

**ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**  
**Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas**



**“VALORACIÓN FINANCIERA DE LA COOPERATIVA DE AHORRO Y  
CRÉDITO CHONE LTDA. UBICADA EN LA PROVINCIA DE MANABÍ  
CANTÓN CHONE”**

**TRABAJO DE TITULACIÓN**

**Previa la obtención del Título de:  
MAGISTER EN FINANZAS**

**Presentado por:**  
MARIA ANGELICA ARTEAGA ZAMBRANO  
NARCISA DE JESUS BAQUE ESPINOZA

**Guayaquil – Ecuador  
2016**

## AGRADECIMIENTO

A Dios, Por brindarme sabiduría e inteligencia para culminar mis estudios con éxitos, por bendecir mi vida con su presencia e iluminar mí camino por un buen sendero.

A mis Padres por su cariño, su confianza, comprensión y apoyo. Gracias por los ejemplos de perseverancia que han demostrado siempre, gracias por su amor que es la fuerza que me motiva a salir adelante.

A mis hermanos que siempre están presentes para brindarme su cariño, colaboración y aconsejarme en cada decisión de mi vida.

A la M.Sc. María Elena Romero  
Quien compartió sus conocimientos y experiencia, con nosotros para el desarrollo de este trabajo con éxito.

A la Cooperativa de Ahorro y Crédito Chone Ltda. Por permitirme realizar este trabajo en base a tan prestigiosa institución.

*María Angélica Arteaga Zambrano*

Agradezco a Dios, por su bendición durante el largo camino recorrido, con el fin de cumplir un muy importante objetivo de vida.

A mi familia por brindarme siempre su confianza y apoyo incondicional durante el transcurso de mi vida.

A mis profesores y compañeros que formaron parte de este largo camino que se transformó en una grata experiencia de conocimiento y sabiduría.

A la M.Sc. María Elena Romero quien nos guió con sus conocimientos y experiencias para realizar el presente trabajo de titulación.

*Narcisa de Jesús Baque Espinoza*

## DEDICATORIA

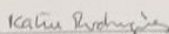
A Dios, mi padre, mi madre, mis hermanos, sobrinos y en especial a todas aquellas personas que han sido parte de mi vida y han contribuido de alguna manera en mi formación como ser humano y como profesional.

*María Angélica Arteaga Zambrano*

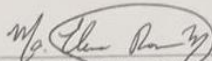
A Dios, mi padre, mi madre y mi hermano

*Narcisa de Jesús Baque Espinoza*

TRIBUNAL DE GRADUACIÓN



Ph.D. Katia Rodriguez  
Presidente del Tribunal



M.Sc. Maria Elena Romero  
Director del Trabajo de Graduación



M.Sc. Gonzalo Vaca  
Vocal Principal

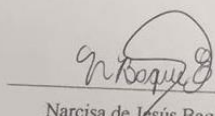
### DECLARACIÓN EXPRESA

“La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación, nos corresponde exclusivamente a nosotros, al patrimonio intelectual de la misma y a la **Escuela Superior Politécnica Del Litoral**”



---

María Angélica Arteaga Zambrano



---

Narcisca de Jesús Baque Espinoza

## CONTENIDO

<b>AGRADECIMIENTO .....</b>	<b>ii</b>
<b>DEDICATORIA.....</b>	<b>iv</b>
<b>RESUMEN.....</b>	<b>ix</b>
<b>LISTA DE CUADROS .....</b>	<b>x</b>
<b>LISTA DE GRÁFICOS.....</b>	<b>xi</b>
<b>LISTA DE TABLAS.....</b>	<b>xii</b>
<b>LISTA DE ABREVIATURAS .....</b>	<b>xiii</b>
<b>CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>1</b>
1.1 ANTECEDENTES .....	2
1.2 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA .....	4
1.3 OBJETIVOS .....	5
1.4 JUSTIFICACIÓN DEL PROBLEMA .....	5
1.5 COOPERATIVISMO EN EL ECUADOR .....	7
1.6 COOPERATIVA DE AHORRO Y CRÉDITO “CHONE LTDA.”.....	7
1.6.1 Misión .....	8
1.6.2 Visión.....	8
1.6.3 Valores Corporativos .....	8
1.6.4 Transparencia de información.....	9
1.6.5 Servicios y productos.....	9
1.7 ANÁLISIS FODA .....	10
<b>CAPITULO II: REVISIÓN DE LA LITERATURA .....</b>	<b>11</b>
2.2 ASPECTOS GENERALES DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS .....	11
2.3 CLASIFICACIÓN Y DESCRIPCIÓN DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	12
2.3.1 Método de Valor Contable.....	12

2.3.2	Método de Múltiplos o Comparables .....	13
2.3.3	Método de Flujos de Caja Descontados .....	16
2.3.4	Método de Opciones Reales.....	19
<b>CAPITULO III: METODOLOGÍA .....</b>		<b>20</b>
3.1	JUSTIFICACIÓN DEL MÉTODO .....	20
3.2	PROCESOS DEL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO.....	21
3.2.1	Pronóstico de los Flujos de Liquidez .....	21
3.2.2	Estimación de la Tasa de Descuento.....	22
3.3	FUENTES DE INFORMACIÓN .....	22
3.4	ANÁLISIS FINANCIERO .....	23
3.4.1	Análisis Vertical del Balance General .....	23
3.4.2	Análisis horizontal del Balance General.....	26
3.4.3	Análisis Vertical del Estado de Resultados .....	29
3.4.4	Análisis Horizontal del Estado de Resultados .....	32
3.5	PROYECCIÓN DE CIFRAS FINANCIERAS .....	35
3.5.1	Cálculo de Flujos Proyectados .....	35
3.5.2	Cálculo de la Tasa de Descuento .....	44
<b>CAPITULO IV: VALORACIÓN DE LA COOPERATIVA DE AHORRO Y CRÉDITO CHONE LTDA.....</b>		<b>49</b>
4.1	CÁLCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA .....	49
4.2	ANÁLISIS DE ESCENARIOS .....	51
<b>CAPITULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES .....</b>		<b>55</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>		<b>58</b>



## RESUMEN

El siguiente trabajo tuvo como objetivo general estimar el valor razonable financiero de la cooperativa de ahorro y crédito “Chone Ltda.” empleando el método de flujo de caja operativo descontado. La metodología de proyección que se aplicó está basada en la tendencia de las cuentas en un escenario realista, con lo cual se estableció a través de criterios económicos y financieros un conjunto de tasas de crecimiento que expliquen el movimiento de cada una de las cuentas que determinan el el flujo de caja operativo de la institución en un periodo de 6 años a partir del 2015. Además del análisis interno de la cooperativa a través de los estados financieros se tomó en cuenta los shocks económicos (apreciación del dólar, caída del precio del petróleo) y naturales (terremoto del 16 de abril de 2016) externos que afectan a la economía ecuatoriana y por ende el nivel operativo de la empresa. Con los criterios antes mencionados se estableció que el valor financiero de la cooperativo alcanza un monto de \$ 7.336.713,75 , sin embargo es muy impreciso establecer un monto preciso del valor de la cooperativa por lo cual se analizó dos escenarios (optimista y pesimista) que permitieron una variación en las proyecciones y establecer un rango de valor de la cooperativa, el mismo que resultado entre \$ 7.742.283,82 y \$ 7.049.975,58 el cual es un monto razonable considerando el valor de patrimonio con el que cuenta esta institución.

## LISTA DE CUADROS

Cuadro 1-Principales Métodos de Valoración de una Empresa .....	5
Cuadro 2-Razones que motivan la valoración de una empresa.....	7
Cuadro 3- Análisis FODA de la cooperativa de Ahorro y Crédito “Chone Ltda.”.....	12
Cuadro 4-Valoración de la Empresa por escenarios.....	55
Cuadro 5- Promedio Ponderado.....	56

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Tendencia cuenta Cartera de Créditos.....	42
Gráfico 2- Proyección de Ingresos por interés de Cartera.....	43
Gráfico 3- Tendencia Observada de cuenta Obligaciones con el Público.....	44
Gráfico 4- Proyección de cuenta Obligaciones con el Público.....	45
Gráfico 5- Análisis de escenarios en el flujo operativo.....	55

## LISTA DE TABLAS

Tabla 1- Análisis Vertical del BG (Activos).....	27
Tabla 2- Análisis Vertical del BG (Pasivos) .....	29
Tabla 3- Análisis Vertical del BG (Patrimonio).....	30
Tabla 4- Análisis Horizontal del BG (Activo).....	31
Tabla 5- Análisis Horizontal del BG (Pasivo).....	33
Tabla 6- Análisis Horizontal del BG (Patrimonio).....	34
Tabla 7- Porcentaje de Ingresos.....	35
Tabla 8- Porcentaje de Gastos.....	36
Tabla 9- Tasa de crecimiento de Ingresos.....	38
Tabla 10- Tasa de crecimiento de Gastos.....	39
Tabla 11- Tasas de Crecimiento y Valores de Proyección.....	43
Tabla 12- Tasas de Proyección de Obligaciones con el Público.....	46
Tabla 13- Tasas de crecimiento proyectadas.....	47
Tabla 14- Flujo de caja operativo Proyectado.....	48
Tabla 15- Análisis de Escenarios.....	57

## LISTA DE ABREVIATURAS

<b>CAPM</b>	Capital Assing Pricing Model
<b>BG</b>	Balance General
<b>WACC</b>	Weighted Average Capital Cost
<b>FODA</b>	Fortalezas Oportunidades Debilidades y Amenazas
<b>ER</b>	Estado de Resultados
<b>OCDE</b>	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
<b>SRI</b>	Servicio de Rentas Internas

## CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

En el Ecuador, el tema de la evolución del cooperativismo, no es conocido ni ha sido estudiado en la historia como se debería, a pesar de su gran importancia tanto social, como histórica y económica. Es pues, el cooperativismo, en el mundo, un pilar importante para cada una de las naciones en cuanto al desenvolvimiento económico. Nacieron dos grandes sistemas de organizaciones de ahorro y crédito. El primero fue alrededor del año 1806, organizado por Herman Schultze – Delitzch, quienes constituyeron los bancos populares especialmente destinados al financiamiento de pequeños comerciantes, industriales y artesanos. “(...) Su beneficio principal es estimular al pequeño ahorro, ya favoreciendo la adquisición de acciones de manera paulatina y fácil, ya remunerando las adquiridas con un interés elevado.” (Tobar, 1942) El segundo sistema fue del alemán Friedrich Wilhelm Raiffeisen, en el año de 1818, quien fue el pionero de las cajas rurales que eran destinadas al bienestar de los campesinos. Los bancos populares de Schultze y las cajas rurales de Wilhelm, tienen características muy diferentes aunque guardan similitud en la responsabilidad solidaria e ilimitada de sus creadores y miembros.

