- Fondo Monetario Internacional. (2019). Perspectivas y políticas Mundiales. Washington, D.C.
- fundssociety.com. (11 de Febrero de 2014). Credicorp, a través de Edyficar, compra el 60,68% de Mibanco por 179,4 millones. Obtenido de <https://www.fundssociety.com/es/noticias/negocio/credicorp-a-traves-de-edyficar-compra-el-6068-de-mibanco-por-1794-millones>
- Gordon, M. (1962). The investment, financing, and valuation of the corporation. Homewood: Greenwood Press.
- Grupo Bancolombia. (12 de Febrero de 2020). Resumen Ejecutivo 2019. Medellín, Colombia.
- Hammard Almeida, A., & Rojo Ramirez, A. (2003). Valoración de empresas mediante el modelo de beneficio residual: estado de la cuestión. En A. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (Ed.), Simposio sobre Valoración y Analisis de Pymes , (págs. 1-21). Almería.
- Hitchner, J. R., 2003. Financial Valuation Applications and Models. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc..
- Hood, E. T., Mylan, J. J. & O'Sullivan, T. P., 1997. Valuation of Closely Held Business. UMKC Law Review, Volumen 65, pp. 399-482.
- HSBC Bank Panamá. (25 de Marzo de 2013). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2020. Panamá.
- IMF. (2019). Perspectivas y políticas Mundiales. Washington, D.C.
- Investing.com. (17 de Mayo de 2020). Histórico de la cotización de Banco de Credito e Inversiones (BCI). Obtenido de [https://es.investing.com/equities/bci-\(sn\)-historical-data](https://es.investing.com/equities/bci-(sn)-historical-data)
- Investing.com. (17 de Mayo de 2020). Histórico de la cotización de Itau CorpBanca (ITAUCORP). Obtenido de [https://es.investing.com/equities/corpbanca-\(sn\)-historical-data](https://es.investing.com/equities/corpbanca-(sn)-historical-data)

Investing.com. (2 de Mayo de 2020). Histórico de la cotización de Banco Davivienda Pf (DVI_p). Obtenido de <https://es.investing.com/equities/pfdavvnda-historical-data>

Investing.com. (2 de Mayo de 2020). Histórico de la cotización de Banco De Bogota (BBO). Obtenido de <https://es.investing.com/equities/bogota-historical-data>

Investing.com. (2 de Mayo de 2020). Histórico de la cotización de Banco De Chile (BCH). Obtenido de <https://es.investing.com/equities/banco-del-chile-historical-data>

Investing.com. (2 de Mayo de 2020). Histórico de la cotización de Banco de Occidente SA (BOC). Obtenido de <https://es.investing.com/equities/banco-de-occidente-sa-historical-data>

Investing.com. (2 de Mayo de 2020). Histórico de la cotización de Banco Macro (BMA). Obtenido de <https://es.investing.com/equities/macro-historical-data>

Investing.com. (2 de Mayo de 2020). Histórico de la cotización de Banco Santander Rio (BRIO). Obtenido de <https://es.investing.com/equities/b-santander-ri-historical-data>

Investing.com. (2 de Mayo de 2020). Histórico de la cotización de BBVA Banco Frances (BBAR). Obtenido de <https://es.investing.com/equities/frances-historical-data>

Investing.com. (2 de Mayo de 2020). Histórico de la cotización de Bcolombia (BIC). Obtenido de <https://es.investing.com/equities/bcolombia-historical-data>

Investing.com. (2 de Mayo de 2020). Histórico de la cotización de GP Fin Galicia (GGAL). Obtenido de <https://es.investing.com/equities/gp-fin-galicia-historical-data>

Itaú Corpbanca. (27 de Febrero de 2020). Estados Financieros Consolidados. Santiago de Chile, Chile.

Koeplin, J. & Shapiro, A. C., 2000. The Private Company Discount. *Journal of Applied Corporate Finance*, Issue 12, pp. 94-101.

