

ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas



**“VALORACIÓN A TRAVÉS DEL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA
DESCONTADO DE UNA SOCIEDAD FINANCIERA EN LA CIUDAD DE
GUAYAQUIL”**

TESIS DE GRADO

Previa la obtención del Título de:

MÁSTER EN FINANZAS

Presentado por:

RAQUEL PATRICIA GUAMÁN PACHECO

TANIA KATHERINE MOLINA YUGCHA

Guayaquil – Ecuador

2015

DEDICATORIA

El presente trabajo de tesis se lo dedico a Dios, a mi Madre del Cielo, la Virgen Santísima, que siempre me acompañan y a mi familia, en especial a mis padres que han sido y son pilares fundamentales en mi vida, que gracias a su esfuerzo y apoyo a lo largo de estos años hoy he podido cumplir un objetivo más planteado en mi vida.

Raquel Guamán

DEDICATORIA

Este trabajo realizado previo a la obtención del título de Máster en Finanzas, se lo dedico a Dios y a toda mi familia, a mi padre por su esfuerzo de brindarme la oportunidad de realizar mis estudios en su totalidad, a mi madre por estar junto a mí en todos los momentos, y a mis hermanos y abuelita. Finalmente, también lo dedico a mis amigos por estar juntos en la trayectoria de nuestra universidad.

Tania Molina

AGRADECIMIENTO

Agradezco a Dios por cada una de las bendiciones que día a día me da y por permitirme cumplir este objetivo anhelado, y a mi familia, mis padres y hermano, por apoyarme y confiar en cada una de las metas y objetivos que me propuesto alcanzar. También a los profesores de la maestría y en especial, a nuestra profesora y Directora de tesis, María Elena, por sus conocimientos compartidos en cada una de las materias. Y a mi compañera de tesis y amiga Tania Molina que gracias a su apoyo y dedicación hemos logrado finalizar este trabajo de tesis.

Raquel Guamán

AGRADECIMIENTO

Agradezco a Dios por darme la oportunidad de vivir día a día, por iluminarme y guiarme en mi camino, en el cual me permite continuar con mis proyectos y metas, a mi familia por ser mi apoyo tanto emocional como económico y por depositar toda su confianza y esperanza en mí de llegar a ser personas profesionales de éxito. Así también a mis profesores por los conocimientos adquiridos mediante sus técnicas de enseñanza.

Tania Molina

TRIBUNAL DE TITULACIÓN

Katia Rodríguez

MSc. Katia Rodríguez

PRESIDENTE DEL TRIBUNAL

M. Elena Romero

MSc. María Elena Romero

DIRECTOR DE TESIS

Roberto Palacios

MSc. Roberto Palacios

VOCAL PRINCIPAL

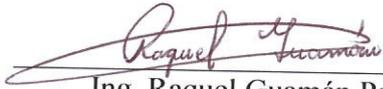
José De La Gasca

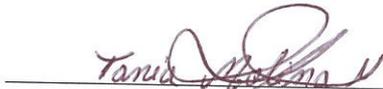
Dr. José De La Gasca

VOCAL ALTERNO

DECLARACIÓN EXPRESA

La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación, corresponde exclusivamente a las autoras, y el patrimonio intelectual de la misma a la ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL


Ing. Raquel Guamán Pacheco


C.P.A. Tania Molina Yugcha

ÍNDICE GENERAL

DEDICATORIA	II
DEDICATORIA	III
AGRADECIMIENTO	IV
AGRADECIMIENTO	V
TRIBUNAL DE TITULACIÓN.....	VI
DECLARACIÓN EXPRESA.....	VII
ÍNDICE GENERAL.....	VIII
RESUMEN.....	XI
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES	XII
ÍNDICE DE TABLAS.....	XIII
ÍNDICE DE CUADROS	XIV
ABREVIATURAS	XV
INTRODUCCIÓN.....	16
CAPÍTULO 1	18
1.1 ANTECEDENTES.....	18
1.2 DESCRIPCIÓN DEL ENTORNO FINANCIERO ACTUAL Y SU ESTRUCTURA	23
1.2.1 NORMATIVA DEL SISTEMA FINANCIERO	23
1.2.2 SITUACIÓN ACTUAL DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	25
1.2.3 CUENTAS PRINCIPALES DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	28
1.3 CARACTERÍSTICAS PARA VALORAR UNA EMPRESA.....	28
1.3.1 NEGOCIO EN MARCHA	28

1.4 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE LA VALORACIÓN	30
1.4.1 DEFINICIONES VARIAS.....	30
1.4.2 MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	31
1.4.2.1 MÉTODO GENERAL PARA EL DESCUENTO DE FLUJOS	32
1.4.3 VALORACIÓN DE INSTITUCIONES FINANCIERAS	32
1.4.4 ETAPAS BÁSICAS DE UNA VALORACIÓN POR DESCUENTOS DE FLUJOS	34
1.4.5 FLUJO DE FONDOS VERSUS TASA DE DESCUENTO	35
1.4.6 PERPETUIDAD.....	35
CAPÍTULO 2	37
2.1 PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA DE LA SOCIEDAD FINANCIERA.....	37
2.2 COMPARATIVO DE LAS PRINCIPALES CIFRAS CONTABLES EN LAS SOCIEDADES FINANCIERAS DEL ECUADOR.....	38
2.3 ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA.....	41
2.3.1 ANÁLISIS DE LAS RAZONES FINANCIERAS DE GLOBAL Y EL SISTEMA FINANCIERO	41
2.3.1.1 INDICADOR DE CAPITAL	41
2.3.1.2 INDICADOR DE CALIDAD DE ACTIVOS	42
2.3.1.3 INDICADOR DE MANEJO ADMINISTRATIVO	43
2.3.1.4 INDICADOR DE RENTABILIDAD.....	44
2.3.1.5 INDICADOR DE LIQUIDEZ	45
CAPÍTULO 3	46
3.1 VALORACIÓN DE LA SOCIEDAD FINANCIERA.....	46
3.1.1 DETERMINACIÓN DE GRADIENTES PARA PROYECCIONES DE LOS ESTADOS FINANCIEROS	46
3.1.1.1 ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	53
3.1.1.1.1 ACTIVOS.....	54
3.1.1.1.2 PASIVOS	56
3.1.1.1.3 PATRIMONIO.....	58
3.1.1.2 ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES.....	60
3.1.1.2.1 PROYECCIONES PARA CUENTAS DE INGRESOS.....	61

3.1.1.2.3 PROYECCIONES PARA CUENTAS DE GASTOS.....	61
3.1.2 OBTENCIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE	64
3.1.3 OBTENCIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO A APLICAR.....	64
3.1.4 OBTENCIÓN DEL FLUJO DE CAJA DE ACCIONISTAS Y DETERMINACIÓN DEL VALOR PRESENTE	71
3.1.5 OBTENCIÓN DE LOS FLUJOS FUTUROS DESCONTADOS Y VALOR ACTUAL DE LA FINANCIERA	72
CAPÍTULO 4	75
4.1 CONCLUSIONES.....	75
4.2 RECOMENDACIONES	79
BIBLIOGRAFÍA	81
ANEXOS	83

RESUMEN

En la actualidad, la valoración en base al método de flujos de caja descontados se considera el más adecuado “siempre y cuando las empresas a valorar tengan expectativas de continuidad, debido a que estos métodos considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos; y estos flujos de fondos o flujos de caja que la empresa generará en periodos futuros son descontados a una tasa apropiada, de tal manera que estos flujos futuros reflejarlos en un valor presente” como lo menciona el autor Pablo Fernández en su libro Valoración de empresas.

En este trabajo se valorará a Global Sociedad Financiera S.A. a través del método de flujos de caja descontados; para esto fue importante conocer su entorno, es decir, su tipo de negocio, competidores, clientes, proveedores, ventajas, desventajas, entre otros aspectos que permitan proyectar adecuadamente sus flujos y de esta manera determinar un valor presente razonable. Con este estudio se pretende contribuir a que los administradores tomen las decisiones y medidas oportunas a fin de elevar el valor de la empresa y generar mayor rentabilidad para sus accionistas.

Cabe indicar que para fines únicamente académicos este estudio de valoración se efectuará considerando a la Financiera como un negocio en marcha, es decir, que sus operaciones continuarán indefinidamente, al menos en los próximos 5 años, debido a que en el Código orgánico monetario y financiero, expedido en septiembre del 2014, en el artículo 162 que trata sobre la integración del sector financiero privado no contempla a las sociedades financieras, sino únicamente a bancos múltiples y bancos especializados.

Este documento contiene 4 capítulos, en el primero se presenta información del sistema financiero, industria donde se ubica la entidad objeto de estudio; así también se analiza los fundamentos teóricos de la valoración. En el segundo capítulo involucra el conocimiento de Global Sociedad Financiera S.A. y el análisis de la situación financiera a través de sus índices; en el tercer capítulo se desarrolla la valoración de la Financiera, para lo cual se requirió de técnicas estadísticas como pruebas de hipótesis, así como de técnicas de análisis financiero; y en el cuarto capítulo se indican las conclusiones y recomendaciones como resultado de la valoración efectuada.

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1 : Inflación histórica (en porcentaje)	18
Ilustración 2 : PIB histórico (en millones de USD)	19
Ilustración 3 : Inversión extranjera directa	20
Ilustración 4 : Índice de desempleo.....	20
Ilustración 5 – Número de Instituciones Financieras en el Ecuador.....	25
Ilustración 6 – Porcentaje de los Activos por Subsistemas	26
Ilustración 7 – Porcentaje de Operaciones del sistema financiero	26
Ilustración 8 – Crédito Promedio del sector financiero	27
Ilustración 9 – Cartera de créditos consumo	27
Ilustración 10 – Perpetuidad simple y perpetuidad creciente	36
Ilustración 11 – Participación de cada entidad en la cartera de créditos del sistema de sociedades financieras.....	40
Ilustración 12 – Participación de cada entidad en obligaciones con el público del sistema de sociedades financieras.....	40
Ilustración 13 – Tendencia cartera de créditos y captaciones versus PIB del 2005 al 2014	48

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 – Inflación histórica.....	18
Tabla 2 – PIB histórico	19
Tabla 3 – IDE histórica.....	20
Tabla 4 – Desempleo histórico.....	20
Tabla 5 – Saldos del 2005 al 2014	47
Tabla 6 – Variaciones anuales del 2010 al 2014.....	51
Tabla 7 – Proyección de Obligaciones con el público.....	52
Tabla 8 – Relación entre colocaciones y captaciones.....	52
Tabla 9 – Gradientes determinados de cuentas de Activos en base a cartera de créditos 2015 - 2019.....	54
Tabla 10 – Gradiente costo de propiedad, planta y equipo en base a cartera de créditos 2015 - 2019.....	54
Tabla 11 – Proyección de propiedad, planta y equipo 2015 – 2019 (en dólares)	55
Tabla 12 – Relación provisión cuentas incobrables versus cartera bruta	55
Tabla 13 – Proyecciones cartera de créditos 2015 – 2019.....	56
Tabla 14 – Gradientes determinados de cuentas de Pasivos en base a captaciones 2015 - 2019 .	56
Tabla 15 – Proporcionalidad de las obligaciones con el público de acuerdo a su plazo 2015 - 2019.....	56
Tabla 16 – Obligaciones con el público de acuerdo a su plazo 2015 - 2019	57
Tabla 17 – Aumento deuda a corto plazo 2015 – 2019	57
Tabla 18 – Aumento deuda a largo plazo 2015 – 2019	57
Tabla 19 – Pagos de deuda contraídas – Obligaciones con el público de acuerdo a su plazo 2015 - 2019.....	58
Tabla 20 – Gradientes determinados para proyecciones para cuentas de ingresos 2015 – 2019..	61
Tabla 21 – Gradientes determinados para proyecciones de cuentas de gastos 2015 – 2019.....	62
Tabla 20 – Determinación tasa de la deuda.....	70

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1 – Listado de Bancos afectados por la crisis	22
Cuadro 2 – Informes periódicos de las Instituciones Financieras.....	24
Cuadro 3 – Principales Métodos de Valoración.....	31
Cuadro 4 – Etapas de Valoración por descuento de flujos	34
Cuadro 5 – Flujo de Fondos Versus tasa de descuento.....	35
Cuadro 6 – Comparativo Principales Cifras Sociedades Financieras	39
Cuadro 7 – Indicador de Capital (A Diciembre 31, 2014)	41
Cuadro 8 – Indicador de Calidad de Activos (A Diciembre 31, 2014).....	42
Cuadro 9 – Indicador de Manejo Administrativo (A Diciembre 31, 2014)	43
Cuadro 10 – Indicador de Rentabilidad (A Diciembre 31, 2014).....	44
Cuadro 11 – Indicador de Liquidez (A Diciembre 31, 2014).....	45
Cuadro 12 – Estados de Situación Financiera (2009 - 2014).....	53
Cuadro 13 – Estado de Situación Financiera proyectado 2015 – 2019	59
Cuadro 14 – Estados de Resultados Integral	60
Cuadro 15 – Estado de Resultados Integrales proyectado 2015-2019.....	63
Cuadro 16 – Flujo de caja libre	64
Cuadro 17 – Flujo de caja de los accionistas.....	72
Cuadro 18 – Flujo de caja neto.....	73

ABREVIATURAS

PIB	Producto Interno Bruto.
FMI	Fondo Monetario Internacional.
SBS	Superintendencia de Bancos y Seguros.
SB	Superintendencia de Bancos.
SEPS	Superintendencia de Economía Popular y Solidaria.
LGISF	Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.
BCE	Banco Central del Ecuador.
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera.
PER	Price to earning ratio.
APV	Adjusted present value.
CFROI	Cash Flow Return On Investment.
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.
CFac.	Cash flow para los accionistas (Flujo de fondos para los accionistas).
Cfd.	Flujo de fondos para la deuda.
FCF	Free cash flow (Flujo de fondos libre).
CCF	Capital cash flow (flujo de caja de capital).
Ke	Rentabilidad exigida a las acciones.
Kd	Rentabilidad exigida a la deuda.
WACC	Weighted Average Cost of Capital (coste promedio ponderado de los recursos).
CAPM	Capital Asset Pricing Model
ROA	Rendimiento sobre activo.
ROE	Rendimiento sobre patrimonio.

INTRODUCCIÓN

Durante la década del noventa, Ecuador afrontó diversos problemas de ámbito económico, político y financiero, los mismos que tuvieron su origen en el sector financiero, específicamente el sector bancario que, debido a decisiones equívocas de sus administradores diversas entidades tuvieron que cesar sus operaciones.

Debido a ello, este proyecto trata de determinar los aspectos más relevantes que podrían afectar la generación de los flujos de la Financiera objeto de estudio, y presentar los posibles riesgos que podrían influir en la capacidad de mantener sus operaciones en el tiempo, negocio en marcha. Por ello, las sociedades e instituciones financieras en general, deben contar con una adecuada valoración de su negocio, dado que los recursos que poseen, además de representar recursos de terceras personas, representan la imagen de una industria.

El objetivo principal de este estudio, es determinar el valor de Global Sociedad Financiera a través del método de flujos de caja descontado, para lo cual se evaluó sus estrategias, competencias, factores externos e información proporcionada y obtenida de sitios web como la página de la Financiera y en la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.

Como parte del proceso de valoración, se proyectaron los estados financieros en un horizonte de 5 años, se obtuvo el flujo de caja neto, así también se determinó una tasa de descuento, WACC, para descontar los flujos futuros de la Financiera objeto de estudio.

El valor de la Financiera obtenido en este documento no representa el precio de la Financiera ni tampoco un valor único, sino que representa el valor en base a determinados factores económicos y análisis financieros efectuados por las autoras.

En el mes de septiembre del 2014, fue publicado el Código orgánico monetario y financiero que regula los sistemas financieros y monetarios, y que en el artículo 162 menciona

a las entidades que componen el sector financiero privado, y segrega a las instituciones en bancos múltiples y bancos especializados.

Por lo que las sociedades financieras para continuar sus operaciones deberán transformarse en bancos o fusionarse con bancos existentes; esto afecta el principio de negocio marcha de la Financiera, el cual es la característica básica para realizar una valoración. De acuerdo a lo mencionado y dado que este proyecto estaba por finalizar cuando fue publicado el Código orgánico, para fines exclusivamente académicos se considera a la Financiera, como un negocio en marcha y regulada bajo las Leyes Financieras vigentes al inicio de este trabajo.

CAPÍTULO 1

1.1 ANTECEDENTES

La crisis que afectó a las instituciones bancarias ecuatorianas a finales de la década del noventa, desencadenó una crisis económica, financiera y política, la última del siglo XX, que generó cierre de entidades financieras, feriado bancario, congelamiento de fondos bancarios, desempleo, inestabilidad política, devaluación de la moneda y desembocó en una dolarización.

Índices económicos como la inflación, Producto Interno Bruto, Inversión Extranjera Directa, entre otros, reflejaban la situación por la que Ecuador atravesaba; situación que se agudizó entre 1999 y 2000. Fue a inicios del año 2000 en el que la dolarización y la caída del gobierno del entonces Presidente Jamil Mahuad, marcaron la crisis iniciada en el sector financiero.

A continuación se presentan determinados índices económicos afectados durante la crisis:

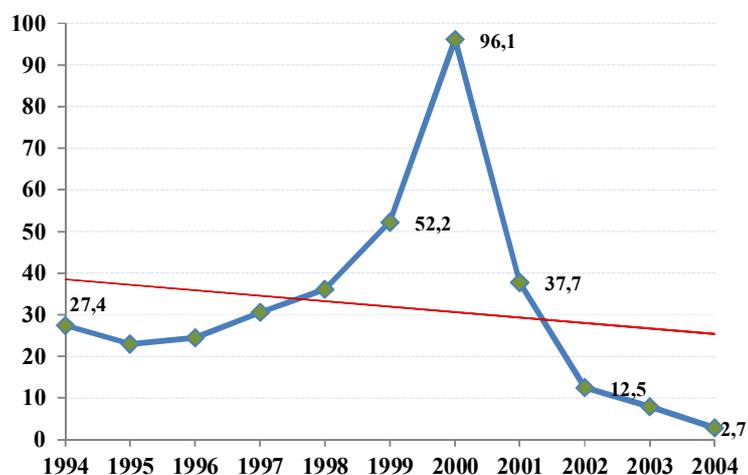
El índice de la inflación tuvo su nivel máximo en el año 2000, año en el que el dólar se cotizó en 25,000 sucres.