El origen del cooperativismo en el Ecuador, se da desde el período colonial, cuando los indígenas utilizaban prácticas de cooperación para su diaria supervivencia. Las comunidades indígenas, han utilizado formas de cooperación en las construcciones de camino, casas, acequias, y también en muchas obras de origen social a lo largo de la historia. El gremio indígena, ha adoptado numerosas formas de colaboración que ayudan al desarrollo histórico social de su comunidad. En las primeras décadas del siglo XX en el Ecuador, el significado de cooperativismo, se dio a conocer a toda la sociedad mediante los dirigentes políticos, profesionales, gremiales, etc. Aunque siempre ha existido un concepto distinto del cooperativismo entre la Costa y la Sierra, es de suma importancia la forma en que la cultura nacional lo percibe y de las urgentes demandas económicas de la época de un país agrario y subdesarrollado. (Tobar, 1942) Al Ecuador le tomó alrededor de un siglo, establecer al cooperativismo como una alternativa de desarrollo social, y fue considerado también como una herramienta que ha ayudado a la transformación social, a pesar de lo complejo que fue este proceso, sí ha logrado establecerse como un modelo económico alternativo para muchos sectores de los ecuatorianos. Es ahora, el cooperativismo, un sector estratégico para la economía popular y solidaria con enormes posibilidades no solo

de fortalecimiento sino también de crecimiento e integración social. (Grijalva, 2013). Todas estas características hacen que las cooperativas de ahorro y crédito del Ecuador sean una fuente principal de la economía y de aquí la importancia de establecer el valor real de cada una de ellas.

### **1.1 ANTECEDENTES**

La valoración de los activos de diferente naturaleza, específicamente la valoración de empresas, ha sido un tema importante dentro de las finanzas y sus investigaciones. Aunque el valor que puede llegar a tener una empresa, va a depender de los intereses de los compradores y vendedores, ha existido una gran confusión entre el precio y el valor de la misma. Valorar una empresa es aquel proceso mediante el cual se cuantifican los elementos que pertenecen al patrimonio, su principal actividad o cualquier característica similar que pueda ser valorada. Mientras que el precio es el que surge de una negociación entre un comprador y un vendedor, incluyendo algunos aspectos subjetivos de cada una de las partes. (Barrio, 2015)

“Solo el necio confunde el valor con el precio” es uno de los refranes más pronunciados en el mundo financiero. El valor es el aprecio que se le asigna a algo, mientras que el precio es la suma de dinero que se le asigna a algo. Se puede partir de que el valor, más que un hecho es una opinión debido a la subjetividad del caso, y el precio es una realidad. Es decir que el precio es la cantidad de dinero que se paga por algo y el valor es la utilidad que alguien podría obtener por dicho bien. Pero es obvio que siempre el precio de ese bien tiene que ser proporcional a su valor. El precio, por lo general se lo determina por algunos factores como por ejemplo: por todo el material necesitado para elaborar el bien, o por la mano de obra utilizada, también por la situación en el mercado, si el bien es escaso o no, si existen impuestos, además de la irracionalidad por parte de los compradores. Nosotros desde el punto de vista del consumidor, no somos tan influyentes sobre los factores mencionados, solo en el caso de la irracionalidad. Pues es la irracionalidad que hace que olvidemos no solamente el valor de los bienes sino también el valor del dinero además del valor del tiempo. Esto sucede por ejemplo cuando las personas, al comprar un bien, se fijan únicamente en el precio como consecuencia de sus impulsos poco racionales, como cuando compramos un bien solo porque está al 60% de descuento, aunque no sea de gran utilidad para nosotros. (Damodaran, 2012)

Es pues esa costumbre que tenemos de valorar los objetos solo por su precio y no por su valor, la causante de malgastar nuestro dinero, ya que no tenemos la capacidad de discernir lo valioso de las cosas. Ahora bien, el dinero es algo indispensable en la vida de las personas para su vida diaria. (Smith, 1776) A través de su conocida paradoja del agua y el diamante nos explica su percepción acerca del valor de las cosas. Imaginemos una escena no real. En donde dos hombres han estado en un desierto por horas y están sedientos. Entonces llegan a una tienda en donde venden una botella de agua a diez dólares y un diamante a un dólar. Probablemente pensemos que el precio de los diamantes esté increíble y que sea una gran ganga, pero por el momento comprarían el agua porque están necesitando enormemente de ella en ese momento. Es decir, el agua va a satisfacer la necesidad de estos dos hombres, mientras que los diamantes aunque sean más baratos que la botella de agua, no van a satisfacer ninguna necesidad. El filósofo Adam Smith, compara el agua con el diamante, y dice que si bien es cierto, el agua es un bien necesario para la supervivencia de los seres vivos, no tiene la capacidad de comprar nada ni ser intercambiada por nada. Por su lado, el diamante, tiene un valor de uso muy escaso, requiere de mucho dinero o muchos bienes para que pueda ser intercambiado debido al gran trabajo que conlleva su proceso hasta convertirse en la piedra preciosa que es. El valor de un bien no siempre va a ser igual, va a depender de las circunstancias que se encuentren las partes involucradas, independientemente si es necesario para la supervivencia del hombre o no.

Ahora bien, uno de los temas principales en el mundo de las finanzas es la valoración de los activos, sea cual sea su naturaleza, especialmente la valoración de las empresas. Para la valoración de una empresa se necesita tener cultura financiera y al mismo tiempo conocer a profundidad el giro del negocio, sus estrategias, su mercado y cuáles son los elementos que crean valor dentro de la empresa. La necesidad de valorar las empresas, se ha convertido cada vez más importante debido al aumento de fusiones de empresas y también a las adquisiciones y ventas de otras, en las últimas décadas. (Jakob, 2013). Entonces se podría definir como valoración de empresa al proceso mediante el cual se cuantifican todos los elementos que son parte del patrimonio de una empresa, además de su actividad y toda otra característica que pueda ser valorada. Este proceso de valoración tiene la finalidad de determinar el valor intrínseco de un negocio, mas no de su precio ni de su valor de mercado. El precio será fijado al final en una transacción, cuando dos partes se pongan de acuerdo sobre el bien.



## 1.2 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

La valoración de empresas es indispensable por múltiples razones. Decidir por ejemplo, el atractivo para un nuevo negocio, pactar de forma exitosa transacciones de compra – venta de empresas, negociar nueva forma de financiación, e incluso para operar dentro del mercado bursátil, es importante también para evaluar el funcionamiento del negocio y perseguir el propósito de creación de valor para los que forman parte de la empresa. (Pascual, 2010)

El problema surge debido a que no solo existe un único método para la valoración de empresas. En el transcurso de la historia financiera, se ha buscado constantemente nuevos modelos de valoración así como la implementación de algunos cambios para la mejoría de los modelos que ya existen. Además generalmente existe una gran confusión entre lo que significa modelo de valoración, variante de un modelo, y método de valoración. Por esta razón es de gran importancia conocer la diferencia:

Según (Damodaran, 2012) un modelo es una herramienta matemática que está formada por una o más ecuaciones de análisis que simbolizan algunas situaciones complejas. Las variantes de un modelo son cambios efectuados para la integración de algunas características del activo que ha de valorarse y toda la información del modelo que se está estudiando. Respecto al método, provee una guía de actuación para la recolección y manipulación de los datos requeridos para el modelo, además para la interpretación de resultados y plantear de forma efectiva las decisiones basadas en estos últimos.

La valoración de una empresa es un ejercicio para el cual se requiere tener conocimientos financieros además mejorará cada vez más con la experiencia. La mayoría de errores al valorar, provienen por la falta de conocimientos y de no tener claro los objetivos de la valoración: ¿Qué estoy haciendo?, ¿Para qué lo hago?, ¿Cuál método utilizo?, ¿Por qué? En el cuadro 1.1 se muestran los principales métodos de valoración:

*Cuadro 1: Principales Métodos de Valoración de una Empresa*

<b>Balance</b>	<b>Cuenta de Resultados</b>	<b>Mixtos (Goodwill)</b>	<b>Descuento de Flujos</b>	<b>Creación de Valor</b>	<b>Opciones</b>
* Valor contable * Valor contable ajustado * Valor de liquidación * Valor sustancial * Activo neto real	* Beneficio PER * Ventas * Otros múltiples	* Clásico * Unión de expertos * Renta abreviada	* Free Cash flow * Cash flow acciones * Dividendos * Capital Cash Flow	* EVA * Beneficio económico * Cash value added	* Black and scholes * Opción de invertir * Usos alternativos * Ampliar el proyectos

*Fuente: Pablo Fernández (Métodos de Valoración de Empresas)*

El problema surge en seleccionar un método de valoración de empresa eficiente que permita encontrar un valor razonable para la Cooperativa “Chone Ltda.” con el fin de ser presentado a los accionistas de la misma.

### 1.3 OBJETIVOS

#### **Objetivo General:**

Determinar el valor financiero de la Cooperativa de Ahorro y Crédito “Chone Ltda.”, ubicada en la provincia de Manabí, cantón Chone.

#### **Objetivos específicos:**

- Definir los conceptos claves y métodos de valoración financiera.
- Conocer la situación financiera y el entorno económico de la Cooperativa de Ahorro y Crédito “Chone Ltda.”
- Aplicar el método de Flujo de Caja Descontado en la Cooperativa de Ahorro y Crédito “Chone Ltda.” y determinar su valor final.

### 1.4 JUSTIFICACIÓN DEL PROBLEMA

La construcción de la sostenibilidad financiera es un concepto del que se ha venido hablando las últimas décadas, no solo en nuestro país sino en todo el mundo. Sostenibilidad no solo se refiere a examinar los recursos con los que cuenta una empresa con el fin de llenar los vacíos financieros, sino que la viabilidad financiera es generada gracias a la suficiencia económica que no es más que el manejo de las propuestas establecidas en base a los instrumentos de planificación.

Los valores históricos financieros son quienes nos dan la idea de la viabilidad del negocio, y para esto se efectuará un análisis de sostenibilidad financiera con la ayuda de algunos indicadores, además de variables tradicionales y no tradicionales y a su vez ayudará a identificar posible oportunidades con el fin de mejorar el valor de la empresa.

La valoración de empresas, es un instrumento de suma importancia no solo para los diferentes procesos financieros, sino también para los tomadores de decisiones. Cabe recalcar que el valor que puede llegar a tener una empresa, va a variar dependiendo de los intereses que tengan quienes están detrás de ella. Es decir que en algunas ocasiones las valoraciones de los comprados y de los vendedores, se basan en distintos criterios. En cada una de las situaciones, la valoración les indica a las personas interesadas, los aspectos que son importantes para la toma de decisiones.