La estrella de Panamá. (1 de Mayo de 2020). Banco Aliado compra de Banco Panamá por \$210 millones. Obtenido de <https://www.laestrella.com.pa/economia/190531/banco-banco-aliado-compra-panama>

La nación Paraguay. (8 de Agosto de 2019). Banco GNB anunció la adquisición del BBVA Paraguay. Obtenido de https://www.lanacion.com.py/negocios_edicion_impresa/2019/08/08/banco-gnb-anuncio-la-adquisicion-del-bbva-paraguay/

Latercera.com. (1 de Mayo de 2020). Itaú completa adquisición de las acciones de Banco Helm en Colombia. Obtenido de <https://www.latercera.com/pulso/noticia/itau-completa-adquisicion-las-acciones-banco-helm-colombia/925357/>

López Dumrauf, G. (2001). Valuación de empresas en mercados emergentes. Universidad del Cema.

Mibanco, Banco de la Microempresa S.A. (17 de Febrero de 2015). Estados financieros al 31 de diciembre de 2014 y de 2013 . Lima, Perú.

Ministerio de Economía y Finanzas Ecuador. (2019). Programación presupuestaria cuatrianual 2019-2022. Quito.

MULTIBANK, INC. Y SUBSIDIARIAS. (14 de Febrero de 2019). Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2018. Panamá, Panamá.

OCDE. (2019). Perspectivas económicas de América Latina 2019: Desarrollo en transición. París: OECD Publishing.

Perú Retail. (01 de Marzo de 2019). Banco Cencosud concreta transferencia del 51% de sus acciones a Scotiabank. Obtenido de <https://www.peru-retail.com/peru-banco-cencosud-concreta-transferencia-del-51-de-sus-acciones-a-sciotiabank/>

Portafolio. (2 de Mayo de 2020). Grupo Aval acuerda compra de banco en Panamá. Obtenido de <https://www.portafolio.co/negocios/empresas/grupo-aval-acuerda-compra-de-banco-en-panama-535167>

Redondo Porrúa, R. & Rojo Ramírez, A. A., 2017. Valoración mediante múltiplos: errores más comunes. Revista Española de Capital Riesgo, Issue 3, pp. 05-22.

Rojo Ramírez, A. A., 2009. Importancia de la valoración de la empresa familiar: los problemas de iliquidez. Revista de Estudios Empresariales. Segunda época., Issue 2, pp. 38 - 61.

Rojo Ramirez, A., Mariño-Garrido, T., & Recondo Porrúa, R. (2008). Valoración por múltiplos Documento No.15. Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.

Sapag, N. (2006). Proyectos de inversión, formulación, evaluación. México: Prentice-Hall.

Schreiner, A. (2007). Equity Valuation Using Multiples. An Empirical Investigation. University of St. Gallen.

Scotia Corredora de Bolsa Chile S.A. (6 de Junio de 2018). Oferta pública de adquisición de acciones y control de banco bilbao vizcaya argentaria, Chile. Santiago de Chile, Chile.

ScotiaBank. (25 de Febrero de 2019). Memoria Anual 2018. Lima.

Superintendencia de Bancos del Ecuador. (1 de Mayo de 2020). Boletín Mensual de Bancos Privados año 2013. Obtenido de www.superbancos.gob.ec

Superintendencia de Bancos del Ecuador. (17 de Mayo de 2020). Obtenido de www.superbancos.gob.ec

Superintendencia de Bancos del Ecuador. (2001). Libro I.- Normas generales para las instituciones del sistema financiero. Título V.- Del patrimonio técnico. Quito. Obtenido de www.superbancos.gob.ec

Superintendencia de Bancos del Ecuador. (2001). Libro I.- Normas generales para las instituciones del sistema financiero, título v.- del patrimonio técnico, capítulo i.- relación entre el patrimonio técnico total y los activos y contingentes ponderados por riesgo. Resolución No. JB-2001-382. Quito, Ecuador. Recuperado el 24 de Mayo de 2020, de www.superbancos.gob.ec

Superintendencia de Bancos. (2018). Reporte de Estabilidad Financiera a Diciembre de 2018. Quito.

Valora Analitik. (1 de Mayo de 2020). Credicorp compró el 77,4 % de Bancompartir por más de \$100.000 millones. Obtenido de <https://www.valoraanalitik.com/2019/12/02/credicorp-compro-el-77-4-de-bancompartir-por-mas-de-100-000-millones/>

Vargas, S. A. (2013). Valoración económica de empresas mediante la aplicación de flujos descontados, modelos de creación de valor y múltiplos de mercado. Upb - investigación & desarrollo no.13, Vol.1, 81-97.

Vidal, J. C. (2016). Primas de control en la valorización de negocios. KPMG en Medios.

World Bank Group. (2019). Global Economic Prospects. Washington DC.