Tabla 1 – Inflación histórica

Año	%
1994	27.4
1995	22.9
1996	24.4
1997	30.6
1998	36.1
1999	52.2
2000	96.1
2001	37.7
2002	12.5
2003	7.9
2004	2.7

Fuente: FMI
Elaborado por: Las autoras

Ilustración 1 – Inflación histórica (en porcentaje)



Fuente: FMI
Elaborado por: Las autoras

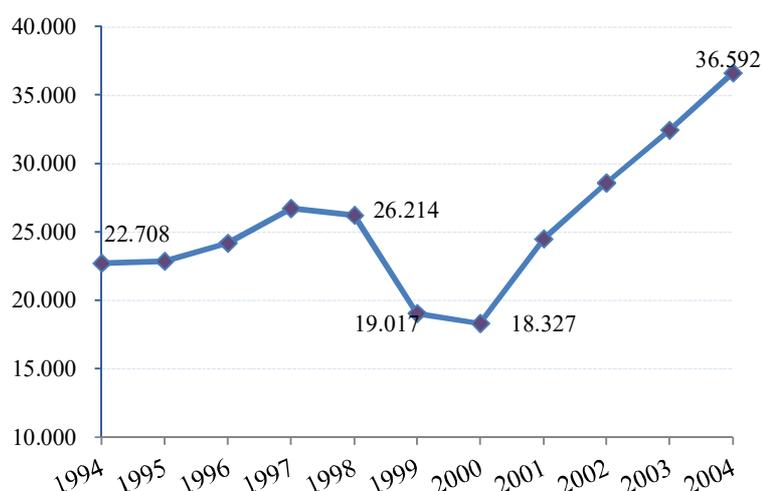
De acuerdo al Fondo Monetario Internacional, en 1999 y 2000 el PIB (Producto Interno Bruto) presentó decrementos del 27% y 30% comparado con el año 1998, respectivamente.

Tabla 2 – PIB histórico

Año	USD (en millones)
1994	22,708
1995	22,835
1996	24,180
1997	26,692
1998	26,214
1999	19,017
2000	18,327
2001	24,468
2002	28,549
2003	32,433
2004	36,592

Fuente: FMI
Elaborado por: FMI

Ilustración 2 – PIB histórico (en millones de USD)



Fuente: FMI
Elaborado por: Las autoras

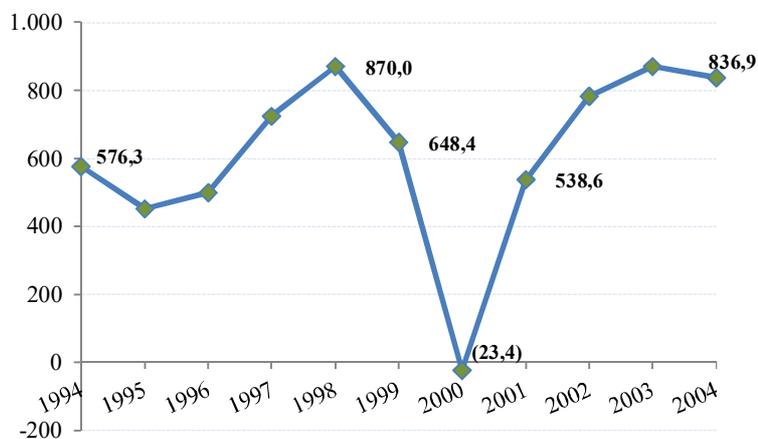
La inversión extranjera directa en el año 2000 tuvo un decremento significativo reflejándose en el déficit presentado en ese año, a continuación se presenta la evolución que mantuvo en esos periodos:

Tabla 3 – IDE histórica

Año	US\$ (en millones)
1994	576.3
1995	452.5
1996	499.7
1997	724.0
1998	870.0
1999	648.4
2000	(23.4)
2001	538.6
2002	783.3
2003	871.5
2004	836.9

Fuente: FMI
Elaborado por: FMI

Ilustración 3 – Inversión extranjera directa



Fuente: FMI
Elaborado por: Las autoras

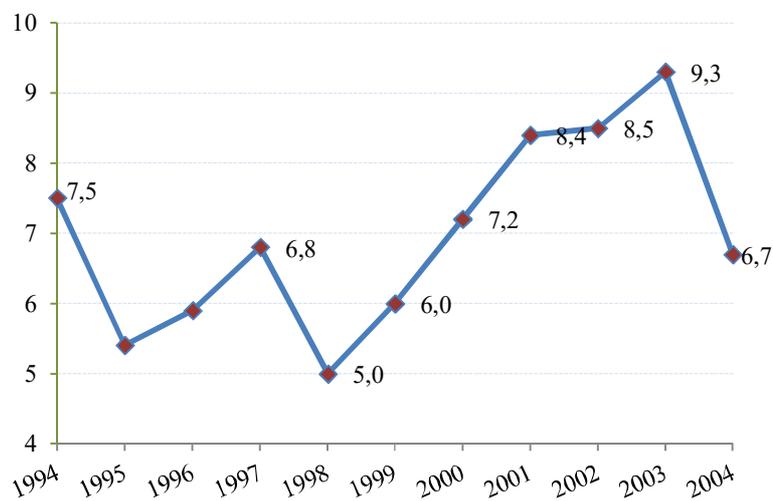
En cuanto al desempleo, según los datos del Fondo Monetario Internacional en el año 1999 y 2000 alcanzó el 6% y 7.2%, respectivamente.

Tabla 4 – Desempleo histórico

Año	%
1994	7.5
1995	5.4
1996	5.9
1997	6.8
1998	5.0
1999	6.0
2000	7.2
2001	8.4
2002	8.5
2003	9.3
2004	6.7

Fuente: FMI
Elaborado por: FMI

Ilustración 4 – Índice de desempleo



Fuente: FMI
Elaborado por: Las autoras

En cuanto al sector financiero, en el cual se originó la crisis, entre los años 1994 y 1999 se registró el cierre de aproximadamente 18 entidades bancarias, debido a que presentaban problemas de liquidez y/o solvencia.

Una ley para regular el sistema financiero denominada “Ley General de Instituciones Financieras promulgada en el Registro Oficial del 12 de mayo de 1994, la cual derogó a la Ley General de Bancos vigente desde el año 1987, puso las nuevas reglas para la banca: más libertades para conceder créditos vinculados y para obtener préstamos del Estado.”¹, a partir del año de la promulgación de esta ley iniciaron los problemas en la banca ecuatoriana.

De acuerdo a lo que indica el Banco Central del Ecuador, la ley emitida en 1994 comprendía “la liberalización de los mercados financieros para que la libre competencia fomente su desarrollo. Esta ley eliminó la figura de intervención de la Superintendencia de Bancos y Seguros en las entidades financieras, priorizando la autorregulación de las mismas.”²

Además se considera que la promulgación de esta ley fue el inicio de la debacle financiera de la década del noventa.³

Desde el año 1996 los problemas en el sector financiero se hicieron más evidentes, iniciando con el cierre del Banco Continental por déficit patrimonial y su posterior fusión con el Banco del Pacífico⁴ hasta agudizarse en 1999 con el cierre del Banco del Progreso por

¹ Un presidente y 16 bancos cayeron por la crisis financiera. (2006, 18 agosto). Diario El Universo Sección Economía. Extraído el 30 de junio del 2014 desde <http://www.eluniverso.com/2006/08/13/0001/9/4EEBAB8218D0487795D44B3D4E280D91.html>

² La Banca Central de las “dos décadas perdidas”. Extraído el 1 de julio del 2014 desde <http://contenido.bce.fin.ec/contenido.php?CNT=ARB0000404>

³ La bancarización en el Ecuador. (2012, 29 octubre) Diario El Telégrafo Sección Economía. Extraído el 1 de julio del 2014 desde <http://telegrafo.com.ec/economia/item/la-bancarizacion-en-el-ecuador.html>

⁴ La caída del Banco Continental marcó inicio de crisis financiera. (2007, 25 noviembre) Diario El Universo Sección Economía. Extraído el 1 de julio del 2014 desde <http://www.eluniverso.com/2007/11/25/0001/9/A267052F256B45B8BA8CC1868B0B237B.html>

problemas de liquidez, considerado uno de los bancos más grandes del país de aquel momento, atractivo por sus altas tasas de interés.⁵

De acuerdo a lo publicado en la página de la Superintendencia de Bancos y Seguros, entre los años 1994 y 1999 las entidades financieras que se vieron afectadas por la crisis del 1999 fueron:

Cuadro 1 – Listado de Bancos afectados por la crisis

No.	Listado de Bancos	Año	Estado
1	Banco de los Andes	1994	Extinguido
2	Banco Continental	1996	Extinguido
3	Banco Unión	1996	Extinguido
4	Amazonas	1996	Extinguido
5	Banco Mercantil Unido	1997	Extinguido
6	Solbanco	1998	Extinguido
7	Banco de Préstamos	1998	Extinguido
8	Tungurahua	1998	Extinguido
9	Filanbanco	1998	Extinguido
10	Popular	1999	Extinguido
11	Banco La Previsora	1999	Extinguido
12	Banco del Pacífico	1999	Activo Saneado-Estado
13	Azuay	1999	Extinguido
14	Finagro	1999	Extinguido
15	Financorp	1999	Extinguido
16	Occidente	1999	Extinguido
17	Bancomex	1999	Extinguido
18	Banco del Progreso	1999	Extinguido

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador

Elaborado por: Las autoras

En cuanto que en el año 2001 se promulgó la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero vigente hasta la fecha de revisión de este documento, la cual fue derogada por el Código orgánico monetario y financiero en septiembre del 2014.

⁵ Las 9 claves para entender la crisis de 1999 y la caída de Mahuad. (2014, 29 mayo) Diario El Comercio Sección Política. Extraído el 1 de julio del 2014 desde <http://www.elcomercio.com.ec/actualidad/mahuad-peculado-feriado-bancario-ecuador.html>

El caso más reciente de cierre de instituciones financieras fue el Banco Territorial, en el mes de marzo del 2013, el cual debido a sus problemas de liquidez y solvencia, la Superintendencia de Bancos y Seguros, Junta Bancaria y la Corporación de Seguros de Depósitos decidieron el cierre de operaciones de este banco.

1.2 DESCRIPCIÓN DEL ENTORNO FINANCIERO ACTUAL Y SU ESTRUCTURA

1.2.1 NORMATIVA DEL SISTEMA FINANCIERO

El funcionamiento y operatividad de las Sociedades Financieras están reguladas por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, vigente hasta la fecha de esta revisión la misma que fue derogada por el Código orgánico monetario y financiero en septiembre del 2014, y se encuentran bajo el control de la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.

En el artículo 1 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero del Ecuador se menciona que esta ley regula la creación, organización, actividades, funcionamiento y extinción de las instituciones del sistema financiero privado, así como la organización y funciones de la Superintendencia de Bancos, entidad encargada de la supervisión y control del sistema financiero, en todo lo cual se tiene presente la protección de los intereses del público.

De acuerdo a lo que se menciona en el artículo 2 de esta ley, los bancos y las sociedades financieras o corporaciones de inversión y desarrollo se caracterizan principalmente por ser intermediarios en el mercado financiero, en el cual actúan de manera habitual, captando recursos del público para obtener fondos a través de depósitos o cualquier otra forma de captación, con el objeto de utilizar los recursos así obtenidos, total o parcialmente, en operaciones de crédito e inversión.

De acuerdo con la resolución No. JB-2010-1785 del 25 de agosto de 2010, expedida por la Junta Bancaria, las instituciones bajo el control de la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador se someterán y aplicarán las normas contables dispuestas por el organismo de control, contenidas en los Catálogos de Cuentas y en la Codificación de Resoluciones de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria; lo no previsto en dichos catálogos,

ni por la citada codificación, se aplicarán las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Las instituciones Financieras deben presentar determinados informes sobre sus actividades, entre los que se mencionan:

Cuadro 2 – Informes periódicos de las Instituciones Financieras

Formulario	Descripción	Periodicidad
SB 297	Reporte de operaciones pasivas con entidades del sector público	Mensual
SB 299	Reporte de retención y pago de impuestos	Mensual
SB 215	Distribución de utilidades	Anual
SB 292 A	Reporte mensual de las inversiones, colocaciones y compra-venta de activos financieros del sector público	Mensual
SB 250 A	Límites de crédito (Art. 72 LGISF)	Mensual
SB 250 B	Límites de crédito (Art. 73 y 74 LGISF)	Mensual
SB 250 C	Límites de crédito (Art. 75 LGISF)	Mensual
SB 229	Relación entre Patrimonio Técnico total y los activos y contingentes ponderados por riesgo	Mensual
SB 407	Montos transferidos a favor de la Dirección Nacional de Rehabilitación Social por multas y recuperaciones	Semanal
SB 231 A-B	Resumen de la calificación de créditos y contingentes y constitución de provisiones	Trimestral
SB 205	Estado de saldos de depósitos y encaje bancario	Semanal
S/N	Notas Técnicas para los Formularios de Riesgo de Mercado y Liquidez	Semanal / Mensual

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador

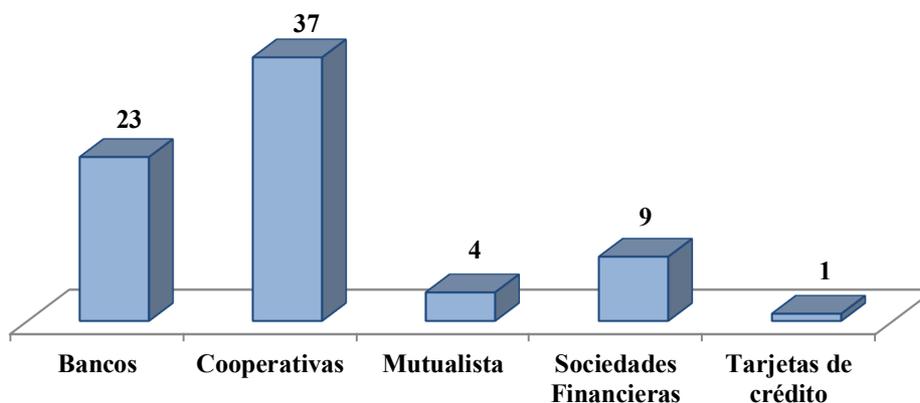
De acuerdo al artículo 1 del libro I de las Normas Generales para la aplicación de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, título XXI, Capítulo III, sección I, las

instituciones del sistema financiero están obligadas a contratar los servicios de firmas calificadoras de riesgo autorizadas por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.

1.2.2 SITUACIÓN ACTUAL DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS⁶

En la actualidad, el sistema financiero está conformado por 74 entidades financieras. En el mes de marzo del 2013 el banco Territorial cerró sus actividades y a inicios del año 2014 los bancos Solidario y Unibanco S.A. concluyeron su proceso de fusión, formando Banco Solidario S.A. La cooperativa Codesarrollo, desde abril 2014 se convirtió en Banco Codesarrollo, mientras que la Sociedad Financiera Consulcrédito presentó la liquidación voluntaria. Finalmente, el Banco Sudamericano cerró sus operaciones en agosto 2014, los bancos Promerica y Produbanco se fusionaron al igual que Pacífico y Pacificard.

Ilustración 5 – Número de Instituciones Financieras en el Ecuador

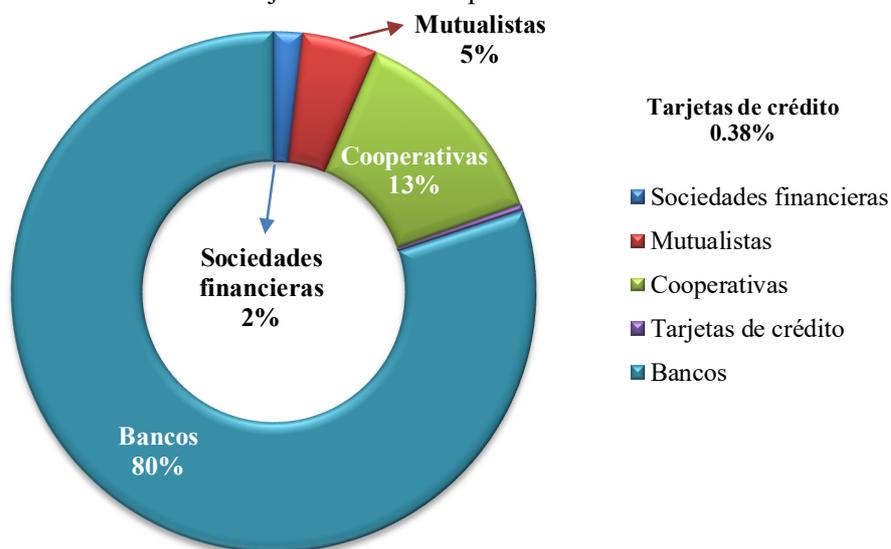


Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador

Durante el año 2014, los bancos representaron el 80% de los activos totales del sistema financiero, mientras que las cooperativas tuvieron una participación del 13% en los activos del sistema privado nacional, como puede observarse en el siguiente gráfico:

⁶ Análisis del Sistema Financiero Público y Privado del Ecuador (2014, Diciembre), Extraído el 2 de febrero del 2015 desde <http://www.bce.fin.ec/>

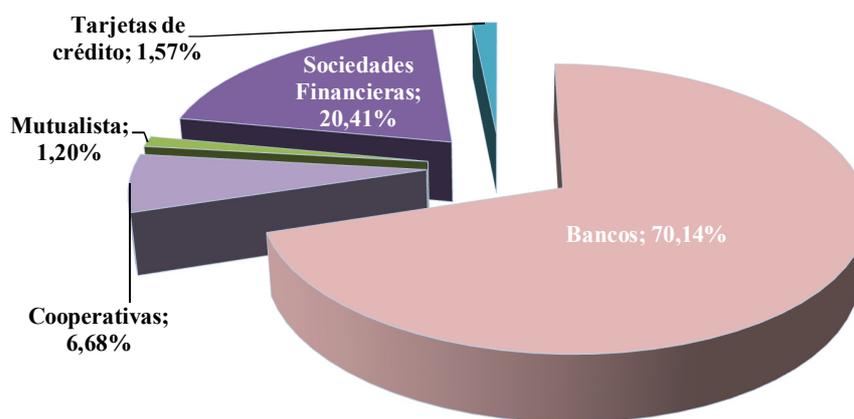
Ilustración 6 – Porcentaje de los Activos por Subsistemas



Fuente: SBS y SEPS

El 70.14% de las operaciones fueron de los bancos privados, mientras que el 20.41% del total de las operaciones del sistema financiero privado fue de las sociedades financieras.