Por ejemplo, si se valora una empresa con el fin del aprovechamiento de una oportunidad que actualmente se ofrece en el mercado, para la parte compradora, la valoración representaría el valor máximo que debe pagar por la empresa, mientras que para el vendedor es el precio mínimo por el que puede vender su empresa. Aunque el valor final, dependerá únicamente de la capacidad de negociación de las partes involucradas es decir el comprador y vendedor. En el cuadro 1.1 se muestra los diferentes motivos por los cuales se valora una empresa:

*Cuadro 2: Razones que motivan a la valoración de una empresa*

<b>Conflictos legales</b>	<b>Oportunidades de mercado</b>	<b>Cambios estructurales internos</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>* Definir la participación de los beneficiarios de una herencia, testamento o sucesión.</li> <li>* Procesos de expropiación o nacionalización.</li> <li>* Repartición de bienes de un patrimonio en sociedad conyugal (divorcio)</li> <li>* Liquidación o quiebra de una empresa.</li> <li>* Laborales, financieros fiscales y medioambientales.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Operaciones de compra-venta de empresas</li> <li>* Emitir acciones o títulos de deuda</li> <li>* Compra-venta de acciones</li> <li>* Definir estructura del portafolio de inversiones</li> <li>* Creación de grupos empresariales y unidades de negocios</li> <li>* Privatizaciones</li> <li>* Incursiones en nuevos mercados</li> <li>* Operaciones de fusión, integración o capitalización.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Desarrollo de sistemas de remuneración basados en la contribución del trabajador o unidad al valor de la empresa.</li> <li>* Procesos de planeación estratégica</li> <li>* Identificar productos, áreas o unidades creadoras o destructoras de valor.</li> <li>* Decisiones como: escisiones, crecimiento, asociaciones, absorciones.</li> <li>* Políticas de dividendos</li> </ul>

*Fuente: Autor con base en (García, Monsalve, & Álvarez, 2006)*

El sector financiero es uno de los indicadores macroeconómicos más importantes del país. En el 2012 el Sistema Financiero Ecuatoriano colocó un total de USD 9.632 millones en créditos, convirtiéndose este en el segundo de mayor importancia dentro del sistema con USD 2.617 millones. La evolución del segmento de consumo se debe al comportamiento de los Bancos Privados, el Banco del Instituto Ecuatoriano de la Seguridad Social (BIESS), las Cooperativas y las Sociedades Financieras, sin embargo, hay que señalar que de los 4 tipos de IFIs, el BIESS, las Cooperativas y las Sociedades Financieras crecieron en el orden del 11%, 16% y 7% respectivamente; mientras que los bancos privados decrecieron en 7,2% afectando fuertemente al segmento. (Ministerio de Coordinación de la Política Económica, Junio 2012)

Dada la importancia del crecimiento de las Cooperativas en el Ecuador, es necesario conocer el verdadero valor que, dichas empresas del sector financiero, tienen en la economía del país. Es por lo antes mencionado que en el presente trabajo, se establecerá

una propuesta para la valoración de la Cooperativa “Chone Ltda.” debido a la significancia que tienen estas en el sector económico del Ecuador, y en la misma empresa para la toma de decisiones acertadas encaminadas al desarrollo de forma efectiva y eficiente.

### **1.5 COOPERATIVISMO EN EL ECUADOR**

Los últimos gobiernos del Ecuador, han demostrado una actitud positiva hacia las cooperativas ya que son intermediarios financieros que ayudan a sus ahorradores en la compra de activos más líquidos y seguros y que devengue intereses. Se parte de que cuando el ahorrador tiene una cuenta en la cooperativa de crédito y ahorro y deposita dinero, compra de forma implícita participaciones de la institución. (Pulsinelli, 2014)

Las cooperativas de ahorro y crédito provienen de la iniciativa de los jefes de estado y remonta desde 1972 con el auge petrolero, que ayudó al crecimiento del sistema cooperativo. Se sabe que entre los años 1973 y 1982, creció la cantidad de socios cinco veces, de 87 mil a 445mil. Además que el número de cooperativas afiliadas a La Federación de Cooperativas de Ahorro y Créditos Ltda. Aumentó de 373 a 413. En ese mismo año, los depósitos y ahorros también tuvieron un importante aumento, de 388 a 6.105 millones de sucres aproximadamente, lo que significa que creció quince veces. (Grijalva, 2013)

“Con su distintivo énfasis en los valores, las cooperativas han demostrado ser un modelo empresarial versátil y viable, que puede prosperar incluso en épocas difíciles. Su éxito ha contribuido a impedir que muchas familias y comunidades caigan en la pobreza.”  
Ban Ki-moon, Secretario General de las Naciones Unidas

No solo a nivel nacional, sino que también alrededor del mundo, existe una clara aceptación de los valores y principios cooperativos, además que aportan a la economía social de los países. Los valores de igualdad, democracia, equidad, solidaridad, entre otros, son los principios que califican a las cooperativas como entidades democráticas donde no se permite que el voto de los inversores de capital sean mayores que el de los socios o usuarios. Además que la igualdad del derecho al voto y la distribución del capital social de forma obligatoria pero con un interés limitado son características de las cooperativas en el Ecuador según (Gallego, 2013).

### **1.6 COOPERATIVA DE AHORRO Y CRÉDITO “CHONE LTDA.”**

En el año de 1964, se creó la Cooperativa de Ahorro y Crédito “Chone Ltda.” con un grupo de cincuenta socios y un capital de cinco mil sucres. El socio principal fue el Dr.

Napoleón Dávila y la cooperativa inició sus actividades en casa de la Sra. Eugenia Viteri de Lara, el segundo socio principal fue Dr. Virgilio Aizprúa, quienes en conjunto ejercieron sus actividades y no recibieron sueldo por dos años y medio. Pasaron cuatro meses y con su limitado capital, decidieron hacer el primer préstamo, transformando así la pobreza individual en riqueza colectiva.

Con alrededor de cincuenta socios, y con un local pequeño, la cooperativa empezó a planificar la compra de un terreno y tener un lugar propio para su actividad. Y en el año de 1973, el arquitecto Enrique Menoscal empieza a dibujar los planos para el lugar. Sin dejar a un lado el significado de cooperación y trabajo común, los dos socios principales fueron a un banco de la ciudad de Quito para pedir un préstamo para ejecutar la construcción de la propia sede de la cooperativa, con un crédito de cinco millones de sucres para la planta baja y luego acudieron a un nuevo crédito para los otros tres pisos del edificio. (Cooperativa de Ahorro y Crédito “Chone Ltda.”, 2015)

### **1.6.1 Misión**

La cooperativa ha establecido como misión:

Ser una Cooperativa de Ahorro y Crédito Manabita que contribuye a mejorar la calidad de vida de sus socios y clientes con agilidad y calidez dentro de una estructura financiera sólida, transparente y de rentabilidad mutua.

### **1.6.2 Visión**

Liderar el mercado siendo una Cooperativa referente de la gestión financiera sostenible, y buen Gobierno Cooperativo de la provincia de Manabí.

### **1.6.3 Valores Corporativos**

- a) Equidad
- b) Responsabilidad
- c) Solidaridad
- d) Honestidad
- e) Lealtad
- f) Integridad
- g) Transparencia
- h) Trabajo en Equipo
- i) Eficacia / Eficiencia

#### 1.6.4 Transparencia de información

En la página web de la Cooperativa de Ahorro y Crédito “Chone Ltda.” se encuentra disponible para el público la información de las tasas activas, pasivas, patrimonio técnico, estado de pérdidas y ganancias, consolidado y condensado, además de que todo lo que presenta se encuentra regulado por los organismos de control:

- Banco Central del Ecuador
- Corporación del Seguro de Depósitos
- Superintendencia de Economía Popular y Solidaria
- Unidad de Análisis Financiero
- Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador

Respecto al patrimonio técnico constituido al 31 de diciembre del 2015, cuenta con un total de \$10.176.448,32. Además del total activos y contingentes ponderados por riesgo patrimonio técnico primario cuenta con \$33.237.215,09. Utilidad antes de impuestos y participaciones registra un total de \$778.847,02.

#### 1.6.5 Servicios y productos

Algunos de los servicios que ofrece la Cooperativa en estudio son:

**Ahorro Normal:** se ofrecen cuentas para depósitos de ahorro con las mejores tasas del mercado, la mayor seguridad, la máxima rentabilidad del dinero y todo el respaldo que la Coop. Chone le puede otorgar. Además permite que los que tienen cuentas, dispongan de su dinero cuando lo requieran, y ganen intereses, también construir un fondo para algún tipo de inversión futura.

**Ahorro Kids:** este producto ayuda a los padres a que incentiven en sus hijos la cultura del ahorro, además de asegurar su futuro, con una tasa atractiva y múltiples beneficios como seguros de vida y participaciones en promociones.

**Ahorro Promoción:** Con esta cuenta, el cliente puede ahorrar dinero para algún fin específico y adicionalmente se tiene como política un sorteo de un auto que se realiza cada año.

**Depósitos A Plazo Fijo:** depósitos a un plazo y tasa de interés fijo, cuyo rendimiento es mayor a la de la cuenta de ahorro. Cuanto mayor es el plazo y mayor es el monto que se deposita, mayor será la tasa que la cooperativa paga.

**Tarjeta De Débito:** esta tarjeta posee un chip inteligente y se puede disponer del efectivo en cualquier cajero autorizado y también realizar pagos en las compras.

**Créditos de Consumo:** Este crédito está dirigido a financiar bienes o necesidades de consumo de los clientes de la cooperativa, para compra de un vehículo, bienes de consumo, para pagos de alguna deuda, o algún fin específico, teniendo que pagarlos con sus ingresos de su sueldo o renta.

**Microcrédito:** Este crédito está dirigido a los pequeños comerciantes o personas con necesidades del microempresario, destinados a financiar actividades en pequeña escala, de producción, comercialización o servicios, teniendo que pagarlos con los ingresos inclusive que se generan del mismo negocio.

## 1.7 ANÁLISIS FODA

*Cuadro 3: Análisis FODA de la Cooperativa de Ahorro y Crédito “Chone Ltda.”*

<b>FORTALEZAS</b>	<b>OPORTUNIDADES</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>* Grupo humano motivado para el desarrollo de las actividades en la cooperativa.</li> <li>* Software financiero eficiente y capaz de soportar y controlar aumento de información.</li> <li>* Nivel de información gerencial efectivo y poder de liderazgo de los directivos.</li> <li>* Atención personalizada con los clientes.</li> <li>* Agilidad en trámites para concesión de crédito.</li> <li>* Atención en las sucursales los días sábados.</li> <li>* La cartera vencida está dentro de los parámetros normales.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Regulada por la SEPS (Superintendencia de Economía Popular y Solidaria), que ayuda a tener más confiabilidad.</li> <li>* Mercado de sistema financiero cooperado con tendencia creciente.</li> <li>* Con sus microcréditos ayudan a aumentar en mercado de PYMES en el Ecuador.</li> <li>* Fomento por parte del gobierno al sector de la Economía Popular y Solidaria.</li> <li>* Remesas del exterior con el servicio Money Gram.</li> <li>* Alianzas estratégicas con otras empresas.</li> <li>* En planes de abrir otra agencia en Pichincha.</li> </ul>
<b>DEBILIDADES</b>	<b>AMENAZAS</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>* Bajo porcentaje de socios.</li> <li>* Falta de actualización e incumplimiento de ciertas políticas y manuales.</li> <li>* Falta de un departamento de Marketing con personal especializado.</li> <li>* No cuenta con una base de datos que ayude a comparar su participación en el mercado.</li> <li>* No existe un manual oficial de funciones y responsabilidades.</li> <li>* Estructura patrimonial depende principalmente de aportes de crédito que socios pueden retirar al salir de la Cooperativa.</li> <li>* Falta de un plan donde se determinen acciones y demás proyectos.</li> <li>* La incursión de nuevos competidores.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* La situación actual económica del Ecuador puede afectar el sistema financiero</li> <li>* Crisis económica mundial</li> <li>* Crecimiento de las cooperativas ecuatorianas.</li> <li>* No existe una sola regulación para las cooperativas de ahorro y crédito del país que ayude a promover su desarrollo.</li> <li>* Cambios en el marco jurídico ecuatoriano regulatorio.</li> <li>. Incremento del riesgo país genera menor inversión y menor capacidad de ahorro.</li> <li>* Desconocimiento por parte de los clientes de los servicios que ofrece la cooperativa.</li> <li>* Los bancos tienen un fuerte poder de competencia.</li> </ul>

*Fuente:* Autor con base en: (Cooperativa de Ahorro y Crédito “Chone Ltda.”, 2015)

## **CAPITULO II: REVISIÓN DE LA LITERATURA**

Una vez que se ha planteado, en el capítulo I, los puntos principales que se llevarán a cabo dentro de este trabajo, es momento de empezar con una intensa revisión de la literatura que permitirá conocer, comprender y diseñar de una forma eficiente el proceso de ejecución del método de valoración financiera que se aplicará, con el fin de valorar la cooperativa de ahorro y crédito “Chone Ltda.”