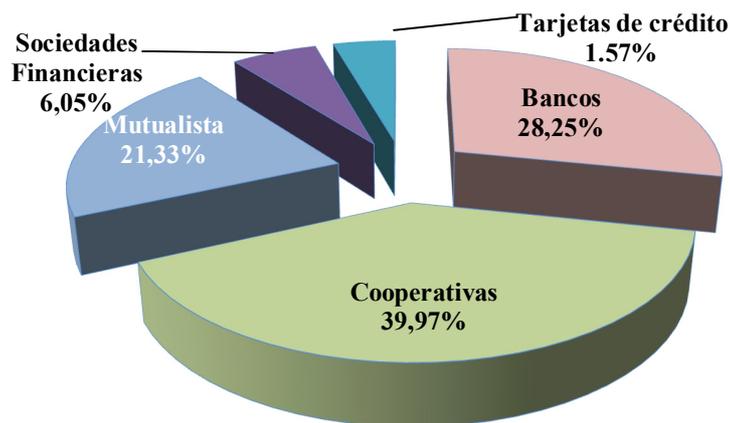
Ilustración 7 – Porcentaje de Operaciones del sistema financiero



Fuente: Banco Central del Ecuador

El 39.97% del crédito promedio fue concedido por las cooperativas, mientras que el 21.33% por las mutualistas y las sociedades financieras tienen el 6.05% como se muestra en el gráfico siguiente:

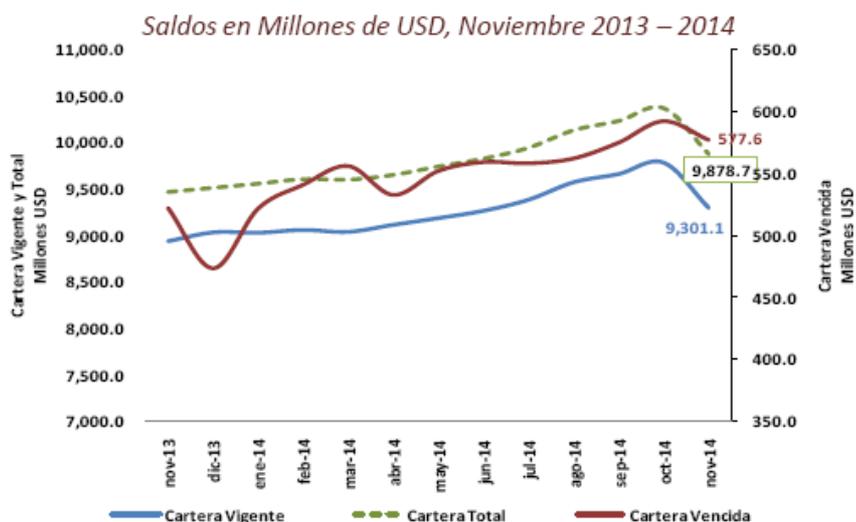
Ilustración 8 – Crédito Promedio del sector financiero



Fuente: Banco Central del Ecuador

La cartera de crédito vigente para noviembre de 2014 fue de USD 9,301.1 millones; la cartera vencida de este mes se ubicó en USD 577.6 millones, mientras que el total de la cartera de consumo fue de USD 9,878.7 millones.

Ilustración 9 – Cartera de créditos consumo



Fuente: Banco Central del Ecuador

1.2.3 CUENTAS PRINCIPALES DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

Las instituciones financieras manejan un catálogo de cuentas que norma el registro, preparación y presentación de la contabilidad general de las entidades, y contiene la codificación de cuentas, las instrucciones generales para el registro de las transacciones y el instructivo para el uso de cada una de las cuentas, de acuerdo a lo que se menciona en el capítulo I del marco conceptual del catálogo único de cuentas.

Las principales cuentas que manejan las instituciones financieras considerando los porcentajes de representación de los rubros de las cuentas de los estados de situación financiera indicados en el boletín de las sociedades financieras al 31 de diciembre del 2014 emitido por la Superintendencia de Bancos y de Seguros del Ecuador son:

- Cartera de créditos
- Obligaciones con el público
- Patrimonio

El significado de las cuentas anteriormente mencionadas se describe en el **anexo #1**.

1.3 CARACTERÍSTICAS PARA VALORAR UNA EMPRESA

1.3.1 NEGOCIO EN MARCHA

“Al elaborar los estados financieros, la gerencia evaluará la capacidad que tiene una entidad para continuar en funcionamiento. Una entidad elaborará los estados financieros bajo la hipótesis de negocio en marcha, a menos que la gerencia pretenda liquidar la entidad o cesar en su actividad, o bien no exista otra alternativa más realista que proceder de una de estas formas. Cuando la gerencia, al realizar esta evaluación, sea consciente de la existencia de

incertidumbres importantes, relativas a eventos o condiciones que puedan aportar dudas significativas sobre la posibilidad de que la entidad siga funcionando normalmente, procederá a revelarlas en los estados financieros.

Cuando una entidad no prepare los estados financieros bajo la hipótesis de negocio en marcha, revelará ese hecho, junto con las hipótesis sobre las que han sido elaborados y las razones por las que la entidad no se considera como un negocio en marcha. Al evaluar si la hipótesis de negocio en marcha resulta apropiada, la gerencia tendrá en cuenta toda la información disponible sobre el futuro, que deberá cubrir al menos los doce meses siguientes a partir del final del periodo sobre el que se informa, sin limitarse a dicho período.

El grado de detalle de las consideraciones dependerá de los hechos que se presenten en cada caso. Cuando una entidad tenga un historial de operaciones rentable, así como un pronto acceso a recursos financieros, la entidad podrá concluir que la utilización de la hipótesis de negocio en marcha es apropiada, sin realizar un análisis detallado.

En otros casos, puede ser necesario que la gerencia, antes de convencerse a sí misma de que la hipótesis de negocio en marcha es apropiada, deba ponderar una amplia gama de factores relacionados con la rentabilidad actual y esperada, el calendario de pagos de la deuda y las fuentes potenciales de sustitución de la financiación existente.”⁷

Una empresa en marcha involucra que la misma cumple con las Normas Internacionales de Auditoría (NIA); además, a esto se suma que la empresa tiene planes de mantenerse en el futuro; así como el saber que la compañía actualmente tiene capacidad de generar flujos para cumplir con sus obligaciones, genera rentabilidad, que no tiene planes de liquidación, y que no ha realizado reducciones de capital.⁸

⁷ Presentación de los estados financieros, Comité de Normas Internacionales de Contabilidad, NIC 1, Párrafo 25 y 26.

⁸ Cruz F. (2013). Como determinar el valor de la acción de las empresas en marcha, Tesis de Maestría en Finanzas Empresariales, Escuela Superior Politécnica del Ejército, Quito.

La valoración de empresas no sólo se ve como una actividad de aplicación puntual al servicio de una eventual operación de adquisición o fusión; es también una excelente herramienta de planificación y gestión de negocios a medio y largo plazo. Por ello, conocer cuánto vale una empresa en marcha, en un momento concreto del tiempo, es una de las cuestiones que importan mucho, principalmente a quienes están ligados al mundo de los negocios. En el proceso de valoración de una empresa o activo es necesario que, previamente a la adopción del criterio o método a seguir, se conozca la finalidad de la valoración, la tipología, características y situación real en la que se encuentra la empresa objeto de valoración. Cuando hablamos de valoración de empresas, hablamos de valorar la empresa en su conjunto como un negocio en marcha. Hay que distinguir esta valoración de la simple valoración de activos fijos individualmente, aunque éstos, además, deben ser estimados cuando se valora la empresa como una unidad económica.⁹

1.4 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE LA VALORACIÓN

1.4.1 DEFINICIONES VARIAS

“La valoración de empresas es un instrumento financiero actualizador, indicador y proyectivo en la selección, evaluación y diagnóstico, dentro del contexto del análisis continuo que debe realizar toda entidad en vía a la toma de decisiones.”¹⁰

“La valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos. Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista: ¿por qué se está haciendo?, ¿porqué se está haciendo la valoración de determinada manera?, ¿para que se está haciendo la valoración? y ¿para quién se está haciendo la valoración?

⁹ Narváez A. (2008). Valoración de empresas por el método de los rendimientos futuros, Gestión en el Tercer Milenio. Obtenido el 12 de noviembre del 2014 desde la web de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos.

¹⁰ Rodríguez, M. (2000). Valoración de empresas, un tema financiero ineludible. Revista Escuela de Administración de Negocios, 39, 92-103

Una valoración sirve para distintos propósitos: Operaciones de compra-venta, valoración de empresas cotizadas en bolsa, salidas a bolsa, herencias y testamentos, sistemas de remuneración basados en creación de valor, identificación de los impulsores de valor, decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa, planificación estratégica, procesos de arbitraje.”¹¹

En el anexo # 2 se presentan algunos conceptos financieros de interés para un mayor entendimiento de este trabajo.

1.4.2 MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS¹²

Cuadro 3 – Principales Métodos de Valoración

PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTOS DE FLUJOS	CREACIÓN DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de:	Clásicos	Free cash flow	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos contables europeos	Cash flow acciones Dividendos	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	Renta abreviada	Capital Cash flow	Cash value added	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	EBITDA	Otros	APV	CFROI	Aplazar la inversión
	Otros múltiplos				Usos alternativos

La descripción de los métodos de valoración no utilizados en este trabajo se la efectúa en el **anexo #3**.

El método a utilizar en este trabajo es el de descuento de flujo de fondos (único método de valoración conceptualmente correcto), aquellos que tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (cash flows) que generará en el

¹¹ Fernández, P. (2012). Valoración de empresas, (pp. 27, 29). Gestión 2000.

¹² Fernández, P. (2012). Valoración de empresas, (pp. 43). Gestión 2000.

futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Estos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flows correspondientes a operaciones de la empresa.

En esta valoración se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos, se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y en la práctica muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados.

1.4.2.1 MÉTODO GENERAL PARA EL DESCUENTO DE FLUJOS¹³

Los distintos métodos basados en el descuento de flujos de fondos parten de la expresión:

$$V_0 = \frac{CF_1}{1 + K} + \frac{CF_2}{(1 + K)^2} + \frac{CF_3}{(1 + K)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1 + K)^n}$$

Siendo:

V_0 = Valor del activo en el tiempo cero.

CF_1 = Flujo de efectivo esperado al final del año t.

K = Rendimiento requerido adecuado (tasa de descuento);

n = Periodo relevante.

1.4.3 VALORACIÓN DE INSTITUCIONES FINANCIERAS¹⁴

Los bancos, las compañías de seguros y otras instituciones financieras presentan características particulares al momento de realizar su valoración debido a dos razones. La primera es que la naturaleza de sus negocios hace que sea complejo definir específicamente la parte deuda y reinversión, por lo que la estimación de los flujos de efectivo es mucho más compleja. La segunda razón es que el sector en el cual se desenvuelven está altamente

¹³ Lawrence, G. (2012), Principios de Administración Financiera, (pp. 252). Pearson Education, Inc.

¹⁴ Aswath, D. (2002), Investment Valuation, (pp. 581-582). Wiley Finance.

regulado por organismos de control, y los efectos del cumplimiento de estos requisitos deben ser considerados en la valoración.

La utilidad que obtiene una institución financiera es a través del diferencial entre el interés que brinda a sus clientes por las Captaciones y el interés que cobra por las Colocaciones realizadas, y cualquier otro servicio que ofrezca a sus depositantes y prestamistas.

Una empresa incrementa sus fondos a través del capital que invierten sus inversores o a través de los tenedores de bonos (y bancos) y a la vez utiliza estos fondos para realizar inversiones. Por ello, cuando se valora la empresa, se valoran los bienes de propiedad de la empresa, y no sólo el valor de su patrimonio.

En cuanto a una institución financiera, la deuda toma una diferente connotación. En lugar de ver la deuda como una fuente de capital, la mayoría de instituciones financieras ven esto como su materia prima. En otras palabras, las deudas en un banco son como la materia prima para fabricar un producto, es decir, algo para ser moldeado en otros productos financieros que luego pueden ser vendidos a un precio mayor y producir un beneficio. En consecuencia, el capital de las instituciones financieras está más estrechamente definido debido a que incluye únicamente el capital propio.

La definición de lo que comprende la deuda también es más compleja en una empresa de servicios financieros que en una empresa de servicios no financieros. Por ejemplo, los depósitos realizados por los clientes en sus cuentas bancarias ¿deben ser tratados como deuda por esa institución financiera? Especialmente en los depósitos que devengan intereses, existe poca diferencia entre un depósito y deuda emitida por el banco. Si se categoriza esto como deuda, la utilidad de operación para un banco debería medirse antes de los intereses pagados a los depositantes, lo que sería problemático, debido a que los gastos por intereses suelen ser las partidas más importantes dentro del estado de resultados de una institución financiera.

1.4.4 ETAPAS BÁSICAS DE UNA VALORACIÓN POR DESCUENTOS DE FLUJOS¹⁵

Las etapas fundamentales para realizar una buena valoración por descuento de flujos son:

Cuadro 4 – Etapas de Valoración por descuento de flujos

1. Análisis histórico y estratégico de la empresa y el sector	
A. Análisis financiero	B. Análisis estratégicos y competitivo
Evolución de las cuentas de resultados y balances	Evolución del sector
Evolución de los flujos generados por la empresa	Evolución de la posición competitiva de la empresa
Evolución de las inversiones de la empresa	Identificación de la cadena de valor
Evolución de la financiación de la empresa	Posición competitiva de los principales competidores
Análisis de la salud financiera	Identificación de los inductores de valor
Ponderación del riesgo del negocio	
2. Proyecciones de los flujos futuros	
C. Previsiones financieras	D. Previsiones estratégicas y competitivas
Cuentas de resultados y balances	Previsión de la evolución del sector
Flujos generados por la empresa	Previsión de la posición competitiva de la empresa
Inversiones	Posición y evolución estratégica de los competidores
Financiación	
Valor residual o Terminal	E. Consistencias de las previsiones de flujos
Previsión de varios escenarios	Consistencia financiera entre las previsiones
	Comparación de las previsiones con las cifras históricas
	Consistencia de los flujos con el análisis estratégico
3. Determinación del coste (rentabilidad exigida) de los recursos	
Para cada unidad de negocio y para la empresa en su conjunto: Coste de la deuda, rentabilidad exigida a las acciones y coste ponderado de los recursos.	
4. Actualización de los flujos futuros	
Actualizar flujos previstos a su tasa correspondiente. Valor actual del valor residual. Valor de las acciones.	
5. Interpretación de resultados	
Benchmarking del valor obtenido: comparación con empresas similares. Identificación de la creación del valor prevista.	
Sostenibilidad de la creación de valor (horizonte temporal). Análisis de sensibilidad del valor a cambios en parámetros fundamentales. Justificación estratégica y competitiva de la creación de valor prevista.	

¹⁵ Fernández, P. (2012). Valoración de empresas, (pp. 50). Gestión 2000.

1.4.5 FLUJO DE FONDOS VERSUS TASA DE DESCUENTO¹⁶

En el cuadro siguiente se representa un esquema de los distintos flujos de fondos que genera una empresa y las tasas de descuento apropiadas para cada flujo. 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.

Cuadro 5 – Flujo de Fondos Versus tasa de descuento

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
CFac. Flujo de fondos para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
Cfd. Flujo de fondos para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
FCF. Flujo de fondos libre (free cash flow)	WACC. Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones)
CCF. Capital cash flow	WACC. antes de impuestos

La descripción de los tipos de flujos de fondos se los indica en el **anexo #4**.

1.4.6 PERPETUIDAD

Dentro de este documento se requerirá la aplicación del valor perpetuo, debido a que esta valoración se realiza en un horizonte de 5 años, por ende, los flujos futuros a proyectarse en el capítulo 3 corresponde a ese horizonte, es decir, un periodo finito. Bajo el principio de negocio en marcha, se requiere determinar el valor de la Financiera en un tiempo indefinido, por lo que a través del cálculo de perpetuidad se obtendrá el valor de la Financiera, en base a los flujos futuros que se determinaran.

En los párrafos siguientes, se mencionan ciertas definiciones sobre la perpetuidad que permitirán comprender mejor este concepto.

Una perpetuidad es una corriente constante de flujos de efectivo que no tiene fin.¹⁷

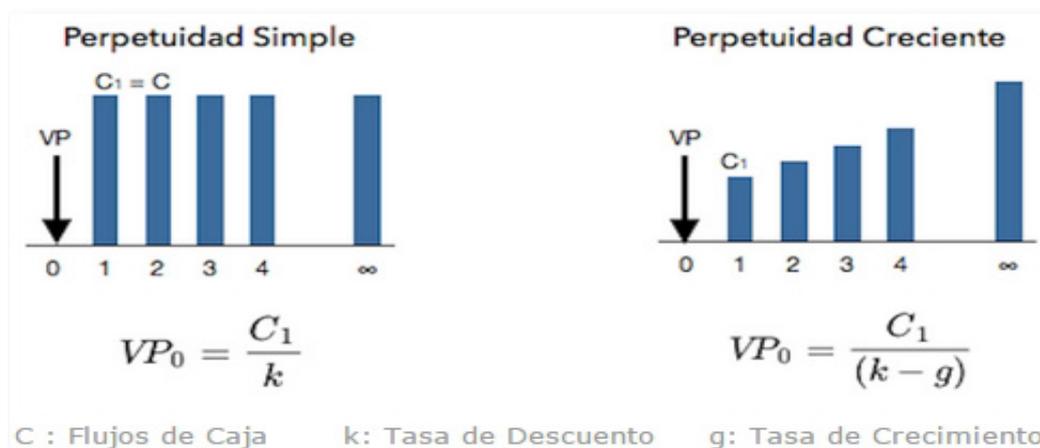
¹⁶ Fernández, P. (2012). Valoración de empresas, (pp. 43). Gestión 2000.

Una anualidad que continúa para siempre se denomina perpetuidad. Aunque si existen en realidad perpetuidades en algunas situaciones, la razón más importante para estudiarlas es que pueden usarse como una aproximación sencilla y relativamente exacta de una anualidad a largo plazo.¹⁸

Una característica inquietante de una anualidad perpetua es que no se puede calcular el valor futuro de sus flujos de efectivo porque es infinito. No obstante, tienen un valor presente bien definido y que se puede determinar.¹⁹

Una perpetuidad es una serie infinita de flujos de caja, esta serie puede ser constante o crecer a una tasa constante. Las fórmulas para calcular su valor presente son muy sencillas, como se puede observar:²⁰

Ilustración 10 – Perpetuidad simple y perpetuidad creciente



Fuente: Quiñones, R. Extraído desde <http://www.definanzasyvaloración.com>.

¹⁷ Ross, S., Westerfield, R., (2009). Finanzas Corporativas, (pp.99). Mc Graw Hill.