La revisión de la literatura según Ángel Gutiérrez y Alexander Maz (2006), consiste en buscar, seleccionar, y consultar la bibliografía que pueda ser útil para el estudio. No obstante para el siguiente trabajo se ha buscado bibliografía sobre las diferentes metodologías de valoración de una empresa, sus ventajas y desventajas de aplicación, además de los puntos críticos e indispensables que permitan que cada una de dichas metodologías presente un valor acertado y real que pueda ser asignado de forma segura a la cooperativa de ahorro y crédito “Chone Ltda.”.

De la misma forma, los autores antes mencionados, recomiendan empezar abordando literatura general, con lo cual se pueda comprender de mejor forma el problema de investigación y poco a poco profundizar hasta que se tengan claras las diferentes formas de abordar dicho problema y seleccionar la forma más eficiente de hacerlo.

### **2.2 ASPECTOS GENERALES DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS**

La valoración de una empresa es una práctica de sentido común que en conjunto con algunos conocimientos técnicos financieros pueden establecer un valor monetario de una empresa específica, y dicha práctica mejora esencialmente con la experiencia (Fernández, 2013). Por otra parte al valorar una empresa se pretende determinar un rango de valores razonables y reales dentro del cual se encuentre el valor específico de dicha empresa, básicamente se determina un valor intrínseco y no un valor de mercado y mucho menos el precio de la empresa.

Fernando Romero (2012) indica que para realizar una buena valoración de empresa es necesario conocer temas como finanzas, tributación, contabilidad, economía, matemáticas y estadística, los cuales son requeridos al momento de ejecutar de forma eficiente el método de valoración seleccionado. El mismo autor establece y coincide con que el valor de una empresa no es igual al precio de la misma, sin embargo permite obtener dos puntos de vista; el valor máximo que estaría dispuesto a pagar un posible comprador y por otro lado el valor mínimo que los accionistas estarían dispuestos a recibir por la venta



de su empresa, esto dependerá de quien y como se realice la valoración. Con este contexto se realiza la importancia de valorar una empresa, dado que con el transcurso del tiempo las empresas tienden a aumentar los procesos de fusión o absorción de las mismas esto con el fin de aumentar sus utilidades o simplemente de buscar economías de escala.

Por lo tanto si el objetivo es encontrar un rango de valor monetario que refleje el valor de una empresa, sin duda dicho rango será subjetivo o dependiente de la forma y de la intensidad con el que se calcule. De esta forma se han establecido diferentes formas o metodologías de valoración de empresas, que cuentan con criterios distintos pero muy técnicos y que brindan seguridad al momento de aplicarlos.

## **2.3 CLASIFICACIÓN Y DESCRIPCIÓN DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS**

En la historia, además de la necesidad de establecer un valor nominal de una empresa por el hecho de la fusión o absorción de las mismas, se ha conocido casos en los cuales se lo ha realizado para contratos de compra venta, planificación, reorganización o verificación de su valor para prestamistas o inversionistas. Por lo cual se han establecido diferentes formas de valorar una empresa, a continuación se detallarán cada una de ellas y se explicarán las ventajas y desventajas de emplear cada método descrito.

### **2.3.1 Método de Valor Contable**

El valor contable de las acciones o también llamado valor en libros, patrimonios netos o fondos propios de la empresa es el valor contable de los recursos propios que figuran en el balance (capital y reservas), generalmente es encontrado con la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible.

Este método trata básicamente de encontrar el valor financiero de la empresa a través del valor de sus activos (Fernández, 2013). Por un lado se tiene la ventaja que es un método muy práctico y fácil de aplicar debido a que todas las empresas cuentan con sus registros contables bien establecidos, sin embargo la principal desventaja de emplearlo esta en el hecho de que se trata de un método estático que le otorga todo el peso del valor de la empresa a su balance, no obstante este método no considera los ingresos o el flujo que puede proyectar la empresa en un futuro a corto o largo plazo, así mismo no considera la evolución del valor del dinero en el tiempo, por lo tanto al momento de valorar la empresa no toma en cuenta que el valor de las acciones esta medido en gran parte por la incertidumbre de lo que ocurrirá en un futuro próximo.

Más allá de la desventaja de emplear este método, Francisco Barrionuevo (2014) recomienda que aunque no sea un método de valoración completamente eficiente, siempre se lo debe calcular como punto inicial debido a que permite que el analista no pierda de vista lo que en negociación se conoce como precio suelo, es decir, el vendedor de ninguna forma podrá vender la empresa por debajo del valor en libros.

En el mismo documento de Francisco Barrionuevo se presenta un ejemplo muy práctico y simple de entender cómo se calcula el valor en libros:

Empresa ABC S.A. Balance oficial y cuenta de resultados (millones de dólares).

ACTIVO		PASIVO	
Tesorería	5	Proveedores	40
Deudores	10	Deuda Bancaria	10
Inventario	45	Deuda a largo	30
Activos Fijos	100	Capital y Reservas	80
Total Activos	160	Total Pasivo y Capital	160

Para la empresa ABC S.A. el valor contable o valor en libros es el total de capital y reservas con el que cuenta, en el balance podemos ver que el monto asciende a 80 millones de dólares, no obstante este valor puede ser determinado por la ecuación general de la contabilidad:

$$\text{Activo} = \text{Pasivo} + \text{Capital}$$

Despejando:

$$\text{Capital} = \text{Activo} - \text{Pasivo}$$

Por lo tanto el capital en donde está incluido implícitamente las reservas y que representan el valor contable de la compañía ABC S.A. es igual al total de activos (160 millones) menos el total de los pasivos exigibles (40 + 10 + 30 millones), con lo que se tendría los 80 millones antes mencionados.

Como se puede observar este método es muy práctico y es un punto inicial para el correcto análisis del valor de una empresa, sin embargo no es suficiente para encontrar un valor neto representativo para el estudio dado a que no toma en cuenta las expectativas de la empresa en el futuro ni el valor del dinero en el tiempo.

### 2.3.2 Método de Múltiplos o Comparables

Según (Badenes, 1999) el método de múltiplos comparables consiste en valorar una empresa objetivo tomando en cuenta los múltiplos financieros del valor de otras empresas o compañías comparables. Básicamente los múltiplos financieros consisten en el

múltiplo de los ratios financieros que se consideren más explicativos del valor de una empresa, de tal forma que el múltiplo que se emplee dependerá del criterio del analista. A continuación se presenta una lista de los ratios que generalmente se suelen usar para aplicar este tipo de método de valoración de una empresa:

<b>Definición de los componentes de los múltiplos más relevantes</b>	
<b>Componente</b>	<b>Explicación</b>
<i>Beneficio Neto</i>	Beneficio Neto o beneficio después de impuestos
<i>BPA</i>	Beneficio Neto por acción
<i>BAIT</i>	Beneficios antes de interés e impuestos (=EBIT= earnings before interest and tax)
<i>BAAIT</i>	Beneficio antes de amortización, interés e impuestos.
<i>(Cash Flow) operativo CF</i>	EBIT + Amortización y depreciación
<i>Valor en Libros</i>	Capital Social (valor nominal) + reservas (excluye acciones preferentes)
<i>Valor del Capital (VC)</i>	Capitalización bursátil (con efecto dilución)
<i>Valor de la Empresa (VE)</i>	Capitalización bursátil (con efecto dilución) + acciones preferentes + deuda neta + intereses minoritarios
<i>Deuda Neta</i>	Deuda a CP + Deuda a LP + Leasing Financiero - caja - activos líquidos
<i>Recursos Permanentes</i>	Deuda Neta + intereses minoritarios + pasivo a LP + Capital Social + reservas + acciones preferentes
<i>DPA</i>	Dividendo por acción

Fuente: Autor con base en: (Badenes, 1999)

Con estos componentes se forman los siguientes ratios:

$$1) \text{ PER} = \frac{\text{Capitalización Bursátil}}{\text{Beneficio Neto}} = \frac{\text{PPA (Precio por acción)}}{\text{BNP (Beneficio por acción)}}$$

El PER es el ratio más usado para la aplicación del método de múltiples comparables, pues es al que los inversores y el mercado prestan mayor atención

El PER representa el valor del patrimonio o capital de la empresa, por lo tanto para obtener el valor de toda la empresa es necesario adicionar el valor de la deuda neta de la compañía. Es importante mencionar que al agregar el componente de la deuda en el valor, se podrá diferenciar de mejor forma a la empresa objetivo de la empresa con la cual se está comparando debido a que en caso de que el valor de apalancamiento sea diferente entonces el valor de cada empresa también será diferente.

La ventaja de este ratio es la facilidad de obtener proyecciones del PER futuro, debido a que el BPA es una de las proyecciones más comúnmente estudiada por lo analistas financieros. Por otro lado la principal desventaja es que los resultados del PER pueden estar distorsionados por las diferentes políticas contables que existen entre países.

$$2) \text{ PER Relativo} = \frac{\text{PER de la empresa}}{\text{PER del país}}$$

A diferencia del primer ratio, el segundo permite la posibilidad de hacer comparaciones de empresas en distintos países, sin embargo esto aún no excluye la distorsión del valor de la empresa que puede venir por el ciclo económico de cada país.

$$3) \frac{VE}{BAIT} = \frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{Beneficios antes de interes e impuestos}}$$

A diferencia del PER en este ratio no interviene el nivel de deuda de la empresa, por lo tanto no se tendrá en cuenta el grado de apalancamiento de las empresas y actúa directamente sobre el múltiplo del BAIT, no obstante una posible distorsión que pueda existir en este ratio estaría dado por las diferentes políticas internas de las empresas al momento de calcular el BAIT. Sin embargo en general el uso de este ratio da mejores resultados.

$$4) \frac{VE}{BAAIT} = \frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{Beneficios antes de amortizacion, interés e impuesto}}$$

Generalmente este ratios es bueno para la aplicación de valoración sobre empresas cíclicas, además que al no incluir el apalancamiento al igual que el ratio anterior, sirve para realizar comparaciones entre empresas de distintos países.

$$5) \frac{VE}{(\text{Cash Flow})\text{operativo}} = \frac{\text{Valor de la Empresa}}{(\text{Cash Flow})\text{operativo}}$$

La ventaja de este ratio es que explica de muy buena forma el valor de las empresas intensivas en capital, por otro lado su desventaja es que se debe interpretar de buena manera algunos pasivos que algunas empresas consideran como recursos propios o recursos ajenos.