¹⁸ Emery, R.(2009). Fundamentos de Administración Financiera, (pp. 130). Pearson Education, Inc.

¹⁹ Bodie, Z., Merton, R.,(2013) Finanzas y valoración, (pp. 122). Pearson Education, Inc.

²⁰ Quiñonez, R. (2013). Notas técnicas para afianzar tus conocimientos en finanzas, valoración e ingeniería económica, Finanzas y valoración.

CAPÍTULO 2

2.1 PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA DE LA SOCIEDAD FINANCIERA²¹

Global Sociedad Financiera S.A., sólida institución financiera con 20 años de experiencia en el mercado ecuatoriano, encaminado a satisfacer las necesidades de créditos e inversiones de sus clientes a través de todas aquellas actividades que la Ley expresamente autoriza a las Sociedades Financieras, en la Ley de Instituciones Financieras, sin excepción alguna, brindando las mejores tasas de interés del mercado y asegurar así rentabilidad, seguridad y confianza.

A través de sus principios de gobierno corporativo busca fijar y regular la manera en que la alta gerencia y los organismos administradores y controladores de la entidad financiera deben manejar la institución, siendo este un componente esencial para el buen manejo y funcionamiento estable y seguro de la Institución.

El Plan estratégico de Global Sociedad Financiera S.A. para el periodo 2014 – 2018 está encaminado a determinar la situación actual de la Financiera, analizar su entorno interno y externo, establecer sus objetivos a corto, mediano y largo plazo, implantar actividades focalizadas a la misión y visión de la Financiera.

La Gerencia dentro de su Plan Estratégico ha planteado posicionar a la Financiera dentro de las cinco sociedades financieras principales del país, para ello ha establecido objetivos, metas a corto y mediano plazo, estrategias y actividades que ayuden a la consecución de este propósito. Al 31 de diciembre del 2014 se encuentra sexta posición en cuanto a las sociedades financieras, en referencia a la participación de su Patrimonio.

²¹ Plan de Negocio de Global Sociedad Financiera S. A. (2014). Extraído desde <http://www.financieraglobal.com/webpages>.

Dentro de los planes de acción para el logro de este objetivo, la Financiera ha establecido desarrollar programas sistemáticos de crecimiento de las captaciones y colocaciones, así como comprometer al talento humano al logro de las metas propuestas.

Además, tiene el plan de incrementar el portafolio de Captaciones en un 24%, en un horizonte de 5 años, para esto diseñará un plan de vinculación de nuevos clientes y fortalecerá a los clientes actuales y el perfil de la fuerza de venta, definirá y evaluará las competencias de cada cargo, y así capacitar para atacar las debilidades observadas.

En cuanto al portafolio de Cartera se proyecta un crecimiento del 28% dentro de los próximos 5 años, para esto se pretende ampliar el portafolio de crédito a través del desarrollo de nuevos productos, mercadear y ampliar la red de concesionarios proveedores de vehículos, determinar el mercado objetivo de la sucursal de Esmeraldas y crear un plan para desarrollarlo, revisar y actualizar las Políticas de Crédito y Riesgo.

Además la Gerencia ha proyectado desarrollar y crecer su marca en el mercado financiero, para esto planea abrir nuevas agencias en otras ciudades del país.

2.2 COMPARATIVO DE LAS PRINCIPALES CIFRAS CONTABLES EN LAS SOCIEDADES FINANCIERAS DEL ECUADOR

Al 31 de diciembre del 2014, la participación de las Financieras en el mercado se resume a continuación:

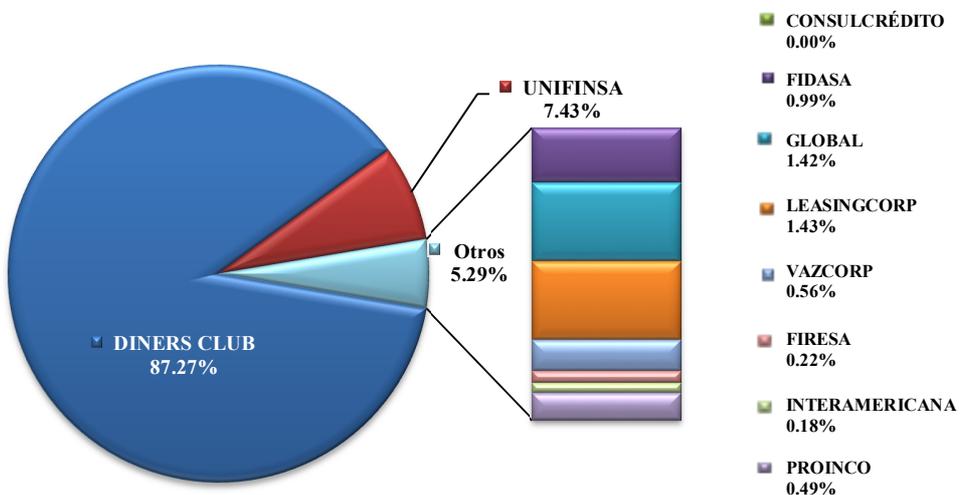
Cuadro 6 – Comparativo Principales Cifras Sociedades Financieras

COMPARATIVO PRINCIPALES CIFRAS SOCIEDADES FINANCIERAS AL 31 DE DICIEMBRE DEL 2014
Participación Activos:
Diners Club 83.65%, Unifinsa 7.4%, Proinco 2.65%, Leasingcorp 1.47%, GLOBAL 1.40% , Fidasa 1.32%, Vazcorp 1.30%, Interamericana 0.43%, Firesa 0.37%.
Participación Pasivos:
Diners Club 83.46%, Unifinsa 7.92%, Proinco 2.87%, GLOBAL 1.38% , Fidasa 1.32%, Leasingcorp 1.25%, Vazcorp 1.14%, Interamericana 0.38%, Firesa 0.29%.
Participación Patrimonio:
Diners Club 84.63%, Unifinsa 4.86%, Leasingcorp 2.57%, Vazcorp 2.10%, Proinco 1.57%, GLOBAL 1.49% , Fidasa 1.31%, Firesa 0.78%, Interamericana 0.69%.
Participación Inversiones bruta:
Diners Club 66.71%, Unifinsa 12.28%, Fidasa 6.86%, Interamericana 4.25%, GLOBAL 3.76% , Proinco 3.02%, Vazcorp 1.18%, Leasingcorp 1.06%, Firesa 0.87%.
Participación Cartera Bruta:
Diners Club 87.68%, Unifinsa 7.09%, Leasingcorp 1.47%, GLOBAL 1.35% , Fidasa 0.97%, Vazcorp 0.58%, Proinco 0.47%, Firesa 0.21%, Interamericana 0.17%.
Participación Depósitos a la Vista y Restringido:
Diners Club 92.26%, Vazcorp 6.14%, Unifinsa 1.54%.
Participación Depósitos a Plazo:
Diners Club 76.96%, Unifinsa 11.55%, Proinco 3.68%, GLOBAL 1.98% , Fidasa 1.96%, Leasingcorp 1.72%, Vazcorp 1.45%, Firesa 0.36%, Interamericana 0.34%.
Participación Capital y Reservas:
Diners Club 82.03%, Unifinsa 5.58%, Leasingcorp 3.05%, Vazcorp 2.60%, Proinco 1.83%, GLOBAL 1.78% , Fidasa 1.22%, Firesa 1.33%, Interamericana 0.79%.
Participación Resultados:
Diners Club 98.45%, Proinco 0.94%, GLOBAL 0.55% , Interamericana 0.32%, Vazcorp 0.27%, Leasingcorp 0.17%, Unifinsa 0.06%, Fidasa 0.04%, Firesa -0.81%.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador

A continuación se presenta gráficamente la participación de las Financieras en el mercado en relación a la cartera de créditos en sus estados financieros al 31 de diciembre del 2014:

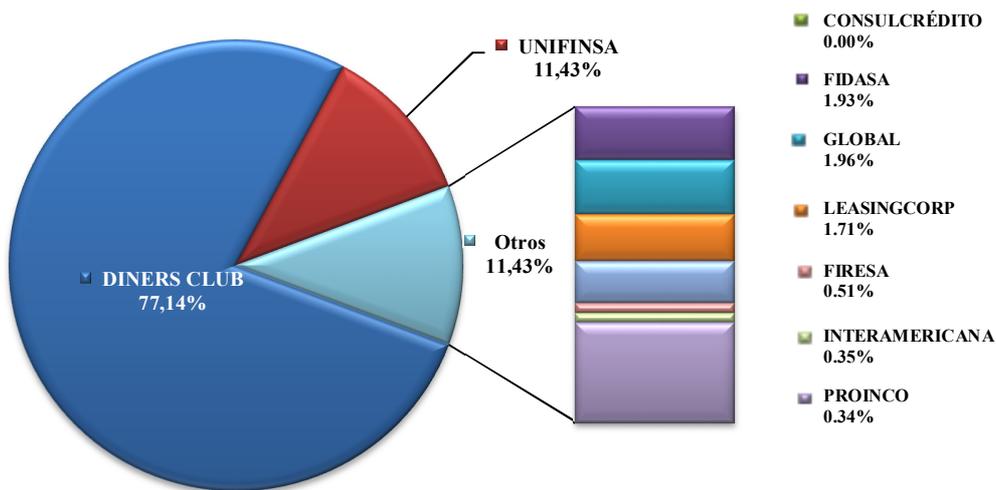
Ilustración 11 – Participación de cada entidad en la cartera de créditos del sistema de sociedades financieras



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador

En cuanto a la participación en relación a las obligaciones con el público al 31 de diciembre del 2014, se muestra en el siguiente gráfico:

Ilustración 12 – Participación de cada entidad en obligaciones con el público del sistema de sociedades financieras



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador

2.3 ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA

2.3.1 ANÁLISIS DE LAS RAZONES FINANCIERAS DE GLOBAL Y EL SISTEMA FINANCIERO

Los indicadores que presenta el boletín financiero, permiten observar la estructura y calidad de activos, la rentabilidad, la eficiencia financiera y administrativa, la liquidez, los costos y rendimientos, la capitalización y apalancamiento de las instituciones del sector. A través de estos índices se puede evaluar la solvencia, la cobertura sobre el riesgo crediticio y la eficiencia de la gestión de las entidades sujetas al control de la Superintendencia de Bancos.²²

La definición de los indicadores financieros de la institución y los del sector en su conjunto, comprenderán los elementos, grupos, cuentas y subcuentas que se definen en el Anexo 1 del artículo 37 de las Normas Generales para la aplicación de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.²³

A continuación se presentan los indicadores obtenidos de Global Sociedad Financiera comparados con el sistema financiero al 31 de diciembre del 2014, la determinación de los indicadores de Global fueron verificados considerando los parámetros establecidos en la Norma indicada en el párrafo precedente.

2.3.1.1 INDICADOR DE CAPITAL²⁴

Cuadro 7 – Indicador de Capital (A Diciembre 31, 2014)

1.	Indicador de Capital	Global	Sistema Financiero
1.1	Cobertura patrimonial de activos	554.82%	892.67%
1.2	Patrimonio técnico constituido/Activos y Contingentes ponderados por riesgo	20.18%	0%
1.3	Patrimonio técnico secundario/ Patrimonio técnico primario	5.69%	0%

Fuente: Pagina web de Global Sociedad Financiera S.A.

²² Notas técnicas de Publicación, Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.

²³ Libro I Normas Generales para la aplicación de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, Título XIV, Capítulo II, Sección VII.- Disposiciones Generales.

²⁴ Indicadores Financieros. Extraídos desde <http://www.financieraglobal.com>

La cobertura Patrimonial mide la proporción de patrimonio efectivo frente a los activos inmovilizados²⁵.

Al 31 de diciembre del 2014 la Financiera presentó una mayor cobertura patrimonial que su entorno financiero al igual que el Patrimonio secundario versus el primario que al 31 de diciembre del 2014 presenta 5.69% frente al 0% que presenta el indicador del sistema financiero.

2.3.1.2 INDICADOR DE CALIDAD DE ACTIVOS

Cuadro 8 – Indicador de Calidad de Activos (A Diciembre 31, 2014)

2.	Calidad de Activos	Global	Sistema Financiero
2.1	Morosidad bruta total	3.08%	4.43%
2.2	Morosidad cartera comercial	-	1.70%
2.3	Morosidad cartera consumo	2.93%	4.68%
2.4	Morosidad cartera vivienda	-	2.16%
2.5	Morosidad cartera microempresa	4.69%	4.84%
2.6	Provisión/cartera crédito improductiva	115.75%	187.20%
2.7	Cobertura de la cartera comercial	26898.20%	223.34%
2.8	Cobertura de la cartera de consumo	108.89%	186.93%
2.9	Cobertura de la cartera de vivienda	-	98.63%
2.10	Cobertura de la cartera de microempresa	99.95%	89.29%

Fuente: Pagina web de Global Sociedad Financiera S.A.

Los índices de morosidad miden el porcentaje de la cartera improductiva frente al total de cartera.

Al 31 de diciembre del 2014 el índice de la morosidad bruta total de la Financiera fue del 3.08% inferior al presentado en el sistema financiero que fue del 4.43% lo que significa

²⁵ Notas técnicas, Boletines Financieros. Extraídos desde <http://www.sbs.gob.ec>

que los créditos improductivos de la Financiera objeto de estudio con respecto a la cartera de créditos menos provisiones, refleja que la Financiera tiene una mejor situación que las demás del sistema financiero, ya que un menor valor de este índice, refleja una mejor situación de la entidad.

Respecto a los índices de cobertura de provisiones para la cartera improductiva, el cual mide la proporción de la provisión para cuentas incobrables constituida con respecto a la cartera improductiva bruta se ha determinado por cada línea de negocio, en el caso de la Financiera para créditos comerciales, de consumo y de microempresa, observando que la Financiera presenta índices más altos comparados a los presentados por el sistema financiero encontrándose cubierto con mayores provisiones contra sus pérdidas.

2.3.1.3 INDICADOR DE MANEJO ADMINISTRATIVO

Cuadro 9 – Indicador de Manejo Administrativo (A Diciembre 31, 2014)

3.	Manejo Administrativo	Global	Sistema Financiero
3.1	Activos productivos/Pasivos con costo	122.33%	160.41%
3.2	Gastos operacionales/Margen financiero	98.26%	82.22%
3.3	Gastos de personal/Activos total promedio	3.99%	2.54%
3.4	Gastos operativos/Activos total promedio	6.28%	8.28%

Fuente: Pagina web de Global Sociedad Financiera S.A.

Al 31 de diciembre del 2014 en el indicador que se refiere a la capacidad de producir ingresos frente a la generación periódica de costos, la Financiera presenta un menor porcentaje en relación al presentado por el sistema financiero. Cabe indicar que los Pasivos son utilizados para efectuar colocaciones de Activos, esto implica la necesidad de generar más activos en la Financiera de lo que se pueda captar.

En el indicador 3.2 el cual mide la proporción del margen financiero que se consume en gastos operacionales, se observa que el de la Financiera es el 98.26%, mayor al que presenta el sistema financiero que es del 82.22%, lo que indica que la Financiera tiene menor eficiencia en la generación de ingresos financieros.

En el tercer indicador de este grupo los gastos de personal de Global respecto al promedio de sus activos son del 3.99% mayor al 2.54% correspondiente al sistema financiero lo que implica que Global tiene una mayor aplicación de trabajo humano sobre los activos.

En el cuarto indicador de este grupo la proporción de los gastos operativos de Global, con respecto al promedio de sus activos son del 6.28% menor que el 8.28% del sistema financiero, lo que indica que es menor en Global el nivel de costo que conlleva manejar los activos.

2.3.1.4 INDICADOR DE RENTABILIDAD

Cuadro 10 – Indicador de Rentabilidad (A Diciembre 31, 2014)

4.	Rentabilidad	Global	Sistema Financiero
4.1	Rendimiento sobre Activos - ROA	0.89%	2.27%
4.2	Rendimiento sobre Patrimonio - ROE	5.23%	15.58%

Fuente: Pagina web de Global Sociedad Financiera S.A.

Estos indicadores de rentabilidad miden los resultados obtenidos por una entidad en un período económico en relación con sus recursos patrimoniales o con sus activos. Al 31 de diciembre del 2014 Global tiene un indicador ROA del 0.89% similar al del sistema financiero que es del 2.27%, cuando el indicador es mayor representa una mejor condición de la empresa. En el caso del ROE en Global su rentabilidad del Patrimonio es menor con el 5.23% al del sistema financiero que es del 15.58%.

2.3.1.5 INDICADOR DE LIQUIDEZ

Cuadro 11 – Indicador de Liquidez (A Diciembre 31, 2014)

5.	Liquidez	Global	Sistema Financiero
5.1	Fondos disponibles/Total depósitos a corto plazo	9.22%	24.30%
5.2	Cobertura 25 mayores depositantes	37.97%	57.09%
5.3	Cobertura 100 mayores depositantes	28.06%	43.82%

Fuente: Pagina web de Global Sociedad Financiera S.A.

Al 31 de diciembre del 2014 se puede observar que la capacidad de atender obligaciones de corto plazo de Global respecto a sus fondos disponibles es menor al del sistema financiero. Como base de lo anteriormente indicado se observa que la capacidad de respuesta de Global son menores a las del sistema financiero frente a requerimientos de efectivos a corto plazo, la cual es del 9.22%, mientras que si se considera solo los 25 y 100 mayores depositantes de Global se obtiene que la capacidad de respuesta de Global frente a estos depositantes son del 37.97% y del 28.06%, respectivamente.

CAPÍTULO 3

3.1 VALORACIÓN DE LA SOCIEDAD FINANCIERA

3.1.1 DETERMINACIÓN DE GRADIENTES PARA PROYECCIONES DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

La economía de un país puede influenciar positiva o negativamente a los resultados de las distintas industrias de un país, el grado de afectación dependerá de cuán correlacionadas se encuentren las actividades del giro del negocio con las variables que inciden en la economía.

La industria financiera, objeto de este estudio, es un sector que está estrechamente correlacionada con la economía, por lo que es necesario identificar en primera instancia las actividades del giro del negocio, aquellas que sean sensibles a los efectos de la economía y luego determinar uno o más indicadores económicos que permitan establecer una relación directa entre sí.

Como lo hemos mencionado en capítulos anteriores, las colocaciones y las captaciones constituyen las cuentas principales de esta industria, y por ende objeto de análisis, debido a que a través de ellas se estimará el gradiente para la proyección de los flujos futuros.