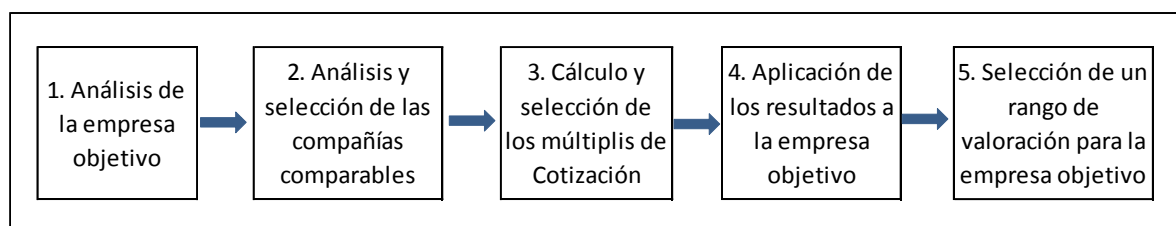
$$6) \text{ Rentabilidad por dividendo} = \frac{DPA}{\text{Precio}}$$

La rentabilidad por dividendo o Dividend yield es un ratio muy útil para evaluar empresas maduras sin embargo se somete a las políticas de dividendos de cada una de las empresas por lo cual puede causar distorsiones en el valor de la empresa.

Estos seis ratios son los que frecuentemente se emplean para valorar una empresa por el método de múltiplos comparables, cabe recalcar que para encontrar el múltiplo de cualquier ratio que se escoja se suele tomar la media o la mediana del conjunto de empresas que servirán como comparadores, sin embargo tomar un valor específico es una cuestión muy determinística por lo cual se recomienda emplear un rango formado por el menor y el mayor valor del ratio escogido como múltiplo de las empresas comparables.

Desde un punto de vista general, la aplicación del método de múltiplos comparables puede describirse en 5 pasos como se muestra en el diagrama (Figura 1) de la parte inferior:

*Figura 1: Diagrama del método de Múltiplos*



*Fuente: Autor con base en (Damodaran, 2012)*

La parte fundamental de este método radica en la selección de buenas empresas que sean comparables con la empresa objetivo, de aquí se pueden tomar aspectos como tamaño, sector de la industria, país de origen, ratios financieros, etc. Además de la selección adecuada del o de los múltiplos financieros que se aplicarán al cálculo del valor de la empresa.

### **2.3.3 Método de Flujos de Caja Descontados**

El valor de una empresa, institución, proyecto de inversión o incluso de un individuo estará dado por el flujo de caja o de dinero que sea capaz de proyectar en un futuro próximo, debidamente descontado al valor presente (Gutiérrez, 2013). El método de flujo de caja descontado básicamente toma en cuenta la idea antes mencionada, sin embargo el principal problema que se encuentra en este método es que el futuro no se conoce y es muy complicado tratar de predecirlo. De la misma forma Fernández (2013) define a este método como “el método que trata 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 apropiada que dependerá del riesgo de dichos flujos”. Un

flujo de caja es la acumulación neta de activos líquidos en un periodo determinado, por lo cual constituye un indicador importante del grado o nivel de liquidez de la empresa, en otras palabras es el flujo de entradas y salidas de efectivo en un periodo determinado.

En la actualidad este método es uno de los más empleados por los analistas para determinar el valor de una empresa o incluso el valor de un proyecto de inversión, debido a que se lo considera un método conceptualmente correcto para valorar.

#### **Aspectos Importantes del método de flujos de caja descontados:**

- Dado que no conocemos el futuro y por lo tanto se trabaja con estimación, se debe tomar muy en cuenta el **riesgo** del valor determinado.
- El **VAN** (Valor actual Neto) sirve como unidad de medida para este método, ya que es el valor que se espera genere un proyecto o para este caso el valor actual de lo que se espera que genera una empresa.
- En la aplicación de este método, debido a que se observa el valor actual neto, se debe considerar el descuento de los flujos estimados en un futuro próximo establecido, por lo tanto para lograr obtener este valor (VAN) es necesario considerar una **tasa de descuento** apropiada y realista.
- Con este modelo es importante tener en cuenta que el valor que se establece especialmente para los accionistas es el **crecimiento de sus ganancias** en un futuro, determinado por el flujo estimado y proyectado.

Estos 4 aspectos permiten establecer un marco conceptual sobre la aplicación de este método, además resalta los elementos indispensables que determinarán una buena estimación del valor de la empresa.

#### **Fases fundamentales del método de valoración por Descuento de flujo de caja:**

*Análisis de Datos históricos.*- El primer paso que se debe dar para aplicar de una forma correcta este método es el análisis de los datos o la información histórica de la empresa que está siendo objeto de estudio. Según (Gutiérrez, 2013) este análisis debe centrarse en tres ratios específicos, los cuales son: rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC), tasa de inversión neta (Rr) y la sostenibilidad de la tasa de rendimiento (CAP).

El análisis histórico permitirá obtener una visión del pasado sobre el comportamiento de los ratios financieros de la empresa, por medio de la cual se determinarán las tendencias de las mismas, este proceso es fundamental para dar el segundo paso de este método el cual se trata de proyectar el flujo de caja de la empresa.

Obtener las tendencias históricas de los componentes financieros de una empresa permite una primera aproximación a la realidad, con lo que si se supone que no existirán shocks externos a la empresa (lo cual es muy poco probable), estos indicadores deberían mantener las mismas tendencias lo que facilitaría la proyección de los flujos de caja.

***Elaboración de Proyecciones financieras.***- Una vez observadas y establecidas las tendencias de los componentes financieros de la empresa, se debe realizar la proyección de los resultados posibles de la misma. El punto clave para realizar una buena proyección esta en conseguir el máximo entendimiento sobre las variables o indicadores críticos (inductores) de generación de valor de la empresa en el futuro y su impacto en el crecimiento y en la rentabilidad sobre el capital invertido.

Dentro del proceso de proyección se deben de tomar en cuenta los siguientes aspectos:

- Establecer el periodo de tiempo en el cual se realizará la proyección respectiva, en este aspecto un periodo de corto plazo se lo conoce como periodo de ventaja competitiva y un periodo de largo plazo se conoce como periodo de convergencia. Depende del analista decidir el periodo de tiempo y la profundidad de la proyección.
- Entendimiento de los objetivos, estrategias y planificación de la empresa en el futuro, tomando en consideración el sector, las ventajas y desventajas competitivas, etc.
- Transformas las estrategias antes mencionadas en proyecciones que estén directamente relacionadas con los estados financieros de la empresa.
- Realizar un análisis de sensibilidad sobre la proyección realizada con el empleo de posibles escenarios de ocurrencia, esto permitirá establecer rangos de valor.
- Evaluar las proyecciones a través de los ratios financieros y en especial los tres ratios mencionados en el inicio, con el fin de verificar la consistencia en las proyecciones.

***Cálculo de los flujos de caja.***- En este punto y luego de realizar las proyecciones de las principales variables, se calculan los respectivos flujos de caja para cada año y para el horizonte previamente establecido, es importante mencionar que el valor final que se observará o que se descontará es la utilidad neta que se calculará por medio de las

proyecciones previamente realizada debido a que es el valor directo que recibe el accionista.

***Determinación del coste medio ponderado del capital.-*** Dado a que se requiere descontar el flujo de caja proyectado y calculado con los procesos anteriormente explicados, el coste medio ponderado del capital es la tasa de descuento más empleada al momento de ejecutar este método de valoración (Gutiérrez, 2013).

#### **2.3.4 Método de Opciones Reales**

Básicamente este método de valoración es el que proporciona flexibilidad futura (opciones reales), a diferencia de los otros métodos tradicionales. Una opción real está presente en un proyecto de inversión cuando existe alguna posibilidad futura de actuación al conocerse la resolución de alguna incertidumbre actual. Un ejemplo típico son las concesiones petrolíferas. El pozo de petróleo se explotará o no dependiendo del precio futuro del petróleo. En otras palabras el valor de la empresa será determinado por el posible rol que tome la misma en el mercado, de tal forma que se pueda resolver una incertidumbre sobre el futuro.

Existen varios tipos de opciones reales, a continuación se mencionan algunos:

- Opciones de explotar concesiones mineras o petrolíferas.
- Opciones de aplazar la inversión
- Opciones de abandonar negocios
- Opciones de cambio de utilización de unos activos

El valor de una empresa o proyecto de inversión estará en función de las opciones reales que contemple la compañía en un futuro determinado, un ejemplo simple es el caso de Amazon que en sus inicios como una simple empresa vendedora de libros, contaba con las siguientes opciones reales:

- Opciones de nuevos negocios.- zshops (un marketplace), Amazon Auctions (un mercado de subastas), etc.
- Opciones de Ampliar geográficamente su negocio
- Opciones de crecimiento por nuevos clientes.- Amazon empezó a vender música, videos, y DVD en 1998; software, juguetes, productos electrónicos en 2000.
- Opciones de mejora de la eficiencia para aumentar barreras de entrada.- Amazon invirtió en 1999, 300 millones de dólares en adquisición de nueva tecnología.



Estas opciones hicieron que la empresa aumente su valor, y se cotice de mejor forma en el mercado, con lo que se puede observar de mejor forma el rol de las opciones reales en el valor de una empresa.

## **CAPITULO III: METODOLOGÍA**

### **3.1 JUSTIFICACIÓN DEL MÉTODO**

Para el trabajo de valorización de la cooperativa de ahorro y crédito “Chone Ltda.” se ha creído conveniente emplear el método de flujos de caja descontados, de tal forma que se pretende establecer una frontera de 6 años en los cuales se proyectarán técnicamente los flujos de dinero que la cooperativa será capaz de generar en su desarrollo operativo, los mismos que serán descontados a una tasa que se establecerá a través del modelo WAAC (Capital Asset Pricing Model) o método de precios de activos financieros, el mismo que establece el retorno mínimo de un capital invertido en un mercado específico.

A diferencia de los tradicionales métodos contables en los cuales se estima el valor de una empresa como el valor en libros del patrimonio que posee y sus respectivos activos, los métodos financieros como el flujo de caja descontado toman en consideración el futuro como punto de referencia para emitir un valor sobre una empresa. De tal forma que se requiere de un estricto análisis financiero sobre la información que se tiene de la cooperativa, especialmente de sus estados financieros, con lo que se podrá determinar el potencial de crecimiento de la misma.

Además el concepto de valorización por flujo de caja es un concepto que se adecua de forma técnica al valor monetario de un sujeto en general, debido a que este método establece que el valor de una empresa o de un activo en general está dado por lo que en la actualidad posee dicho activo y por lo que es capaz de generar en un futuro próximo. Por otro lado este modelo ha sido criticado por muchos autores sobretodo en su aplicación para valorizar empresas del sector financiero (Bancos, cooperativas, etc.) debido a que el sistema de ingresos de este tipo de instituciones corresponde medidas financieras que pueden ser mal interpretadas al momento de establecer los parámetros de la estimación de la tasa de descuento y los criterios de proyección, no obstante el método no restringe su

aplicación a un tipo específico de empresas por lo que se ha creído que puede ser aplicado a este tipo de institución si se consideran todos los criterios necesarios.

### **3.2 PROCESOS DEL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO**

Para aplicar el método de flujo de caja descontado en la valorización de la cooperativa es necesario tomar en cuenta dos procedimientos fundamentales, que al desarrollarlos de una forma correcta se obtendrá un valor razonable y creíble.

- El pronóstico de los flujos de liquidez futuros
- Estimación de la tasa de Descuento

#### **3.2.1 Pronóstico de los Flujos de Liquidez**

La primera parte del método corresponde al pronóstico y proyección de los flujos de caja o de liquidez que se espera que genere la cooperativa de ahorro y crédito “Chone Ltda.” en un periodo de tiempo establecido. A diferencia de otros trabajos realizados con la misma metodología, en este caso no se empleará una tasa fija de crecimiento de las cuentas, sino se establecerá un conjunto de tasas de crecimiento para cada cuenta que reflejen el movimiento de las mismas a través de una tendencia establecida mediante el análisis del entorno económico, por otro lado es importante tomar en cuenta que al momento de establecer dichas tasas de crecimiento que representan el movimiento del flujo de caja de la cooperativa se debe tomar en cuenta la situación actual del entorno económico en donde opera esta institución. Además se debe incluir eventos que mantengan una probabilidad alta de ocurrencia durante los periodos futuros y que afecten de manera significativa a los flujos de la empresa.

Básicamente en el presente trabajo, se realizará la fase de pronóstico y proyección considerando el análisis de tres aspectos importantes: estados financieros históricos de la empresa, análisis del entorno político – económico actual del país y los posibles eventos futuros y trascendentales que ocasionen movimientos en los resultados operativos de la cooperativa.

El Balance General de la empresa y el Estado de resultados serán los estados financieros en los cuales se basará la primera parte del estudio, siendo el Balance general

quién permitirá establecer la evolución histórica de las cuentas de Pasivo, Activo y Capital, con lo cual se espera entender la estabilidad empresarial con la que ha contado la cooperativa durante los últimos 5 años. Por otro lado el Estado de Resultados registra la cuantía de Ingresos y Gastos en los que ha incurrido la empresa en un determinado periodo contable con el fin de mantener sus procesos operativos y de inversión, además registra la diferencia entre ambos como la utilidad contable que se obtiene.

### **3.2.2 Estimación de la Tasa de Descuento**

La tasa de Descuento o TMAR (Tasa Mínima de Retorno Aceptable) como su nombre lo indica es la tasa a la cual se descontarán los flujos que la cooperativa generará en el horizonte de tiempo proyectado, por otro lado esta tasa mide el costo de oportunidad del capital invertido en la empresa. Existen muchas formas distintas de determinar la tasa de descuento con la cual se valore un proyecto o un activo en general, en este caso la empresa, para el siguiente trabajo se empleará uno de los modelos más comunes y más eficientes, el modelo WACC.

### **3.3 FUENTES DE INFORMACIÓN**

La información de los estados financieros de la cooperativa “Chone Ltda” se obtuvo directamente de la oficina contable de la empresa, de tal forma que se tuvo acceso a dichos datos, además de obtener información sobre el Plan operativo 2016 y los objetivos que pretende alcanzar la empresa en un futuro, con lo que se puede afinar la proyección del flujo de Caja. Sin embargo es importante mencionar que este plan se vio afectado por el reciente terremoto que azotó al país y en mayor medida a la provincia de Manabí, debido a este fenómeno natural, la cooperativa realizó un plan de contingencia del cual se registran los siguientes puntos relevantes:

- Todos los créditos hipotecarios que se concedan, deberán contar con una póliza de seguro del bien que garantiza la aprobación del crédito.
- Agilitar los créditos para la Reactivación de la Economía.
- Dar prioridad en la colocación de créditos a las personas que se han visto afectadas por el terremoto.
- Se exonera del encaje a las personas afectadas por el terremoto.
- Plan de reducción de gastos operativos de la cooperativa.

Con estos puntos relevantes del nuevo plan de acción de la cooperativa en la cual se contemplan las medidas tomadas por las autoridades de la empresa en respuesta al

terremoto se puede ajustar de mejor forma las proyecciones de las cuentas del estado de resultado para estimar las proyecciones del flujo de caja operativo.

Por otra parte, como se mencionaba anteriormente, es necesario realizar un análisis del entorno económico partiendo de la actualidad y prediciendo de la mejor forma lo que ocurrirá en un futuro.

Al momento de estimar la tasa de descuento, las principales fuentes de información de donde se extrajo los datos están respectivamente mencionados, no obstante el sitio web de Damodaran la principal fuente, debido a que en este sitio se presenta mucha información de estudios financieros que pueden ser empleados como es el caso de este trabajo de valoración de empresa.

### 3.4 ANÁLISIS FINANCIERO

Una vez mencionado y justificado la aplicación del método de flujo de caja, es hora de empezar con el análisis de carácter financiero de la cooperativa “Chone Ltda”, el mismo que corresponde principalmente al Balance General y al Estado de Resultados de la empresa y su evolución desde el periodo 2010 hasta el 2015.

#### 3.4.1 Análisis Vertical del Balance General

A través del análisis vertical se puede obtener una visión general de las cuentas más representativas de cada uno de los componentes contables de la empresa, a continuación se presenta las cuentas que forman parte del balance general de la cooperativa “Chone Ltda”:

Tabla 1: Análisis Vertical del BG

ANÁLISIS VERTICAL							
ACTIVO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
<b>Caja</b>	2,16%	1,18%	1,57%	1,05%	1,43%	2,00%	1,56%
<b>Bancos</b>	7,33%	4,42%	11,10%	13,53%	14,05%	11,80%	10,37%
<b>Efectos de cobro inmediato</b>	0,16%	0,12%	0,10%	0,07%	0,01%	0,07%	0,09%
<b>Remesas en tránsito</b>	0,04%	0,13%	0,08%	0,04%	0,02%	0,04%	0,06%
<b>Operaciones Interfinancieras</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Inversiones</b>	2,46%	1,90%	3,15%	6,48%	7,92%	8,54%	5,07%
<b>Cartera de créditos</b>	<b>75,88%</b>	<b>79,19%</b>	<b>70,73%</b>	<b>63,22%</b>	<b>61,22%</b>	<b>59,20%</b>	<b>68,24%</b>
<b>Deudores por aceptaciones</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Cuentas por cobrar</b>	0,95%	1,07%	1,36%	0,96%	1,00%	1,08%	1,07%
<b>Bienes realizados por pagos y no utilizados</b>	0,02%	0,00%	0,14%	0,22%	0,12%	0,12%	0,10%
<b>Propiedades y equipos</b>	1,94%	1,90%	2,12%	2,93%	2,88%	6,04%	2,97%
<b>Otros activos</b>	9,06%	10,09%	9,64%	11,50%	11,35%	11,12%	10,46%

Fuente: Cooperativa Chone Ltda.

Elaborado por: Los Autores

En la Tabla 1 se muestra las cuentas que conforman el Activo de la empresa, las mismas que formarán parte del análisis respectivo, debido a que se obtuvo información del

balance general de los últimos 6 años de la empresa, el análisis se lo puede realizar de forma temporal.

Dentro de la cooperativa de ahorro y crédito Chone Ltda. los Activos totales han alcanzado un nivel promedio de \$ 37.781.113,22 durante los últimos 6 años, a través del análisis vertical, se estableció que la principal cuenta que mueve o que representa al total de Activos es la *Cartera de créditos* de la compañía con un promedio de 68,24% de peso promedio durante los últimos 6 años de operación de la misma, esta cuenta representa el monto total que posee la cooperativa en términos de créditos entregados en periodo de pago, desde un punto de vista operacional la cooperativa de ahorro y crédito “Chone Ltda” goza de buena acogida dentro de la ciudad de Chone y en la provincia de Manabí. No obstante es importante mencionar que este activo no representa exactamente liquidez para la empresa por lo tanto es un punto que no se puede descuidar sobre todo cuando sabemos que una institución financiera depende mucho de su nivel de liquidez.

Por otro lado las cuentas de *Caja y Bancos* han representado en promedio durante los últimos 6 años tan solo un 11,94% del total de activos, tomando en consideración que estas cuentan representan de forma directa el total de Efectivo que posee la empresa se puede observar que manejan un nivel relativamente bajo en contraste con la cartera de créditos que posee. Es importante mencionar que durante los últimos 4 años el Ecuador en general ha sufrido una serie de caídas económicas, generadas por factores externos como la apreciación del dólar y la caída del precio del petróleo, que han afectado a los diferentes sectores del país y ha tenido un gran impacto en el nivel de exportaciones de la provincia de Manabí.

Otro punto relevante que se puede observar en la Tabla 1, son las cuentas que representan una mínima parte del total de Activos y su peso no ha cambiado significativamente en el transcurso de los últimos 6 años. Las cuentas *Operaciones Interbancarias*, y *Deudores por Aceptaciones* representan el 0% del total de activos, mientras que las cuentas: *Efectos de Cobro Inmediato* y *Remesas en tránsito* tan solo han representado un 0,09% y 0,06% del total de activos en promedio en los últimos 6 años.

Estas cuentas prácticamente son irrelevantes en la explicación del comportamiento financiero de la cooperativa, debido a su baja representatividad en el Total de Activos y en el Balance General.

Tabla 2: Análisis Vertical del BG (Pasivos)

ANÁLISIS VETICAL							
PASIVO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio

<b>Obligaciones con el público</b>	<b>82,13%</b>	<b>80,15%</b>	<b>82,48%</b>	<b>83,17%</b>	<b>82,76%</b>	<b>81,47%</b>	<b>82,03%</b>
<b>Operaciones Interbancarias</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Obligaciones inmediatas</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Cuentas por pagar</b>	5,78%	6,83%	6,57%	4,75%	4,89%	5,34%	5,69%
<b>Obligaciones financieras</b>	2,80%	2,69%	1,10%	0,07%	0,00%	0,00%	1,11%
<b>Otros pasivos</b>	9,29%	10,33%	9,86%	12,00%	12,35%	13,19%	11,17%

Fuente: Cooperativa Chone Ltda.