Para estimar el gradiente, además de las cuentas del giro del negocio, se ha seleccionado un indicador económico, el cual permitirá a través de la tendencia que ha presentado desde el 2005 al 2014 determinar si la Financiera ha seguido la misma corriente, y si existe una relación directa con este indicador. El indicador económico seleccionado para este análisis, es el Producto Interno Bruto (PIB) en dólares a precios corrientes, del periodo 2005 al 2014, el cual representa “la suma de los valores monetarios de los bienes y servicios finales producidos por una economía en un periodo determinado”²⁶.

²⁶ Producto Interno Bruto. (s.f.). Extraído el 24 de noviembre del 2014 desde http://www.economia.com.mx/producto_interno_bruto.htm

Además, si el PIB presenta una tendencia de crecimiento, indicaría que existen mayores recursos disponibles en el mercado, por ende mayor ahorro y las instituciones financieras captarían mayores recursos. A mayores captaciones, mayores recursos para colocar u otorgar créditos a los clientes de la Financiera, por consiguiente, mayores rendimientos que mejoraría la posición de la institución.

Por lo que para determinar si existe relación entre la obtención y otorgamiento de los recursos de la Financiera con el Producto Interno Bruto (PIB), se ha analizado las tendencias que han presentado cada una de estas variables en los últimos diez años, esto es desde el 2005 al 2014; es decir, si la tendencia de las captaciones y colocaciones ha seguido la misma dirección que el PIB y poder así aplicar una técnica estadística para estimar los flujos futuros.

En la siguiente tabla se muestran los saldos en dólares de cada variable de los últimos diez años:

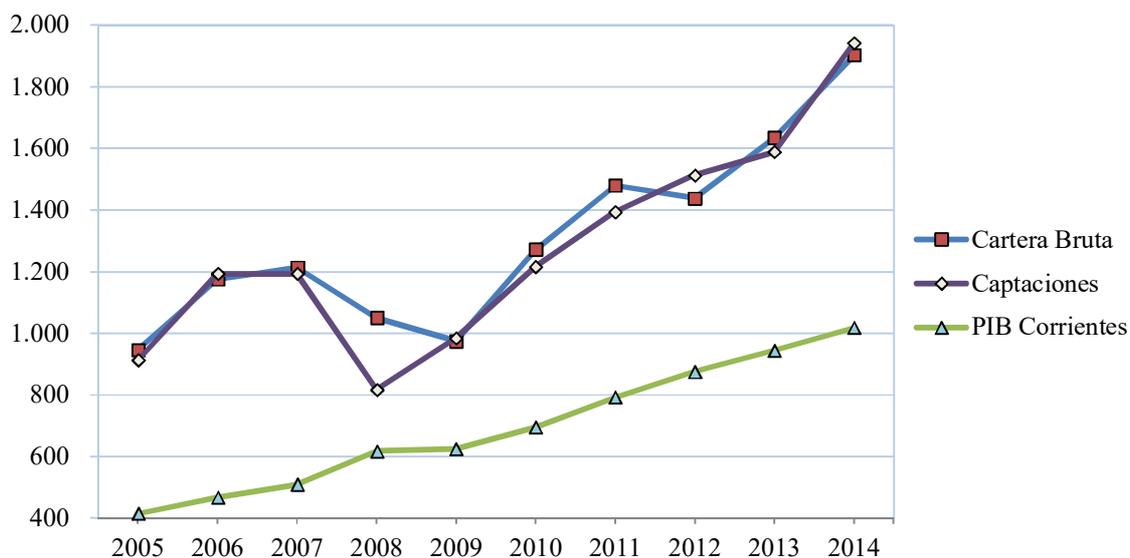
Tabla 5 – Saldos del 2005 al 2014

Año	Cartera Bruta	Captaciones	Valores en USD
			PIB Corrientes
2005	9,463,791	9,134,044	41,507,085,000
2006	11,755,342	11,937,799	46,802,044,000
2007	12,142,768	11,940,586	51,007,777,000
2008	10,502,319	8,173,248	61,762,635,000
2009	9,753,064	9,852,875	62,519,686,000
2010	12,726,863	12,171,952	69,555,367,000
2011	14,808,004	13,945,003	79,276,664,000
2012	14,392,141	15,132,319	87,623,411,000
2013	16,353,961	15,894,770	94,472,679,000
2014	19,039,571	19,427,853	101,857,334,000

Fuente: Banco Central del Ecuador y Banco Mundial
Elaborado por: Las autoras

Los valores presentados en la tabla 5, se han procedido a estandarizarlos en una misma unidad de medida, para reflejarlos en un gráfico y visualizar su tendencia, esto es:

Ilustración 13 – Tendencia cartera de créditos y captaciones versus PIB del 2005 al 2014



Fuente: Banco Central del Ecuador y Banco Mundial

Elaborado por: Las autoras

A través de la gráfica se observa que las captaciones presentan una tendencia similar a la del PIB, excepto en el año 2008 que tuvo un decremento del 32% en relación al año anterior; mientras que el PIB mantiene una tendencia de crecimiento en todos los años en los que se realizó el análisis.

Para corroborar la relación de tendencias que se presenta en la gráfica, se ha utilizado la técnica estadística denominada prueba de hipótesis, para validar el supuesto observado.

Esta técnica estadística es muy utilizada como soporte de investigación sistemática y científica. Consiste en suponer algún valor para el parámetro de interés (media poblacional) y usar los datos de la muestra para aceptar o rechazar la afirmación.

Es importante entender las diferentes situaciones que pueden ocurrir al probar estadísticamente una hipótesis.

Existen dos tipos de hipótesis:

H_0 : Hipótesis nula. (Es la hipótesis propuesta para el parámetro de interés).

H_a : Hipótesis alterna. (Es la hipótesis que se plantea en oposición a H_0 y que es aceptada en caso de que H_0 sea rechazada).²⁷

En este documento, se ha determinado como hipótesis nula (H_0) a validar que la media de las captaciones es igual estadísticamente a la media del Producto Interno Bruto. Al efectuar la aplicación de la prueba estadística pueden presentarse dos tipos de errores que son:

Siendo que la hipótesis propuesta H_0 es verdadera, y la prueba estadística indica que es falsa, representa el Error Tipo I.

Siendo que la hipótesis propuesta H_0 es falsa, y la prueba estadística indica que es verdadera, representa el Error Tipo II.

Ambos errores pueden tener consecuencias importantes al tomar una decisión en una situación real. Por lo tanto es necesario cuantificar la probabilidad de cometer cada tipo de error.²⁷

El procedimiento para efectuar la prueba de hipótesis se describe a continuación:

1. Establecer la hipótesis nula.
2. Determinar la hipótesis alterna.
3. Especificar el nivel de significancia α para la prueba.
4. Seleccionar el estadístico de prueba y definir la región de rechazo.
5. Calcular el valor estadístico.
6. Tomar una decisión. Si el valor estadístico de prueba cae en la región de rechazo, la decisión de rechazar H_0 en favor de H_a . Caso contrario se dice que no hay evidencia suficiente para rechazar.

²⁷ Rodríguez, I. (2007) Probabilidad y estadística básica para Ingenieros, Instituto de Ciencias Matemáticas – ESPOL.

El estadístico de prueba seleccionado para la aplicación de esta técnica es la distribución T o de Student, asumiendo que la población tiene distribución normal, debido a que este estadístico se aplica cuando el tamaño de la muestra a analizar es menor a 30, en este caso la muestra es de 20 datos.

Asumiendo las hipótesis de normalidad e igual varianza, con muestras independientes, la comparación de ambos grupos puede realizarse en términos de un único parámetro como el valor medio.

El estadístico t de Student para dos muestras independientes se basa en:

$$t = \frac{\bar{X} - \bar{Y}}{\sqrt{\frac{(n-1)\hat{S}_1^2 + (m-1)\hat{S}_2^2}{n+m-2}} \sqrt{\frac{1}{n} + \frac{1}{m}}}$$

Donde \bar{X} y \bar{Y} denotan el valor medio en cada uno de los grupos.

1. H_0 = La media del PIB es igual a la media de las Captaciones en términos estadísticos.
2. H_a : $p \neq p_0$
3. Nivel de significancia (Rango de aceptación de la hipótesis alterna) $\alpha = 5\%$.
4. Estadístico de prueba t de Student para muestras independientes.
5. Cálculo del valor estadístico:²⁸

$$t = \frac{\bar{X} - \bar{Y}}{\sqrt{\frac{(n-1)\hat{S}_1^2 + (m-1)\hat{S}_2^2}{n+m-2}} \sqrt{\frac{1}{n} + \frac{1}{m}}}$$

$$t = \frac{1,276.1 - 696.38}{\sqrt{\frac{(10-1)117,388 + (10-1)709}{10+10-2}} \sqrt{\frac{1}{10} + \frac{1}{10}}}$$

$$t = 4.5817$$

²⁸ Pita, S. (2001). Métodos paramétricos para la comparación de dos medias. t de Student, Pértega Díaz S.

Siendo:

\bar{X} = Media de las Captaciones desde el año 2005 al 2014.

\bar{Y} = Media del PIB desde el año 2005 al 2014.

\hat{S}_1^2 = Varianza de las captaciones desde el 2005 al 2014.

\hat{S}_2^2 = Varianza del PIB desde el 2005 al 2014.

n= Tamaño de la muestra de las Captaciones desde el 2005 al 2014.

m= Tamaño de la muestra del PIB desde el 2005 al 2014.

En la tabla de distribución t con un nivel de significancia α del 5% y con 16 grados de libertad se obtiene un t de 1.7459 por lo tanto.

Los resultados obtenidos luego de realizar el análisis de anteriormente descritos son:

P = 4.5817

T = 1.7459

$p > t \rightarrow$ Se acepta la hipótesis nula (H_0). Debido a que el valor estadístico de prueba no cae en la región de rechazo, y por ende se acepta la hipótesis nula y se descarta la hipótesis alterna.

Por lo cual se acepta que la media de las captaciones es estadísticamente igual a la media de PIB. De acuerdo a lo mencionado y en referencia a la ilustración 13, se determina el gradiente para las captaciones, el cual corresponde al promedio de las variaciones anuales de esta cuenta desde el año 2010 al 2014, debido a que desde este año las captaciones presentan una tendencia de crecimiento al igual que las colocaciones.

Tabla 6 – Variaciones anuales del 2010 al 2014

Año	Variación anual
2010	24%
2011	15%
2012	9%
2013	5%
2014	22%
Promedio	15%

Elaborado por: Las autoras

De acuerdo a esto las proyecciones de las obligaciones con el público para los siguientes 5 años son como se detalla a continuación:

Tabla 7 – Proyección de Obligaciones con el público

Nombre de la cuenta	Año base 2014	Grad.	2015	2016	2017	2018	2019
Obligaciones con el Público	19,427,853	15%	22,342,031	25,693,336	29,547,336	33,979,436	39,076,352

Elaborado por: Las autoras

La relación histórica determinada entre los rubros de colocaciones brutas y captaciones se presenta a continuación:

Tabla 8 – Relación entre colocaciones y captaciones

Nombre de la Cuenta	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Colocaciones brutas	9,753,064	12,726,863	14,808,004	14,392,141	16,353,961	19,039,571
Captaciones	9,852,875	12,171,952	13,945,003	15,132,319	15,894,770	19,427,853
Relación colocaciones vs. Captaciones	99%	105%	106%	95%	103%	98%

Elaborado por: Las autoras

Como se observa en el cuadro anterior las colocaciones representan entre el 95% en el 2012 y 106% en el 2011, siendo el 98% del total de las captaciones en el 2014, por lo cual se ha determinado calcular el promedio de representatividad entre estos años, el cual corresponderá al gradiente a utilizar para las proyecciones de las colocaciones brutas, el mismo que es el 101% de las captaciones.

A continuación se detallan los estados financieros y los análisis efectuados para la determinación de los gradientes de los rubros que componen los estados financieros.

3.1.1.1 ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

El estado de situación financiera está conformado por las cuentas de Activos, Pasivos y Patrimonio, refleja la situación en la que se encuentra la Financiera a un periodo determinado.

Como se lo mencionó en párrafos anteriores, para el desarrollo de este documento se analizaron los periodos del 2009 al 2014. A continuación se muestra los estados de situación financiera al 31 de diciembre de cada año; esta información fue obtenida de la página web de la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.

Cuadro 12 – Estados de Situación Financiera (2009 - 2014)

Nombre de la cuenta	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fondos Disponibles	529,182	1,290,369	792,107	634,381	761,353	827,314
Inversiones	2,315,196	1,787,769	2,031,019	3,031,807	2,033,001	2,678,001
Cartera de Créditos	9,484,531	12,395,350	14,401,618	13,900,766	15,861,012	18,361,281
Cuentas por Cobrar	163,859	158,370	182,966	217,323	246,036	497,451
Propiedades y Equipo	302,933	285,674	270,870	253,631	254,730	260,808
Otros Activos	383,902	446,372	548,943	1,605,880	1,899,020	2,423,649
Total Activos	13,179,603	16,363,904	18,227,523	19,643,788	21,055,152	25,048,504
Obligaciones con el						
Público	9,852,875	12,171,952	13,945,003	15,132,319	15,894,770	19,427,853
Cuentas por Pagar	370,323	653,437	552,005	585,295	662,029	715,481
Obligaciones Financieras	6,729	2,568	-	-	-	-
Otros Pasivos	11,530	411,700	201,526	54,685	225,976	409,535
Total Pasivos	10,241,457	13,239,657	14,698,534	15,772,299	16,782,775	20,552,869
Capital Social	2,552,836	2,672,836	2,900,836	3,222,836	3,531,406	3,892,206
Reservas	192,928	218,518	231,426	267,168	301,097	341,186
Superávit por Valuaciones	38,985	38,985	38,985	38,985	38,985	38,985
Resultados	153,397	193,908	357,742	342,500	400,889	223,258
Total Patrimonio	2,938,146	3,124,247	3,528,989	3,871,489	4,272,377	4,495,635
Total Pasivos + Patrimonio	13,179,603	16,363,904	18,227,523	19,643,788	21,055,152	25,048,504

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador

3.1.1.1.1 ACTIVOS

Para realizar las proyecciones de las cuentas de Activos como fondos disponibles, inversiones, entre otras, se ha establecido la proporcionalidad de estas cuentas referente a la cartera de créditos del 2009 al 2014, y se ha determinado el promedio entre estos años como gradiente a aplicar.

A continuación se detallan los porcentajes de proporcionalidad y el promedio establecido de las distintas cuentas de Activos.

Tabla 9 – Gradientes determinados de cuentas de Activos en base a cartera de créditos 2015 - 2019

Código	Nombre de la Cuenta	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
11	Fondos disponibles	5%	10%	5%	4%	5%	4%	6%
13	Inversiones	24%	14%	14%	21%	12%	14%	17%
16	Cuentas por cobrar	2%	1%	1%	2%	2%	3%	1.6%
18	Propiedades y equipo	3%	2%	2%	2%	2%	1%	2%
19	Otros activos	4%	4%	4%	11%	12%	13%	8%

Elaborado por: Las autoras

En el cuadro anterior se observa que el gradiente resultante de la propiedad, planta y equipo neto es el 2% en relación a la cartera de créditos bruta; sin embargo, se ha establecido la proporción del costo y depreciación acumulada en base a la cartera de créditos bruta, la misma que se muestra a continuación:

Tabla 10 – Gradiente costo de propiedad, planta y equipo en base a cartera de créditos 2015 - 2019

Nombre de la Cuenta	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
Costo PPE	4%	3%	3%	3%	3%	2%	3%

Elaborado por: Las autoras

Tabla 11 – Proyección de propiedad, planta y equipo 2015 – 2019 (en dólares)

Nombre de la cuenta	2015	2016	2017	2018	2019
Costo	676,964	778,508	895,284	1,029,577	1,184,013
Depreciación Acumulada	(225,655)	(259,503)	(298,428)	(343,192)	(394,671)
PPE, neto	451,309	519,005	596,856	686,385	789,342

Elaborado por: Las autoras

En cuanto, para las proyecciones de Provisión de cuentas incobrables se ha analizado la relación histórica con la cartera de créditos bruta, es decir, entre el 2009 y 2014 qué porcentaje de la cartera de créditos representan esta provisión, a través de lo cual se observó que representa el 3% de la Cartera bruta entre el 2009 y 2013, y en el periodo 2014 el 4%. Por lo tanto, el gradiente a utilizar para la proyección será el 3% de la cartera de créditos bruta.

La relación de la provisión cuentas incobrables versus la Cartera bruta se resume a continuación:

Tabla 12 – Relación provisión cuentas incobrables versus cartera bruta

Nombre de la Cuenta	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Cartera de créditos bruta	9,753,064	12,726,863	14,808,004	14,392,141	16,353,961	19,039,571
Provisión cuentas incobrables	(268,533)	(331,513)	(406,386)	(491,375)	(492,949)	(678,290)
Relación Provisión vs. Cartera	3%	3%	3%	3%	3%	4%

Elaborado por: Las autoras

Las proyecciones de la cartera, considerando como base los valores proyectados de las Captaciones y los porcentajes de proporcionalidad establecidos en el cuadro anterior, son como sigue:

Tabla 13 – Proyecciones cartera de créditos 2015 – 2019

Nombre de la cuenta	2015	2016	2017	2018	2019
Cartera de Créditos Bruta	22,565,451	25,950,269	29,842,809	34,319,231	39,467,115
Provisión Cuentas Incobrables	(676,964)	(778,508)	(895,284)	(1,029,577)	(1,184,013)
Cartera de Créditos Neta	21,888,488	25,171,761	28,947,525	33,289,654	38,283,102

Elaborado por: Las autoras

3.1.1.1.2 PASIVOS

En cuanto para las cuentas de Pasivos, se ha establecido la relación existente con la cuenta de obligaciones con el público, es decir, se determinó el promedio de los porcentajes de proporcionalidad del 2009 al 2014, el cual será utilizado como gradiente para la determinación de las proyecciones de estas cuentas.

Tabla 14 – Gradientes determinados de cuentas de Pasivos en base a captaciones 2015 - 2019

Nombre de la cuenta	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
Cuentas por Pagar	4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
Otros Pasivos	0%	3%	1%	0%	1%	2%	1%

Elaborado por: Las autoras

Para establecer la proporción de las obligaciones con el público de acuerdo a su plazo para los años futuros, se ha procedido a determinar el peso de cada uno con el total de la cuenta del 2009 al 2014, los cuales se promediaron y se obtuvo su proporcionalidad.