Elaborado por: Los Autores

Con respecto a los Pasivos, durante los últimos 6 años, han mantenido un valor promedio de \$ 30.779.560,64 que representa el 81,47% del promedio de total de Activos, esto quiere decir que aunque la Cooperativa puede hacerse cargo de sus obligaciones en un 100% la brecha que existe entre estos dos componentes contables es un poco baja (18,53%), la principal cuenta que ha sobresalido en el Pasivo durante el periodo de análisis es *Obligaciones con el público*. La cuenta Obligaciones con el público representa la contraparte del ejercicio operativo de toda institución financiera, por un lado tenemos la colocación de créditos que representa la principal fuente de ingresos de la institución y por el otro lado tenemos las obligaciones con el público que en parte fundamental trata de los intereses que la cooperativa debe pagar a quienes depositan sus ahorros en dicha institución, esta cuenta ha representado en promedio el 82,03% del total de Pasivos de la cooperativa durante los últimos 6 años. Al igual que en el Activo, el Pasivo está formado por cuentas con valores en 0: *Operaciones Interbancarias* y *Obligaciones Inmediatas*, estas cuentas representan un 0% del total de Pasivos, en general las demás cuentas: *Cuentas por Pagar*, *Obligaciones Financieras* y *Otros Pasivos* en conjunto tan solo han representado en promedio el 17,97% del total de las obligaciones de la empresa. Esto muestra que las operaciones de la empresa están representadas en dos cuentas específicas: La cartera de crédito (Activo) y Las obligaciones con el público (Pasivo).

Tabla 3: Análisis vertical BG (Patrimonio)

ANÁLISIS VERTICAL							
PATRIMONIO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
<b>Capital social</b>	44,28%	39,50%	46,38%	43,64%	41,53%	32,71%	41,34%
<b>Reservas</b>	37,41%	40,27%	39,83%	44,34%	48,52%	43,06%	42,24%
<b>Aportes Patrimoniales</b>	0,24%	0,19%	0,16%	0,14%	0,12%	0,09%	0,16%
<b>Superavit por valuaciones</b>	3,33%	1,99%	1,67%	1,45%	0,85%	16,93%	4,37%
<b>Utilidad del ejercicio</b>	14,74%	18,05%	11,97%	10,44%	8,97%	7,21%	11,90%

Fuente: Cooperativa Chone Ltda.

Elaborado por: Los Autores

El último factor que compone el balance general es el Patrimonio de la empresa. El Patrimonio, desde el punto de vista contable, se define como un conjunto cualitativo y cuantitativo de bienes, derechos y otros recursos controlados económicamente por la

empresa (Sánchez, 2008). Básicamente el patrimonio es la diferencia entre el total de activos y el total de pasivos de la cooperativa, en promedio la empresa ha mantenido un nivel de \$ 7.001.553,80 de los cuales, la *utilidad del ejercicio*, ha representado un 11,90% en promedio de cada año, mientras que el *capital social* y las *reservas* de la empresa alcanzan el 41,34% y 42,24% respectivamente. Con esta información se puede inferir el grado de precaución que maneja la cooperativa debido a que como se muestra en la tabla 3 el nivel de utilidad de los últimos 6 años representa una proporción relativamente baja con respecto a la proporción de capital social y en específico de las reservas de la cooperativa.

Es importante recalcar que dentro de la valoración se considerará el valor actual del patrimonio, el mismo que se adicionará al valor presente de los flujos futuros descontados.

### 3.4.2 Análisis horizontal del Balance General

Este tipo de análisis, a diferencia del análisis vertical, permitirá tener una perspectiva de la evolución en el tiempo de las respectivas cuentas que conforman el balance general. Básicamente a través del análisis se podrá observar las tasas de crecimiento de las principales cuentas de la empresa, de tal forma que se pueda analizar los efectos de distintos sucesos externos a la empresa en el recorrido operativo de la misma.

A continuación se presenta la evolución del Activo, Pasivo y Patrimonio de la cooperativa de ahorro y crédito Chone Ltda.:

Tabla 4: Análisis Horizontal BG (Activo)

<b>ANÁLISIS HORIZONTAL</b>						
	<b>2010–2011</b>	<b>2011–2012</b>	<b>2012–2013</b>	<b>2013–2014</b>	<b>2014– 2015</b>	<b>PROMEDIO</b>
<b>ACTIVO</b>	<b>28,60%</b>	<b>15,00%</b>	<b>16,78%</b>	<b>6,09%</b>	<b>6,12%</b>	<b>14,52%</b>
<b>Caja</b>	-29,76%	53,43%	-21,95%	44,19%	48,51%	<b>18,88%</b>
<b>Bancos</b>	-22,46%	<b>188,76%</b>	42,33%	10,14%	-10,91%	<b>41,57%</b>
<b>Efectos de cobro inmediato</b>	-7,48%	-1,83%	-17,03%	-78,19%	<b>436,50%</b>	<b>66,40%</b>
<b>Remesas en tránsito</b>	<b>365,01%</b>	-25,75%	-45,25%	-36,68%	73,45%	<b>66,16%</b>
<b>Inversiones</b>	-0,63%	90,52%	<b>140,65%</b>	29,50%	14,43%	<b>54,89%</b>
<b>Cartera de créditos</b>	34,22%	2,71%	4,37%	2,74%	2,61%	<b>9,33%</b>
<b>Cuentas por cobrar</b>	45,36%	46,62%	-18,19%	11,04%	14,97%	<b>19,96%</b>
<b>Bienes realizados por pagos y no utilizados</b>	-100,00%		91,36%	-43,65%	8,73%	<b>-8,71%</b>
<b>Propiedades y equipos</b>	25,75%	28,38%	61,39%	4,37%	<b>122,76%</b>	<b>48,53%</b>
<b>Otros activos</b>	43,22%	9,86%	39,30%	4,67%	3,94%	<b>20,20%</b>

Fuente: Cooperativa Chone Ltda  
Elaborado por: Los Autores

Dentro de los estados financieros de la cooperativa en específico dentro de los Activos se pudo observar que existieron dos cuentas que no se movieron y mantuvieron un valor de \$0 dentro del periodo de análisis: *Operaciones interbancarias* y *Deudores por aceptaciones*, de tal forma que al momento de proyectar dichas cuentas se espera que se mantengan en dicho nivel. Por otro lado en el cuadro de la parte superior, se muestran las respectivas tasas de crecimiento de cada cuenta que conforma el activo, además dentro de los cuadros resalados de color rojo se muestran las variaciones de más de 100% de las cuentas en cada uno de los periodos de análisis.

- *Bancos*: Esta cuenta muestra un aumento de 188,76% en el periodo 2012 con respecto al 2011, de tal forma que se puede ver que el nivel de liquidez de la cooperativa aumentó en este periodo, sin embargo a lo largo de los 3 periodos posteriores y dado a que en el 2012 se inició la crisis económica mundial generada por la caída del precio del petróleo y la valorización del dólar, el crecimiento de esta cuenta empezó a reducir e incluso muestra una caída de 10,97% para el periodo 2015.
- *Efectos de cobro Inmediato*: Al igual que la cuenta de bancos, esta cuenta forma parte del nivel de liquidez que posee la cooperativa, como se puede observar los efectos de cobro inmediato han venido decreciendo en mayor proporción año a año, de 2010 a 2011 disminuyó 7,48% y mantuvo esta tendencia a la baja hasta llegar, de 2013 a 2014, a decrecer en 78,19%, sin embargo en el último periodo esta cuenta se recuperó notablemente y creció en 436,50%.
- *Remesas en tránsito*: Otra cuenta que forma parte del nivel de liquidez de la cooperativa son las remesas en tránsito, la misma que registra los cheques recibidos por cualquier motivo y que se encuentran depositados y no efectivizados. Esta cuenta tuvo un aumento considerable (365,01%) en el periodo 2011 con respecto al 2010, sin embargo una vez más se puede observar el efecto de la crisis, debido a que a partir del 2012 la cuenta empieza a tener decrecimientos en los tres próximos periodos aunque para el 2015 esta cuenta volvió a presentar crecimiento de 73,45%.
- *Inversiones*: El movimiento de esta cuenta se puede definir como una curva cóncava, iniciando con un decrecimiento de 0.63%, y aumentado de allí en adelante hasta alcanzar un pico en el periodo 2013 de 140,65%, sin embargo de la misma forma, a partir de ese periodo las inversiones de renta fija que ha realizado la cooperativa ha disminuido hasta llegar a un 14,43%.



- *Cartera de Crédito:* Esta cuenta es la más representativa del activo, sin embargo como podemos observar el nivel de crecimiento de esta cuenta ha venido decreciendo considerablemente pasando de un 34,22% en el año 2011, a un 2,61% en el 2015, en general ha mantenido un crecimiento promedio de 9,33% durante los últimos 6 años.

Por medio del análisis horizontal se puede demostrar que la crisis que se generó a partir del 2012 afectó al nivel operativo de la cooperativa, debido a que los principales afectados fueron los exportadores y tomando en cuenta que la provincia de Manabí es una de las 4 provincias que representan más del 50% del total de exportaciones, el nivel de ingresos que percibió la gente de Chone se redujo por lo que se puede ver reflejado en la caída del nivel de liquidez de la empresa y la cartera de créditos de la misma. No obstante se puede ver que en el 2015 la mayoría de las cuentas muestra una recuperación con respecto a los periodos anteriores.

Tabla 5: Análisis Horizontal BG (Pasivo)

<b>ANÁLISIS HORIZONTAL</b>						
	<b>2010-2011</b>	<b>2011-2012</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013 – 2014</b>	<b>2014-2015</b>	<b>PROMEDIO</b>
<b>PASIVO</b>	<b>28,79%</b>	<b>14,13%</b>	<b>17,12%</b>	<b>5,01%</b>	<b>0,15%</b>	<b>13,04%</b>
<b>Obligaciones con el público</b>	25,69%	17,45%	18,11%	4,49%	-1,41%	<b>12,86%</b>
<b>Operaciones Interbancarias</b>						<b>0%</b>
<b>Obligaciones inmediatas</b>						<b>0%</b>
<b>Cuentas por pagar</b>	52,00%	9,79%	-15,27%	8,06%	9,33%	<b>12,78%</b>
<b>Obligaciones financieras</b>	23,57%	-53,52%	-92,35%	<b>-100,00%</b>		<b>-44,46%</b>
<b>Otros pasivos</b>	43,30%	8,90%	42,60%	8,03%	6,94%	<b>21,96%</b>

Fuente: Cooperativa Chone Ltda.