Tabla 15 – Proporcionalidad de las obligaciones con el público de acuerdo a su plazo 2015 - 2019

Plazo	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
De 1 a 30 días	12%	18%	10%	15%	15%	17%	15%
De 31 a 90 días	24%	28%	34%	30%	24%	29%	28%
De 91 a 180 días	20%	19%	20%	17%	20%	21%	20%
De 181 a 360 días	38%	21%	25%	23%	30%	26%	27%
De más de 361 días	6%	13%	11%	14%	12%	7%	10%

Elaborado por: Las autoras

De acuerdo a la proporcionalidad obtenida, se procedió a determinar los saldos de las obligaciones de acuerdo a su plazo, estos son:

Tabla 16 – Obligaciones con el público de acuerdo a su plazo 2015 - 2019

Plazo	2015	2016	2017	2018	2019
De 1 a 30 días	3,351,305	3,854,000	4,432,100	5,096,915	5,861,453
De 31 a 90 días	6,255,769	7,194,134	8,273,254	9,514,242	10,941,378
De 91 a 180 días	4,468,406	5,138,667	5,909,467	6,795,887	7,815,270
De 181 a 360 días	6,032,348	6,937,201	7,977,781	9,174,448	10,550,615
De más de 361 días	2,234,203	2,569,334	2,954,734	3,397,944	3,907,635

Elaborado por: Las autoras

De los saldos obtenidos, se estableció el aumento de la deuda de acuerdo a su plazo, esto es a corto y largo, los cuales se utilizarán cuando se requiera efectuar el flujo de caja para los accionistas.

Tabla 17 – Aumento deuda a corto plazo 2015 – 2019

Plazo	2015	2016	2017	2018	2019
De 1 a 30 días	80,418	502,696	578,100	664,815	764,537
De 31 a 90 días	550,516	938,365	1,079,120	1,240,988	1,427,136
De 91 a 180 días	465,193	670,261	770,800	886,420	1,019,383
De 181 a 360 días	924,569	904,852	1,040,580	1,196,667	1,376,167
Total corto plazo	2,020,696	3,016,174	3,468,600	3,988,890	4,587,224

Elaborado por: Las autoras

Tabla 18 – Aumento deuda a largo plazo 2015 – 2019

Plazo	2015	2016	2017	2018	2019
De más de 361 días	893,482	335,130	385,400	443,210	509,692

Elaborado por: Las autoras

Los pagos o devoluciones de la deuda registradas durante cada periodo se resumen a continuación:

Tabla 19 – Pagos de deuda contraídas – Obligaciones con el público de acuerdo a su plazo 2015 - 2019

Plazo	2015	2016	2017	2018	2019
De 1 a 30 días	3,270,887	3,351,305	3,854,000	4,432,100	5,096,915
De 31 a 90 días	5,705,252	6,255,769	7,194,134	8,273,254	9,514,242
De 91 a 180 días	4,003,214	4,468,406	4,468,406	5,138,667	5,909,467
De 181 a 360 días	5,107,779	6,032,348	6,032,348	6,937,201	7,977,781
Total	18,087,132	20,107,828	21,548,889	24,781,222	28,498,406

Elaborado por: Las autoras

3.1.1.1.3 PATRIMONIO

Para las proyecciones de las cuentas de Patrimonio, en el caso de las reservas se ha establecido la relación existente con la cuenta de capital del 9%.

Considerando los porcentajes y rubros antes indicados, las proyecciones del estado de situación financiera se presenta a continuación:

Cuadro 13 – Estado de Situación Financiera proyectado 2015 – 2019

Nombre de la cuenta	2015	2016	2017	2018	2019
Fondos Disponibles	1,353,927	1,557,016	1,790,569	2,059,154	2,368,027
Inversiones	3,836,127	4,411,546	5,073,278	5,834,269	6,709,410
Cartera de Créditos	21,888,488	25,171,761	28,947,525	33,289,654	38,283,102
Cuentas por Cobrar	361,047	415,204	477,485	549,108	631,474
Propiedades y Equipo	451,309	519,005	596,856	686,385	789,342
Otros Activos	1,805,236	2,076,022	2,387,425	2,745,538	3,157,369
Total Activos	29,696,134	34,150,554	39,273,137	45,164,108	51,938,724
Obligaciones con el Público	22,342,031	25,693,336	29,547,336	33,979,436	39,076,352
Cuentas por Pagar	893,681	1,027,733	1,181,893	1,359,177	1,563,054
Obligaciones Financieras	-	-	-	-	-
Otros Pasivos	223,420	256,933	295,473	339,794	390,764
Total Pasivos	23,459,132	26,978,002	31,024,703	35,678,408	41,030,169
Capital Social	5,380,932	6,193,436	7,127,817	8,202,354	9,438,072
Reservas	484,284	557,409	641,504	738,212	849,427
Superávit por Valuaciones	38,985	38,985	38,985	38,985	38,985
Resultados	332,801	382,721	440,129	506,148	582,071
Total Patrimonio	6,237,001	7,172,552	8,248,434	9,485,699	10,908,554
Total Pasivos + Patrimonio	29,696,134	34,150,554	39,273,137	45,164,108	51,938,724

Elaborado por: Las autoras

3.1.1.2 ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

Cuadro 14 – Estados de Resultados Integral

Nombre de la Cuenta	2009	2010	2011	2012	2013	2014
(+) INGRESOS FINANCIEROS	1,592,583	1,742,355	2,213,768	2,540,796	2,604,511	3,124,301
Intereses y descuentos de cartera de créditos	1,566,126	1,720,400	2,194,418	2,521,564	2,592,668	3,024,953
Comisiones ganadas	25,969	11,891	4,724	3,995	3,949	4,545
Ingresos por servicios	487	10,064	14,626	15,236	7,894	94,802
(-) GASTOS FINANCIEROS	625,572	714,971	923,693	1,055,817	1,130,059	1,378,966
Obligaciones con el público	621,879	712,207	920,247	1,052,379	1,124,720	1,373,988
Comisiones causadas	3,693	2,764	2,855	3,438	5,339	4,977
Pérdidas financieras	-	-	591.83	-	-	-
(=) MARGEN BRUTO FINANCIERO	967,011	1,027,385	1,290,075	1,484,979	1,474,452	1,745,336
(+) INGRESOS OPERACIONALES	156,819	253,466	305,202	224,162	265,685	289,397
Otros ingresos operacionales	156,819	253,466	305,202	224,162	265,685	289,397
(-) GASTOS DE OPERACION	679,901	736,461	881,528	932,245	940,540	1,307,955
Gastos de personal	483,375	539,412	591,532	620,045	603,924	942,160
Gastos operacionales	196,526	197,048	289,996	312,200	336,617	365,795
(-) OTROS GASTOS DE OPERACION	239,249	218,165	217,871	329,264	221,617	411,070
Provisiones	115,405	89,046	80,539	195,050	67,909	236,504
Depreciaciones	22,496	26,130	25,134	27,418	29,506	35,074
Amortizaciones	12,086	8,010	5,871	8,748	14,679	17,855
Otros gastos	89,262	94,978	106,327	98,048	109,523	121,638
(-) INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	51,284	132,318	138,136	105,133	177,091	92,449
Otros ingresos	19,961	24,706	17,411	74,576	23,298	13,851
Otros gastos y pérdidas	-	94	367	1,908	1	695
Impuestos y participación a empleados	71,245	156,930	155,180	177,800	200,388	105,605
(=) Utilidades después de impuestos y participación trabajadores	153,397	193,908	357,742	342,500	400,889	223,258

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador

Para determinar el gradiente a aplicar para la proyección de los rubros del estado de resultados integrales se ha efectuado análisis por grupos de cuentas como se detalla a continuación:

3.1.1.2.1 PROYECCIONES PARA CUENTAS DE INGRESOS

Para la determinación de los saldos proyectados de las cuentas del estado de resultados se analizó cada una de las cuentas y se estableció la relación más apropiada de acuerdo a la naturaleza de cada una de ellas. A continuación se resumen las relaciones establecidas para el cálculo del gradiente:

Tabla 20 – Gradientes determinados para proyecciones para cuentas de ingresos 2015 – 2019

Nombre de la Cuenta	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio	Proporcionalidad
Intereses y descuentos de cartera de créditos	16%	14%	15%	18%	16%	16%	16%	En base a la cartera de créditos bruta.
Otros ingresos operacionales	10%	15%	14%	9%	10%	10%	11%	En base a los intereses y descuentos de cartera de créditos

Elaborado por: Las autoras

3.1.1.2.3 PROYECCIONES PARA CUENTAS DE GASTOS

Para realizar la proyección de las cuentas de gastos, se ha tomado en base a proporcionalidades existentes con cuentas principales de la industria objeto de estudio.

Tabla 21 – Gradientes determinados para proyecciones de cuentas de gastos 2015 – 2019

Nombre de la Cuenta	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio	Proporcionalidad
GASTOS FINANCIEROS								
Obligaciones con el público	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	En base a las obligaciones con el público.
GASTOS DE OPERACIÓN								
Gastos de personal	78%	76%	64%	59%	54%	69%	66%	En base al total de los gastos de intereses por obligaciones con el público.
Gastos operacionales	32%	28%	32%	30%	30%	27%	29%	
OTROS GASTOS DE OPERACIÓN								
Provisiones	1%	1%	1%	1%	0%	1%	1%	En base a las cuenta de cartera de créditos bruta.
Depreciaciones	5%	6%	6%	7%	7%	8%	7%	En base a PPE sin depreciación.
Amortizaciones	55%	48%	44%	41%	43%	30%	43%	En base a la cuenta de gastos diferidos incluida amortización.
Otros gastos	14%	13%	12%	9%	10%	9%	11%	En base a total de los gastos de intereses.

Elaborado por: Las autoras

Considerando los porcentajes y rubros antes indicados las proyecciones del estado de resultados se presentan a continuación:

Cuadro 15 – Estado de Resultados Integrales proyectado 2015-2019

Nombre de la Cuenta	2015	2016	2017	2018	2019
(+) INGRESOS FINANCIEROS	3,610,472	4,152,043	4,774,849	5,491,077	6,314,738
Intereses y descuentos de cartera de créditos	3,610,472	4,152,043	4,774,849	5,491,077	6,314,738
(-) GASTOS FINANCIEROS	1,563,942	1,798,533	2,068,314	2,378,561	2,735,345
Obligaciones con el público	1,563,942	1,798,533	2,068,314	2,378,561	2,735,345
(=) MARGEN BRUTO FINANCIERO	2,046,530	2,353,510	2,706,536	3,112,516	3,579,394
(+) INGRESOS OPERACIONALES	397,152	456,725	525,233	604,018	694,621
Otros ingresos operacionales	397,152	456,725	525,233	604,018	694,621
(-) GASTOS DE OPERACION	1,485,745	1,708,607	1,964,898	2,259,633	2,598,577
Gastos de personal	1,032,202	1,187,032	1,365,087	1,569,850	1,805,327
Gastos operacionales	453,543	521,575	599,811	689,783	793,250
(-) OTROS GASTOS DE OPERACION	467,728	537,887	618,570	711,355	818,058
Provisiones	225,655	259,503	298,428	343,192	394,671
Depreciaciones	47,387	54,496	62,670	72,070	82,881
Amortizaciones	22,652	26,050	29,957	34,451	39,618
Otros gastos	172,034	197,839	227,514	261,642	300,888
(=) Utilidades antes de de participación trabajadores	490,209	563,741	648,302	745,547	857,379
(-) Participación a empleados	73,531	84,561	97,245	111,832	128,607
(=) Utilidades antes de impuesto a la renta	416,678	479,180	551,057	633,715	728,772
(-) Impuesto a la renta	83,877	96,459	110,928	127,567	146,702
(=) Utilidades después de impuestos y participación trabajadores	332,801	382,721	440,129	506,148	582,071

Elaborado por: Las autoras

3.1.2 OBTENCIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE

Considerando la proyección efectuado en el estado de resultados integrales y las posibles inversiones indicadas en los puntos anteriores, se ha procedido a determinar el flujo de caja neto, el cual se lo detalla a continuación:

Cuadro 16 – Flujo de caja libre

Nombre de la Cuenta	2015	2016	2017	2018	2019
(=) Utilidades antes de participación trabajadores	490,209	563,741	648,302	745,547	857,379
(-) Participación a empleados	73,531	84,561	97,245	111,832	128,607
(=) Utilidades antes de impuesto a la renta	416,678	479,180	551,057	633,715	728,772
(-) Impuesto a la renta	83,877	96,459	110,928	127,567	146,702
(=) Utilidades después de impuestos y participación trabajadores	332,801	382,721	440,129	506,148	582,071
(-) 10% Reserva legal	33,280	38,272	44,013	50,615	58,207
(=) Utilidad disponible para los accionistas	299,521	344,449	396,116	455,533	523,863
(+) Provisiones	225,655	259,503	298,428	343,192	394,671
(+) Depreciaciones	47,387	54,496	62,670	72,070	82,881
(+) Amortizaciones	22,652	26,050	29,957	34,451	39,618
(-) Inversiones en activos	258,084	117,085	136,990	160,278	187,525
(+) Intereses x (1-20.13%)	1,249,121	1,436,489	1,651,962	1,899,756	2,184,720
(=) Flujo de Caja Libre	1,586,252	2,003,900	2,302,143	2,644,725	3,038,228

Elaborado por: Las autoras

3.1.3 OBTENCIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO A APLICAR

Como se ha citado durante el desarrollo de nuestro proyecto, para calcular el valor de la empresa a través del flujo de caja libre (free cash flow) “se debe descontar o actualizar los flujos futuros utilizando el coste promedio ponderado de los recursos (WACC), debido a que, se está valorando la empresa en su conjunto (deuda más acciones), por lo que se debe

considerar la rentabilidad exigida de la deuda y a las acciones en la proporción que financian la empresa”²⁹. La fórmula del WACC es:

$$WACC = \frac{E * Ke + D * Kd * (1 - T)}{E + D}$$

Primero se calculará el Ke, el cual representa el coste de los recursos propios. “Desde la perspectiva de la empresa, el rendimiento esperado es el costo del capital accionario de la empresa. Bajo el CAPM, el rendimiento esperado sobre las acciones es:

$$E(R_i) = R_F + \beta \times (R_M - R_F)$$

Donde R_F es la tasa libre de riesgo y $R_M - R_F$ es la diferencia entre el rendimiento esperado sobre el portafolio del mercado y la tasa libre de riesgo. Con frecuencia, esta diferencia recibe el nombre de rendimiento de mercado en exceso o prima de riesgo del mercado. Para estimar el costo del capital accionario de una empresa se deben conocer tres factores:

La tasa libre de riesgo, R_F .

La prima de riesgo de mercado, $R_M - R_F$.

La beta de la compañía β (mide el riesgo sistemático, no diversificable o riesgo de mercado).”³⁰

En cuanto a la estimación de la tasa de descuento de la prima de riesgo de mercado, “es controversial, no en cuanto al tipo de rendimiento de los valores que se deben aplicar, sino con respecto a su vigencia relevante. La mayoría está de acuerdo en que un valor del Tesoro, respaldado por toda la solvencia y crédito del gobierno de Estados Unidos, es el instrumento que se debe utilizar cuando se realiza un cálculo del rendimiento ‘libre de riesgo’. Sin embargo, una cosa muy distinta es la elección de la vigencia adecuada. Sostienen que, como los proyectos de inversión de capital tienen una vigencia prolongada, se debe recurrir a los

²⁹ Fernández, P. (2012). Valoración de empresas, (pp.47,48). Gestión 2000.

³⁰ Ross, S. (2009). Finanzas Corporativas, (pp. 321). Mc Graw Hill.

bonos del Tesoro a largo plazo. Cuanto mayor sea la vigencia, más elevada será la tasa libre de riesgo.”³¹

“Las características fundamentales que deben reunir un activo libre de riesgo son las siguientes:

No debe existir dudas sobre su recuperabilidad; es decir, debe haber inexistencia del denominado default risk (riesgo de impago).

No debe existir reinvestment risk (riesgo derivado de la reinversión de los rendimientos del activo durante el horizonte temporal hasta su vencimiento). Para evitar este riesgo se utiliza una duración del activo vinculada con la de los flujos de caja de la inversión y/o estrategia de la empresa.

Ha de estar emitido en la misma moneda y condiciones de rentabilidad, nominal o real, que los flujos de caja con los que se contrasta.

En la práctica suele utilizarse el bono del Estado a diez años debido a las siguientes razones: dicho periodo de tiempo es menos sensible a la inflación y, consecuentemente, tiene una menor beta, se aproxima mejor a la duración del índice del mercado y es más congruente con el horizonte temporal que habitualmente se utiliza en la proyección de los flujos de caja libre de una compañía.”³²

Por lo mencionado en los párrafos anteriores, la tasa libre de riesgo que se utilizará para nuestra valoración, es la tasa del Tesoro de Estados Unidos a 10 años; debido a que como se indicó anteriormente, ésta es menos sensible a la inflación, al 31 de diciembre del 2014 es 2.17%³³.

³¹ Horne, V., Wachowicz, J., (2011) Fundamentos de Administración Financiera, (pp. 400,401).Pearson Education, Inc.

³² Gutiérrez, M. (2010) Creación de Valor para el Accionista, (pp. 39). Díaz de Santos.

³³ Tasa obtenida de la página web del Banco Central de Costa Rica cuya fuente es Bloomberg.

Prima de Riesgo de Mercado

“De acuerdo con el CAPM, la magnitud de la prima de riesgo de la cartera de mercado la determina la aversión al riesgo agregada de los inversionistas y la volatilidad del rendimiento de mercado. Para inducir a los inversionistas a que acepten el riesgo de la cartera de mercado, se les debe ofrecer una tasa esperada de rendimiento que exceda la tasa de interés libre de riesgo. Cuanto más alto sea el grado promedio de aversión de la población al riesgo, más alta será la prima de riesgo requerida.

En el CAPM, la prima de riesgo de equilibrio de la cartera de mercado es igual a la varianza de la cartera de mercado multiplicada por un promedio ponderado del grado de aversión al riesgo de los tenedores de riqueza (A):

$$E(r_M) - r_f = A\sigma_M^2$$

“A” debe verse como un índice del grado de aversión al riesgo en la economía.

De acuerdo con el CAPM, la prima de riesgo de mercado puede cambiar con el tiempo, ya sea porque cambie la varianza del mercado o el grado de aversión al riesgo, o ambos”³⁴.

Para la determinación de la prima de riesgo de este documento, se ha seleccionado la tasa que se observa en la página web de Damodaran.com, sección Prima de riesgo para otros mercados y dentro del listado, se seleccionó Ecuador, cuya tasa al 1 de enero del 2015 es de 9.75%.

Coefficiente Beta

En cuanto al “coeficiente beta, es el coeficiente del riesgo sistemático. Sirve para medir la sensibilidad de los rendimientos de las acciones a los cambios en los rendimientos del

³⁴ Merton Robert C, Finanzas, (pp. 347).

portafolio de mercado. El coeficiente beta de un portafolio simplemente es un promedio ponderado de cada uno de los índices beta de las acciones del portafolio”³⁵.

“Los determinantes del coeficiente beta de una compañía son los siguientes:

1. El tamaño de la compañía: las compañías con mayor tasa de crecimiento de capital invertido están sujetas a la incertidumbre de los flujos de caja de sus proyectos de inversión y tienen mayor beta, por lo que se asume una relación positiva entre crecimiento y beta.
2. El tipo de negocio que desarrolla (las compañías que operan en negocios de mayor riesgo tienen mayor coeficiente beta) y su volatilidad.
3. El grado de apalancamiento operativo (a mayor apalancamiento operativo mayor coeficiente beta) y el grado de apalancamiento financiero (a mayor apalancamiento financiero mayor volatilidad de los resultados y mayor coeficiente beta).³⁶

Los portafolios con coeficientes β mayores que uno relativamente representan mayor riesgo que los del mercado. Los portafolios con coeficientes β menores que uno relativamente ofrecen menor riesgo que los del mercado. Los portafolios con coeficientes β igual a cero están libres de riesgo.”³⁷

“Para encontrar el coeficiente beta de un activo, se utilizan los rendimientos históricos de ese activo. El rendimiento de mercado es el rendimiento en la cartera de mercado de todos los valores negociados. Como rendimiento de mercado se utiliza el Standard & Poor’s 500 Stock Composite Index o algún otro índice accionario semejante. Las betas para

³⁵ Horne, V., Wachowicz, J., (2011) Fundamentos de Administración Financiera, (pp. 105). Pearson Education, Inc.

³⁶ Gutiérrez, M. (2010) Creación de Valor para el Accionista, (pp. 40). Díaz de Santos.

³⁷ Espinoza, C., Fonseca, L., Jiménez, B., Ingeniería Económica, (pp. 138 - 139). Hipertexto Ltda.

acciones negociadas activamente se pueden obtener de varias fuentes, pero se debe entender cómo se derivan e interpretan y cómo se aplican a las carteras”³⁸.

Con la finalidad de adaptar el beta para la valoración de la institución financiera considerando el riesgo del negocio y que resulte más a la realidad de la misma se lo apalancó utilizando la siguiente fórmula:

$$\beta_L = \beta_U \left[1 + (1 - T) \left(\frac{D}{E} \right) \right]$$

Donde:

β_L = Beta apalancado

β_U = Beta desapalancado

T = Tasa de impuesto a la renta

D = Proporcionalidad de la deuda

E = Proporcionalidad del Patrimonio

- El Beta desapalancado se lo obtuvo de la página web Damodaran.com en la sección de betas apalancadas y desapalancadas para industrias, mercados emergentes, servicios Financieros con corte al 5 de enero del 2015, el cual es del 0.39.
- Para la tasa de impuesto a la renta se consideró el impuesto pagado en el año 2014 (56,276) sobre la utilidad antes de impuestos (279,533) de Global Sociedad Financiera resultando el 20.13%.
- El patrimonio y obligaciones de Global Sociedad Financiera al 31 de diciembre del 2014 es de US\$4,495,635 y US\$19,427,853 respectivamente, basado en estos datos se puede determinar la relación que es del 4.32 y el peso de capital y de la deuda en 0.81.

³⁸ Lawrence, G. (2012), Principios de Administración Financiera, (pp. 207). Pearson Education, Inc.

DETERMINACIÓN BETA APALANCADA PARA GLOBAL SOCIEDAD FINANCIERA S. A.

$$\beta_L = 0.39 \times (1 + (1 - 0.2013) \times 4.3215)$$

$$\beta_L = 1.74$$

La tasa de la deuda se la obtuvo efectuando un promedio ponderado de las tasas de interés, montos y plazos de los certificados de depósitos que tiene la Financiera al 31 de diciembre del 2014, basadas en las tasas referenciales publicadas del Banco Central del Ecuador la cual resultó el 5.50%.

Tabla 22 – Determinación tasa de la deuda

Plazo	A Diciembre 31, 2014
30-60	4.28%
61-90	4.68%
91-120	5.02%
121-180	5.70%
181-360	6.15%
>361	7.16%
Promedio de tasa	5.50%

Fuente: Banco Central del Ecuador

La tasa del riesgo país del Ecuador en diciembre del 2014 fue de 883³⁹, para expresarla en porcentaje la se divide para 1,000 por lo que la tasa a utilizar es del 8.83%.

Acorde a la información antes indicada se tiene como resultado lo siguiente:

³⁹ Banco Central del Ecuador BCE, Cedatos, CESLA.

Determinación de tasa de descuento – Modelo CAPM

$$E(R_i) = R_F + \beta \times (R_M - R_F) + PR_{Ecuador}$$

$$E(R_i) = 2.17\% + 1.7361 \times (9.75\%) + 8.83\%$$

$$E(R_i) = 27.93\%$$

Determinación de tasa de descuento WACC

$$WACC = \frac{E * Ke + D * Kd * (1 - T)}{E + D}$$

$$WACC = \frac{0.19 * 27.93\% + 0.81 * 5.50\% * (1 - 0.2013)}{0.19 + 0.81}$$

$$WACC = 8.81\%$$

3.1.4 OBTENCIÓN DEL FLUJO DE CAJA DE ACCIONISTAS Y DETERMINACIÓN DEL VALOR PRESENTE

El capital cash flow (CCF) es el cash flow disponible para todos los poseedores de deuda y acciones. Es el flujo de caja para los accionistas (Cfac) más el flujo de caja que corresponde a los tenedores de deuda, que es igual a los intereses percibidos por la deuda menos el incremento principal de la deuda. En el caso de que la empresa no tuviera deuda en su pasivo el CFac y FCF coinciden.⁴⁰

Lo anteriormente indicado se resume de la siguiente manera:

⁴⁰ Fernández, P. (2012). Valoración de empresas,(pp 284). Gestión 2000.

Flujos ⁴¹

Free cash flow = flujo de caja libre

(-) intereses x (1-20.13%)

(+) aumento de deuda a corto

(-) disminución de deuda a largo

(=) Cash flow para los accionistas

El flujo de caja de accionistas para Global Sociedad Financiera es el que se presenta a continuación:

Cuadro 17 – Flujo de caja de los accionistas

Nombre de la Cuenta	2015	2016	2017	2018	2019
Flujo de Caja Libre	1,586,252	2,003,900	2,302,143	2,644,725	3,038,228
(-) Intereses x (1-20.13%)	1,249,121	1,436,489	1,651,962	1,899,756	2,184,720
(+) Aumento de deuda a corto plazo	2,020,696	3,016,174	3,468,600	3,988,890	4,587,224
(=) Flujo de Caja de los accionistas	2,357,827	3,583,586	4,118,782	4,733,859	5,440,733

Elaborado por: Las autoras

Utilizando la tasa de descuento CAPM determinada en el punto 3.1.3 la cual se la considera como apropiada para los descuento de flujo de los accionistas resultó del 27.93%, la misma que se la utilizó para obtener el valor presente resultando de US\$9,355,077.

3.1.5 OBTENCIÓN DE LOS FLUJOS FUTUROS DESCONTADOS Y VALOR ACTUAL DE LA FINANCIERA

Una vez obtenido el flujo de caja neto y la tasa de descuento indicada en el punto anterior, la cual fue del 8.81% se procede a descontar los flujos futuros como se presenta a continuación:

⁴¹ Fernández, P. (2012). Valoración de empresas, (pp. 287). Gestión 2000

Cuadro 18 – Flujo de caja neto

Nombre de la Cuenta	2015	2016	2017	2018	2019
(=) Utilidades antes de participación trabajadores	490,209	563,741	648,302	745,547	857,379
(-) Participación a empleados	73,531	84,561	97,245	111,832	128,607
(=) Utilidades antes de impuesto a la renta	416,678	479,180	551,057	633,715	728,772
(-) Impuesto a la renta	83,877	96,459	110,928	127,567	146,702
(=) Utilidades después de impuestos y participación trabajadores	332,801	382,721	440,129	506,148	582,071
(-) 10% Reserva legal	33,280	38,272	44,013	50,615	58,207
(=) Utilidad disponible para los accionistas	299,521	344,449	396,116	455,533	523,863
(+) Provisiones	225,655	259,503	298,428	343,192	394,671
(+) Depreciaciones	47,387	54,496	62,670	72,070	82,881
(+) Amortizaciones	22,652	26,050	29,957	34,451	39,618
(-) Inversiones en activos	258,084	117,085	136,990	160,278	187,525
(+) Intereses x (1-20.13%)	1,249,121	1,436,489	1,651,962	1,899,756	2,184,720
(=) Flujo de Caja Libre	1,586,252	2,003,900	2,302,143	2,644,725	3,038,228

Elaborado por: Las autoras

A través de la fórmula VNA, que determina el valor presente de una serie de flujos futuros descontados a una tasa de descuento, se ha determinado el valor actual, el cual constituye el valor de la Financiera, dado los flujos futuros obtenidos en base a determinadas hipótesis en un horizonte de 5 años.

Es decir, la Financiera al 31 de diciembre del 2014, dadas las proyecciones realizadas, tiene un valor de US\$26,810,695, en base a los flujos de caja disponibles que la Financiera generará en los próximos 5 años, luego de haber cubierto sus necesidades de inversión de activos y sus necesidades operativas de fondos. Los US\$26,810,695 resultan de la suma del valor actual descontando la tasa WACC de 8.81% más el valor actual de la perpetuidad simple que resultó US\$ 17,995,840 desde el año 2015 al 2019.

Cabe indicar, que este resultado obtenido no representa el precio de la Financiera a una fecha determinada, sino representa el valor en base a determinados factores económicos y análisis financieros efectuados por las autoras.

El valor determinado de la Financiera no es único, este cambiará de acuerdo a los supuestos que se apliquen para la obtención de los flujos.

En ocasiones se tiende a confundir que el valor de una empresa es el valor de su Patrimonio; a través de este método aplicado, se puede determinar que la empresa, en este caso la Financiera, el valor se mide por los flujos futuros que pueda generar en un periodo determinado, que traídos a un valor actual, a través de una tasa de descuento adecuada, nos proporciona el valor de la empresa para determinados usuarios.

CAPÍTULO 4

4.1 CONCLUSIONES

1. Los rubros que representan el ‘core business’ o giro del negocio de la Financiera son las Colocaciones y Captaciones, esto es, Cartera de créditos en los Activos y Obligaciones con el público en los Pasivos, respectivamente; esto dado la naturaleza de las actividades de las instituciones financieras en Ecuador.
2. La valoración de la Financiera se la efectuó bajo el principio de negocio en marcha, es decir, la Financiera continuará sus operaciones en un tiempo indefinido, de al menos 5 años, el cual es el horizonte determinado para este estudio.
3. Debido a que la industria financiera, es un sector que está estrechamente correlacionado con la economía, se requirieron técnicas estadísticas para determinar la variable económica que tenga una asociación directa con la variable a estimar y a su vez permita explicar la mayor proporción de los datos de la misma.
4. Dentro del capítulo 3 se efectuó un gráfico de líneas con la finalidad de visualizar y así poder concluir que las variables de captaciones, colocaciones y el PIB mantienen una misma tendencia entre el año 2009 y 2014, excepto por años atípicos.
5. Una vez observado que las variables de captaciones, colocaciones y PIB tienen una misma tendencia se procedió a efectuar un análisis de prueba de hipótesis, en la que se concluyó aceptar la hipótesis nula que demuestra que la media del PIB es igual a la media de las captaciones, esto se lo efectuó mediante el estadístico de prueba t de Student para muestras independientes. Este análisis se consideró de base sustento para

determinar gradientes que continúen pronosticando tales variables y las que se encuentran relacionadas a las mismas.

6. En cuanto para la proyección de las colocaciones, se estableció la proporcionalidad de esta cuenta referente a las captaciones desde el periodo 2009 al 2014, obteniendo como promedio el 101%, lo cual indica que las colocaciones no solamente están siendo provistas de las captaciones sino de otras fuentes como aportes de accionistas y/o utilidades reinvertidas.
7. Así mismo, para las cuentas del estado de resultados que están asociadas a las cuentas generadoras del negocio, se estableció la proporcionalidad respectiva del 2009 al 2014, esto es, cartera de créditos con la cuenta de intereses ganados y las captaciones con los gastos de intereses.
8. En cuanto a los gradientes considerados para efectuar las proyecciones de las otras cuentas que integran los estados financieros y no forman parte del giro del negocio, han sido determinadas en proporción a las cuentas generadoras del negocio de acuerdo a su naturaleza, esto es, para el caso de los activos se ha establecido la relación con la cartera de créditos y para los pasivos con las captaciones.
9. Dada la naturaleza de las actividades de Global Sociedad Financiera S.A., al 31 de diciembre del 2014 la Entidad se encuentra apalancada financieramente en un 457%, considerando Pasivos sobre Patrimonio, esto debido a que la Financiera obtiene los recursos a través de Captaciones, certificados de depósito, y otorga estos mismos recursos a sus clientes a través de préstamos con una tasa mayor a la cancelada por las Captaciones.
10. Debido a que Ecuador, es un país emergente, no cuenta con información específica de ciertos componentes que fueron utilizados en la determinación de la tasa para descontar

los flujos futuros, por lo que se ha utilizado información publicada en la página DAMODARAN para mercados emergentes, como es en el caso del coeficiente beta y la prima de riesgo mercado.

11. La tasa WACC (weighted average cost of capital) o el costo promedio ponderado de capital, fue del 8.81%, lo cual significa que la Financiera debe exigir una tasa de al menos este porcentaje para financiar sus operaciones.
12. El valor de la empresa determinado no corresponde a un valor único, sino que ha sido determinado en base al cumplimiento de ciertos parámetros, en determinadas condiciones; si estos parámetros y condiciones varían, el valor de la empresa también variará y se verá influenciado por la realidad económica del momento.
13. Algunos de los factores por lo cual se ha visto influenciado el valor de la empresa son los siguientes:
 - La tasa de los accionistas mediante la fórmula del CAPM obtenida fue del 27,93%, está influenciada por el beta apalancado y el riesgo país de Ecuador, mientras mayor es el beta y el riesgo país, mayor será la tasa calculada.
 - A una mayor tasa de WACC el valor de la empresa disminuirá, debido a que debe cubrir mayores costes de deuda y rentabilidad exigida de accionistas.
 - La tasa de impuesto a la renta efectivo aplicado a Global Sociedad Financiera S. A. al 31 de diciembre del 2014 fue del 20.13% lo que representa una disminución del 1.87% en relación a la establecida por la normativa tributaria vigente en Ecuador el año 2014 que es del 22% ocasionando que la tasa WACC incremente.

14. Dado estos nuevos lineamientos para las sociedades financieras, estas podrían presentar mayores ventajas o desventajas, debido a que si se las considera como un Banco ingresarían en un nuevo sector con nuevas disposiciones compitiendo con Bancos ya posicionados que poseen mayor infraestructura, tecnología, estructura organizacional, entre otros aspectos; lo que ocasionaría una contracción en sus resultados.

Sin embargo, estas nuevas disposiciones podrían representar también una ventaja para las sociedades financieras, lo cual les permitiría ampliar ciertas operaciones que actualmente tienen restringidas como los depósitos a la vista, y a través de esto lograr mayores captaciones para la Financiera.

15. Durante la realización de este documento, se expidió el Código orgánico monetario y financiero, en el que a través del artículo 162, las sociedades financieras no forman parte del sector financiero privado sino únicamente los bancos múltiples y bancos especializados, de servicios financieros y de servicios auxiliares del sistema financiero; lo cual ocasiona que el principio de negocio en marcha, característica esencial para la valoración, se vea afectado. Por lo que para fines únicamente académicos, de valoración se efectuará considerando a la Financiera como un negocio en marcha, es decir, que sus operaciones continuarán indefinidamente, al menos en los próximos 5 años, tiempo en el que se ha proyectado este estudio.

4.2 RECOMENDACIONES

1. Global Sociedad Financiera S. A. debería analizar la posibilidad de incursionar en nuevos segmentos de mercado, lo que le permitiría ampliar el porcentaje de sus Captaciones y Colocaciones, pudiendo diversificar esta última, lo que conllevaría a obtener mayores rendimientos a la Financiera.
2. Aperturar nuevas sucursales en sectores estratégicos, donde exista mayor movimiento bancario y comercial, así como incrementar la publicidad en medios escritos, televisivos y radiales, de tal forma que Global Sociedad Financiera S. A. tenga mayor posicionamiento en el mercado.
3. De acuerdo al artículo 392 del Código Monetario y Financiero, pendiente de aprobación a la fecha de realización de este documento, el nuevo capital suscrito y pagado de los Bancos deberá ser US\$11,000,000, como se lo expresó en párrafos anteriores, las Financieras tendrían que transformarse en Bancos, y la Financiera objeto de estudio al 31 de diciembre del 2014 cuenta con un capital de US\$3,892,206 lo cual representa solo el 36% del nuevo capital a establecerse en este sector, por lo que se recomienda lo siguiente:
 - Aumentar el capital requerido de los Bancos, mediante nuevas aportaciones de los accionistas actuales o conseguir nuevos accionistas que incrementen el capital de la Financiera.
 - Fusionarse o aliarse estratégicamente con otra u otras sociedades financieras que se encuentren en similares condiciones de Global Sociedad Financiera S. A., es decir en cuanto a su monto de capital, colocaciones y captaciones. Si opta por efectuar lo indicado en el párrafo anterior, las sociedades financieras con las cuales podría efectuar esta transacción son:

Unifinsa cuyo capital ascendió a US\$11,239,480, considerada como mediana o fusionarse con varias sociedades financieras pequeñas como son Fidasa, Leasingcorp y Vazcorp con capitales US\$2,401,257, US\$6,050,486, US\$5,672,000, respectivamente. Cabe indicar que para la fusión no se considera a Consulcrédito Sociedad Financiera S. A. debido a que esta financiera en el año 2014 se encuentra en liquidación voluntaria. Las cifras de capital indicadas fueron obtenidas del boletín Financiero de instituciones financieras de la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador al 31 de diciembre del 2014.

BIBLIOGRAFÍA

- Adserá, X y Viñolas, P. (2003). *Principios de valoración de empresas*. Barcelona: Deusto.
- Armendáriz, N. (2005). Comportamiento del Sistema de Sociedades Financieras (3-10). Recuperado de <http://www.sbs.gob.ec/medios/PORTALDOCS>.
- Base Legal: Ley General de Instituciones del Sistema Financiero. Recuperado de <http://www.sbs.gob.ec>.
- Berri, A., Mileti, M. y Scoccia, A. (2007). Un ejemplo de valoración integral de una empresa. *Investigaciones en la Facultad de Ciencias Económicas y Estadísticas*. 11. 1- 8.
- Calle, O. (2011). Sistema contable de Instituciones Financieras. *Revista Universidad Nacional de Loja*, 63, 231.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Fernández, P. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. San Diego: Academic Press.
- Fernández, P. (2004). *Valoración de empresas*. Barcelona: Gestión 2000.
- García, Chacón y Aguirre. (2011), *Preferencias en el uso de productos y servicios Financieros que ofrecen las instituciones del Sistema Financiero regulado ecuatoriano. Año 2011*. (Tesis de Pregrado, Universidad Técnica Particular de Loja sede Ambato). Recuperado de <http://dspace.utpl.edu.ec>.
- López, F. y De Luna, W. (2002). *Finanzas Corporativas en la práctica*. North Ryde: McGraw-Hill
- Moreira Neira, L. (2010), *Identificación del riesgo dentro de la estructura de capital de las Instituciones Bancarias del Ecuador que operan en el mercado de valores en el periodo 2004 – 2008*. (Tesis de Pregrado, Escuela Politécnica del Ejército sede Latacunga). Recuperado de <http://repositorio.espe.edu.ec/bistream/21000/3080/1/T-ESPEL-0676.pdf>.
- Rodríguez, M. (2000). Valoración de empresas, un tema financiero ineludible. *Revista Escuela de Administración de Negocios*, 39, 92-103.
- Rojo, A. (2007). *Valoración de empresas y Gestión basada en valor*. Madrid: Thomson Editores.

Ross, S.A., Westerfield, R.W. y Jaffe J.F. (2005). *Finanzas Corporativas*. North Ryde: McGraw-Hill.

Superintendencia de Bancos y Seguros. Codificación de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, Título I (2001).

Tham, J. y Véllez, I. (2004). *Principles of Cash Flow Valuation*. San Diego: Academic Press.

Véllez, I. (2004), *Decisiones de Inversión: Enfocado a la valoración de empresas*. Bogotá: Centro Editorial Javeriano.

ANEXOS

ANEXO # 1

Conceptos de las principales cuentas de las instituciones financieras ¹

Cartera de créditos

El grupo de cartera de créditos que incluye una clasificación principal de acuerdo a la actividad a la cual se destinan los recursos, estas son: para instituciones financieras privadas y públicas: comercial, consumo, vivienda, microempresa, educativo y de inversión pública.

La cartera de créditos se clasifica en cartera por vencer, refinanciada, reestructurada y la cartera que no devenga intereses, y a la vez estas mantienen una subclasificación por maduración, es decir en función del rango del vencimiento futuro de las operaciones, cánones o cuotas; y, la cartera vencida mantiene una subclasificación en función de los días que se mantiene cada operación, canon o cuota como vencida.

Las instituciones financieras están obligadas a realizar el control del destino de los créditos y la permanencia integral de las garantías que lo respalden, las cuales pueden ser, entre otras, personales, prendarias, hipotecarias, fiduciarias, avales y garantías de instituciones financieras, títulos y valores, adecuadas según las normas dictadas por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

Para la constitución de provisiones de los sujetos de crédito se deberá considerar, los parámetros establecidos en la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria.

¹ Catalogo único de Cuentas de la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador acorde a la Resolución No. SBS-2002-0297 del 29 de abril del 2002

Obligaciones con el público

En cuanto las obligaciones con el público, esta registra las obligaciones a cargo de la entidad, derivadas de la captación de recursos del público mediante los diferentes mecanismos autorizados. Estas obligaciones consisten en custodiar y devolver el dinero recibido.

Los depósitos en general que hubieren permanecido inmovilizados por más de diez años pasarán a la Agencia de Garantía de Depósitos.

Patrimonio

El Patrimonio, el cual representa la participación de los propietarios en los activos de la empresa, agrupa las cuentas que registran los aportes de los accionistas, socios o Gobierno Nacional, la prima o descuento en colocación de acciones, las reservas, otros aportes patrimoniales, superávit por valuaciones y resultados acumulados o del ejercicio.

Las cuentas que integran este elemento se llevarán únicamente en moneda de uso local.

Dentro de este grupo se encuentra el capital social que registra el valor de las acciones suscritas y pagadas por los accionistas, los aportes del Estado en las entidades financieras públicas, el valor de los certificados de aportación suscritos y pagados en el caso de las mutualistas y el valor de los fondos que reciba el sistema de garantía crediticia. Adicionalmente registrará el valor de las acciones o certificados de aportación que se originen por la capitalización de reservas, utilidades y excedentes.

ANEXO # 2

Conceptos Financieros¹

Rendimiento esperado

- El rendimiento que se espera devengar si se hace una inversión.

Rendimiento obtenido

- El rendimiento realmente devengado de una inversión durante un periodo dado. El rendimiento obtenido sólo puede conocerse a posteriori.

Rendimiento requerido

- El rendimiento que refleja exactamente lo riesgoso de una inversión.

Costo de oportunidad

- La diferencia entre el valor de una acción y el valor de la mejor acción alternativa.
- Un costo de oportunidad ofrece una indicación de la importancia relativa de una decisión. Si el costo de oportunidad es pequeño, el costo de una selección incorrecta es pequeño. Asimismo, cuando el costo de oportunidad es grande, el costo de no escoger la mejor opción es grande.

Interés compuesto

- Devengar intereses adicionales sobre los intereses previamente devengados.

Tasa de descuento

- Término genérico para una tasa de rendimiento que mide el valor del dinero en el tiempo.

¹ Fundamentos de Administración Financiera, Douglas R, Emery; John D. Finnerty y John D. Stowe.

Diversificación

- Distribuir las inversiones entre varias alternativas, en lugar de concentrarlas en una sola inversión.

Valor presente neto (VPN)

- El valor presente de un conjunto de flujos de efectivo futuros esperados menos su costo, es una forma de valorar precisamente el activo.

VPN = Valor presente neto

= Valor presente de los flujos de efectivo futuros esperados

– Costo

- Un VPN positivo aumenta la riqueza porque el activo vale más de lo que cuesta.
- Un VPN negativo reduce la riqueza porque el activo cuesta más de lo que vale.
- El concepto de valor presente neto es importante porque proporciona un marco de referencia para la toma de decisiones. El VPN mide el valor creado o perdido por una decisión financiera.
- Una decisión de cero VPN devenga el rendimiento requerimiento y es “justa”. Una decisión que devenga menos del rendimiento requerimiento es indeseable y tiene un VPN negativo. Las decisiones de VPN positivo ganan más del rendimiento apropiado.

Liquidez

- Se refiere a la rapidez y eficiencia (en el sentido de costos de transacción bajos), con que un activo se puede intercambiar por efectivo. El grado en que algo se puede vender a cambio de efectivo, con rapidez y facilidad y sin pérdida de valor.

Valor de mercado

- El precio por el cual algo podría comprarse o venderse en un tiempo razonable, en donde “tiempo razonable” se define en términos de la liquidez del artículo.

Estructura de capital

- La composición del lado del pasivo y capital de los accionistas del balance general, sobre todo la proporción de deuda contra capital y la mezcla de vencimientos de deuda a corto contra largo plazo.

Estado de resultados

- Un estado financiero que informa los ingresos, gastos y utilidades (o pérdidas), de una compañía durante un intervalo de tiempo específico, que por lo regular es un año o un trimestre.

Estado de flujo de efectivo

- Estado financiero que muestra las recepciones y pagos de efectivo, y la forma en que ha cambiado la posición de efectivo de la compañía durante un periodo específico, digamos un año.

Valor total

- El valor total de una compañía es simplemente la suma de los valores de mercado de todos sus activos. Puesto que los valores de mercado de los activos individuales pueden ser muy diferentes de sus valores en libros, nunca debe tomarse el monto de total de activos del estado de situación financiera como estimado confiable del valor actual de la compañía.

Razón financiera

- Es el resultado de dividir una partida de estado financiero entre otra. Estas razones ayudan a los analistas a interpretar los estados financieros concentrándose en relaciones específicas de la compañía.
- Las razones financieras se pueden agrupar en seis clases: de liquidez, de rotación de activos, de apalancamiento, de cobertura, de rentabilidad y de valor de mercado.

Razones de liquidez

- Razones que proporcionan una medida de la liquidez de una compañía, esto es, su capacidad de una compañía para cumplir a tiempo con sus obligaciones financieras a corto plazo. Cuatro razones de liquidez ampliamente utilizadas son la de circulante, la rápida, la de capital de trabajo y la de efectivo.
- La medida de liquidez más comúnmente utilizada es la razón del circulante:
Razón de circulante = $\text{Activos Circulantes} / \text{Pasivos Circulantes}$

Razón de circulante

- Razón de liquidez que mide el número de veces que el activo circulante de una compañía cubre su pasivo circulante. Cuanto más alta sea la razón de circulante, mayor será la capacidad de la compañía para cubrir con sus obligaciones a corto plazo conforme se vencen. Una práctica conservadora, dice que una razón circulante de 2.0 es una meta apropiada para la mayoría de las compañías. De hecho, la razón del circulante promedio de las compañías incluidas en la lista S&P 500 es de aproximadamente 1.5.

Fondo de maniobra

- Es la diferencia entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente o bien la diferencia entre Capitales Permanentes y las Inversiones Permanentes. Actúa como un indicador de la solvencia de la empresa puesto que nos indica si nuestro saldo de tesorería, el importe de los saldos pendientes de cobro de los clientes y el valor del almacén son suficientes o no para el pago a los acreedores a corto plazo (proveedores, amortización de los préstamos, administraciones públicas).

ANEXO # 3

Métodos de valoración¹

BALANCE

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Se trata de métodos tradicionalmente utilizados que consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance. Proporcionan el valor desde una perspectiva estática que por tanto no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que también le afectan como puede ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc. Que no se ven reflejados en los estados contables.

Entre los métodos se encuentran los siguientes: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial.

CUENTA DE RESULTADOS

Se basan en la cuenta de resultados de la empresa. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. En esta categoría se incluyen los métodos basados en el PER: según este método el precio de la acción es múltiplo del beneficio.

¹ Fernández, P. (2012). Valoración de empresas, (pp. 28, 32,40,42). Gestión 2000.

MIXTOS (GOODWILL)

El fondo de comercio es, en general, el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o encima del valor contable ajustado. El fondo de comercio pretende representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance pero, que sin embargo, aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector.

Estos métodos parten del punto de vista mixto: por un lado, realizan valoración estática de los activos de la empresa y, por otro, añaden cierta dinamicidad a dicha valoración porque tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro.

DESCUENTOS DE FLUJOS

Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (cash flow) que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flows correspondientes a operaciones de la empresa.

En la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos, se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y en la práctica muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados.

ANEXO # 4

Flujos de Fondos

1.3.3.1 Flujo de fondos disponible para las acciones¹

Es el dinero que queda en la empresa después de impuestos, después de haber cubierto las necesidades de inversión en activos y el aumento de las necesidades operativas de fondos (NOF), de haber abonado las cargas financieras, de devolver el principal de la deuda, y de haber recibido nueva deuda. El CFac representa el dinero en la empresa para los accionistas, que se destinará a dividendos o recompra de acciones.

El CFac de un periodo es la diferencia entre todas las entradas de dinero y todas las salidas de dinero (cobros y pagos), en dicho periodo. Por consiguiente, para el cálculo del CFac se procede de la siguiente manera:

Beneficio después de impuestos
+ amortización
- aumento NOF (activo circulante neto)
- devolución de la deuda
+ aumento de la deuda
- aumento de los gastos amortizables
- cargos directos a reservas
- inversiones en activo fijo
+ valor contable de los activos retirados o vendidos
CFac (cash flow para las acciones)

¹ Fernández, P. (2012). Valoración de empresas, (pp. 282, 284). Gestión 2000.

1.3.3.2 Flujo de fondos para la deuda

Es la suma de los intereses que corresponden pagar por la deuda más devoluciones de principal. Con el objeto de determinar el valor de mercado actual de la deuda existente. Este flujo debe descontarse a la tasa de rentabilidad exigida a la deuda (coste de la deuda).

1.3.3.3 Flujo de caja libre

El free cash flow (FCF), es el flujo de fondos operativo, es decir, el flujo generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por lo tanto, no hay cargas financieras.

Para calcular el FCF a partir del beneficio, se realizan las siguientes operaciones:

Beneficio después de impuestos
+ amortización
- aumento NOF (activo circulante neto)
- aumento de los gastos amortizables
- cargos directos a reservas²
- inversiones en activo fijo
+ valor contable de los activos retirados o vendidos
FCF (free cash flow o flujo de caja libre)

Para calcular los flujos de fondos libres futuros se debe hacer una previsión del dinero que recibiremos y que deberemos pagar en cada uno de los periodos, es

². Son los cargos que se hacen directamente a reservas sin pasar por la cuenta de resultados.

decir, que se trate básicamente del enfoque usado para realizar un presupuesto de tesorería.

1.3.3.4 Capital cash flow

Es el cash flow disponible para todos los poseedores de deuda y acciones. Es el cash flow para las acciones (CFac) más el cash flow que corresponde a los tenedores de deuda (CFd), que es igual a los intereses percibidos por la deuda (I) menos el incremento de principal de la deuda (ΔD).

$$CCF = CFac + CFd = CFac + I - \Delta D$$

$$\text{Donde: } I = D \cdot Kd$$

ANEXO # 5

Datos de la empresa

BREVE RESEÑA DE LA SOCIEDAD FINANCIERA¹

ANTECEDENTES HISTÓRICOS

Global Sociedad Financiera S.A. es una sólida institución financiera con 20 años de experiencia en el mercado ecuatoriano, satisfaciendo las necesidades de crédito e inversiones de la gente que confía y cree en Global. Fue constituida en Ecuador en julio 22 de 1988 con la denominación de Global Investment Intermediaria Financiera. A partir de julio de 1990 cambió la razón social por la de Intermediaria Financiera Global S.A. El 8 de Agosto de 1995, estratégicamente cambia de nombre a Global Sociedad Financiera S.A., fecha en que se define el nuevo modelo y estrategia de negocios, especializándose en el Crédito Vehicular y Captaciones.

Actualmente opera con matriz en Guayaquil y sucursal en Esmeraldas.

GLOBAL es una institución financiera privada constituida como sociedad anónima de nacionalidad ecuatoriana, que está sujeta a las disposiciones de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, Estatutos Sociales y Reglamentos, en cuanto a su creación, organización, actividades, funcionamiento y extinción; y, supletoriamente y en lo que fuere aplicable, a la Ley de Compañías.

La Financiera tiene por objeto social todas aquellas actividades que la Ley expresamente autoriza a la Sociedades Financieras, en la Ley de Instituciones Financieras, sin excepción alguna. Para el cumplimiento del objeto social, la

¹ Página Web de Global Sociedad Financiera

compañía podrá realizar todas las operaciones y las captaciones autorizadas por la Ley, salvo recibir recursos del público en depósitos a la vista y conceder créditos en cuentas corrientes contratados o no, ni cuentas de ahorro, que son las únicas expresamente prohibidas para las Sociedades Financieras, pudiendo también participar en la promoción de proyectos de inversión en los sectores productivos e invertir en acciones de compañías de esa naturaleza en las condiciones previstas por la Ley, así como también ejecutar todos los actos y celebrar todos los contratos permitidos por las leyes ecuatorianas, necesarios y convenientes para el cumplimiento del objeto social, según la ley y siempre dentro de los límites impuestos por ella.

MISIÓN

Proporcionar productos y servicios financieros de calidad, con un equipo profesional, capacitado, ético y eficiente, que satisfaga las necesidades bancarias de los clientes.

Comprometida con garantizar rentabilidad, seguridad y solvencia a quienes se relacionen financieramente con la empresa.

VISIÓN

Ser líderes en la concesión de créditos personales, en la región Costa del País, aplicando el asesoramiento profesional personalizado para obtener la satisfacción, confianza y lealtad de nuestros clientes.

VALORES Y PRINCIPIOS

- Respeto
- Honestidad
- Solidaridad
- Equidad
- Responsabilidad
- Transparencia
- Lealtad
- Integridad
- Ética
- Eficiencia

ANÁLISIS DEL ENTORNO ECONÓMICO

FODA DE LA SOCIEDAD FINANCIERA²

FORTALEZA

- Holgura Patrimonial.
- Financiera Rentable.
- Estructura Flexible y Productiva.
- Tiempo re repuesta ágil.
- Atención personalizada.
- Estabilidad Alta Gerencia.
- Mejora continua de Procesos.
- Planificación estratégica y control del presupuesto.
- Tasas competitivas en el mercado de captación.

² Plan de Negocio de Global Sociedad Financiera S. A. año 2014.

2.2.1.2 OPORTUNIDADES

- Desarrollar nuevos productos.
- Abrir nuevas Agencias.
- Posicionamiento de la marca GLOBAL.
- Buscar líneas de créditos en la Banca Privada.
- Desarrollo y crecimiento de la compañía.

2.2.1.3 DEBILIDADES

- Elevado grado de concentración de Captaciones.
- Restricción en el uso de líneas de financiamiento.
- Recursos limitados para gestión publicitaria.
- Cobertura nacional.
- Reconocimiento de la marca.
- Dependencia de un solo producto de crédito.
- Crecimiento pequeño en la base de clientes.
- Limitación a un mayor crecimiento por falta de liquidez.

2.2.1.4 AMENAZAS

- Tasas y servicios financieros controladas por Banco Central.
- Cambios de normas contables y Tributarias.
- Confusión del nombre GLOBAL en diversas actividades de la Economía.
- Tema político.

2.2.1 COMPETIDORES

Al 31 de diciembre del 2013 las sociedades financieras que operan en Ecuador según la Superintendencia de Bancos y Seguros son:

1. Consulcrédito Sociedad Financiera S.A.
2. Diners Club Del Ecuador S.A.
3. Financiera De La Republica S.A. FIRESA
4. Financiera Del Austro S.A. FIDASA
5. Global Sociedad Financiera S.A.
6. PROINCO Sociedad Financiera S.A.
7. Sociedad Financiera Interamericana S.A.
8. Sociedad Financiera Leasingcorp S.A.
9. Unifinsa Sociedad Financiera S.A.
10. Vazcorp Sociedad Financiera S.A.