Elaborado por: Los Autores

Según la tabla 5, en promedio los pasivos han crecido en 13,04% durante los últimos 6 años, sin embargo si se observa cada periodo se puede notar que la tasa de crecimiento ha ido cayendo año a año, de tal forma que en 2011 aumentó en 28,79% y en 2015 tan solo aumentó en 0,15%. Si bien los pasivos representan las obligaciones de la empresa, también representan el financiamiento externo que dispone la cooperativa para la ejecución de inversión y proyectos en general. De tal forma que si contrastamos a nivel general la disminución de liquidez de la cooperativa con la caída del crecimiento de los pasivos se podría decir que estos dos movimientos se vienen contrastando uno con otro

debido a que la empresa se ha visto obligada a emplear su nivel de liquidez con el fin de disminuir sus obligaciones.

De igual forma la cuenta más representativa de los pasivos de la cooperativa (*Obligaciones con el público*), ha mantenido una tasa de crecimiento que ha ido disminuyendo en los últimos 6 años, si bien la empresa está disminuyendo sus obligaciones, por otra parte esta situación corresponde a una caída directa en el nivel de depósitos de la institución, en otras palabras los socios o clientes de la cooperativa se han visto afectados por la caída económica y se han visto obligados a usar sus fondos de ahorros de tal manera que la institución pierde nivel operativo y estabilidad financiera.

Tabla 6: Análisis Horizontal BG (Patrimonio)

<b>ANÁLISIS HORIZONTAL</b>						
	<b>2010-2011</b>	<b>2011-2012</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013-2014</b>	<b>2014-2015</b>	<b>PROMEDIO</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>27,71%</b>	<b>19,24%</b>	<b>15,20%</b>	<b>11,25%</b>	<b>33,14%</b>	<b>21,31%</b>
<b>Capital social</b>	13,94%	39,99%	8,40%	5,89%	4,86%	<b>14,61%</b>
<b>Reservas</b>	37,45%	17,93%	28,25%	21,75%	18,15%	<b>24,70%</b>
<b>Aportes Patrimoniales</b>	0%	0%	0%	0%	0%	<b>0,00%</b>
<b>Superávit por valuaciones</b>	-23,70%	0%	0%	-34,74%	<b>2551,33%</b>	<b>498,58%</b>
<b>Utilidad del ejercicio</b>	56,42%	-20,92%	0,48%	-4,41%	7,00%	<b>7,71%</b>

Fuente: Cooperativa Chone Ltda.

Elaborado por: Los Autores

A nivel general el patrimonio ha aumentado en un promedio de 21,31%, sin embargo dicha tasa se ha visto de forma descendente desde el 2010 hasta el 2014, no obstante en el 2015 se puede ver un aumento representativo de 33,14%.

Además el capital social, que representa el valor de las acciones suscritas por parte de la cooperativa, mantiene una tasa de crecimiento que ha caído durante los últimos 6 años, esto muestra o representa la caída a nivel operativo por parte de empresa. Por otra parte la utilidad del ejercicio, a partir del 2010, ha venido decreciendo con respecto al año anterior, tan solo en el 2015 se puede observar una recuperación en utilidades con un crecimiento del 7% con respecto al 2014.

### 3.4.3 Análisis Vertical del Estado de Resultados

El estado de resultados puede ser dividido en dos partes: *Ingresos* y *Gastos*, por lo tanto el análisis se lo hará para cada uno de estos componentes con la información obtenido de los últimos 6 años de la cooperativa.

El análisis vertical permitirá establecer la estructura financiera del estado de resultados, mostrando el peso proporcional de cada fuente de ingresos y gastos con el total

que representan esto rubros, se aprovechará la información obtenida de los 6 últimos años de operación para obtener los promedios y así ser más precisos al momento de proyectar el flujo operativo de la cooperativa.

Tabla 7: Porcentaje de Ingresos

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
<b>Intereses Ganados</b>							
Depósitos	0,37%	0,22%	0,19%	0,36%	0,39%	0,37%	<b>0,31%</b>
Intereses y dctos Inver. Título	0,77%	0,68%	0,77%	1,50%	2,71%	3,28%	<b>1,62%</b>
Intereses de cartera de crédito	<b>91,43%</b>	<b>92,43%</b>	<b>85,04%</b>	<b>91,44%</b>	<b>89,95%</b>	<b>85,96%</b>	<b>89,38%</b>
Otros intereses	0,07%	0,12%	0,19%	0,15%	0,32%	0,34%	<b>0,20%</b>
<b>Comisiones Ganadas</b>							
Bono de desarrollo humano	1,47%	0,93%	0,69%	0,85%	0,63%	0,49%	<b>0,84%</b>
S.O.A.T.	0,07%	0,08%	0,15%	0,13%	0,09%	0,00%	<b>0,09%</b>
Comisión SERVIPAGOS	0,00%	0,01%	0,09%	0,25%	0,36%	0,38%	<b>0,18%</b>
<b>Ingresos por Servicios</b>							
Manejo y cobranzas	1,05%	1,01%	1,14%	1,40%	1,33%	1,38%	<b>1,22%</b>
Cajero Automático	0,94%	0,89%	0,74%	0,81%	0,77%	0,72%	<b>0,81%</b>
Emisión de tarjetas de débito	0,27%	0,28%	0,17%	0,06%	0,14%	0,28%	<b>0,20%</b>
Transferencias SPI	0,58%	0,56%	0,46%	0,51%	0,48%	0,50%	<b>0,51%</b>
Otros servicios	0,45%	0,49%	0,29%	0,21%	0,20%	0,17%	<b>0,30%</b>
Otros Ingresos Ordinarios	0,32%	0,02%	0,02%	0,12%	0,11%	0,05%	<b>0,11%</b>
<b>Otros Ingresos</b>							
Utilidad en venta de Bienes	0,01%	0,04%	0,00%	0,00%	0,12%	0,07%	<b>0,04%</b>
Arrendamientos	1,09%	0,94%	0,36%	0,21%	0,07%	0,05%	<b>0,45%</b>
Recuperación de activos financieros	1,06%	1,23%	0,29%	1,04%	1,47%	3,82%	<b>1,48%</b>

Fuente: Cooperativa Chone Ltda.  
Elaborado por: Los Autores

En la tabla 7, se puede observar el análisis vertical de los últimos 6 años de los ingresos de la cooperativa de ahorro y crédito Chone Ltda., como es de esperarse la cuenta de ingreso más representativa es la de Intereses ganados a través de cartera de crédito, en promedio esta cuenta ha representado el 89,38% del total de los ingresos durante todo el periodo de análisis, no obstante es importante realizar una buena proyección de esta cuenta

dado a que es la más representativa del nivel de ingresos de la institución. Por otra parte los demás mecanismos de generación de ingresos representan una mínima porción del total de los mismos, tal es así que las tres cuentas que siguen en promedio de aportación a los intereses por cartera de crédito tan solo suman 4,32%: *Interés por inversión en títulos, Manejo y Cobranzas, Recuperación de Activos financieros.*

Tabla 8: Porcentaje de Gastos

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
<b>Intereses Pagados-Causados</b>							
<b>Obligaciones con el público</b>	15,44%	16,26%	19,66%	21,15%	20,09%	20,35%	18,82%
<b>Obligaciones Financieras</b>	2,15%	1,11%	1,37%	0,24%	0,38%	0,41%	0,94%
<b>Gastos de Operación</b>							
<b>Gastos del personal</b>	46,96%	49,49%	36,49%	38,99%	40,80%	37,00%	41,62%
<b>Honorarios</b>	2,44%	2,74%	2,34%	3,87%	5,56%	6,19%	3,86%
<b>Servicios Varios</b>	3,78%	3,76%	3,32%	2,84%	2,72%	3,94%	3,39%
<b>Publicidad y Propaganda</b>	1,29%	1,23%	1,35%	2,25%	1,20%	0,87%	1,37%
<b>Impuesto contribuciones y multas</b>	3,95%	4,76%	4,81%	4,08%	4,79%	4,90%	4,55%
<b>Suministros y otros gastos</b>	7,37%	6,85%	5,80%	7,09%	7,38%	5,48%	6,66%
<b>Provisiones</b>	10,67%	7,81%	17,64%	12,14%	7,78%	12,79%	11,47%
<b>Depreciaciones</b>	2,86%	2,72%	2,86%	2,41%	4,22%	4,17%	3,21%
<b>Amortizaciones</b>	2,12%	1,96%	3,05%	3,64%	3,90%	2,92%	2,93%
<b>Otros Gastos</b>							
<b>Pérdida en venta de acciones</b>	0%	0,00%	0,00%	1,31%	0,00%	0,00%	0,22%
<b>Interés comisiones devengadas</b>	0,47%	1,21%	1,32%	0,00%	1,06%	0,97%	0,84%

Fuente: Cooperativa Chone Ltda.  
Elaborado por: Los Autores

Durante los últimos 6 años de operación de la cooperativa se han alcanzado en promedio un nivel de gastos de \$ 4.352.799,58 del cual se adjudica en promedio el 41,62% del mismo a la cuenta de *Gastos del Personal*, de igual forma que se pudo observar anteriormente en los ingresos, en el gasto existe una única cuenta que prácticamente mueve dicho nivel, de aquí surge la necesidad del plan de reducción de gastos del personal que se mencionó anteriormente en el plan de contingencia de la cooperativa con respecto al terremoto del 16 de abril. Cabe mencionar que en este análisis se incluyen los montos de *Provisiones, Depreciaciones y Amortizaciones* que se encuentran dentro del estado de resultados, siendo estas 3 cuentas, luego de gastos del personal, representativas en el nivel de gasto total, sin embargo se debe tomar en cuenta que las provisiones, depreciaciones y

amortizaciones no cuentan como movimiento neto de caja por lo cual no se las considera en la proyección del flujo, además por el hecho de que se está empleando un flujo operativo no es necesario tomarlas en cuenta para el cálculo del impuesto a pagar.

Otra cuenta que muestra un nivel representativo (18,82%) en promedio del total de gastos es *Obligaciones con el Público*, aunque en la tabla 8 podemos observar una tendencia a crecer en cuestión de la cuenta que representa al pasivo, en el balance general se pudo observar que la tasa de crecimiento de la cuenta que representa esta obligación ha venido cayendo durante los últimos 6 años, lo que muestra como este tipo de gasto en el cual la cooperativa tiene que pagar un interés por el dinero que los socios o clientes depositan en la misma, debería llegar a un punto en el que no crezca o hasta que empiece a decrecer esto se explica por el reciente fenómeno que afectó a la provincia, lo que motiva a que principalmente los afectados hagan uso forzosamente de sus ahorros para poder superar esta situación, lo que produciría una reducción en los fondos disponibles de los clientes y esto reduce el interés que la institución debe cancelar a los socios.

#### **3.4.4 Análisis Horizontal del Estado de Resultados**

Una vez establecidas las principales cuentas que mueven los ingresos y los gastos de la cooperativa es hora de analizar el movimiento de estas cuentas con respecto al tiempo, lo que ayudará a obtener una visión de cómo se podrían mover en un futuro próximo. Dado a que se cuenta con información del estado de resultados de 6 años, desde el 2010 hasta el 2015, se ha realizado un análisis por año estableciendo 5 tasas de crecimiento de un año con respecto al otro, de tal forma que se puede observar de mejor manera el comportamiento específico de cada cuenta y establecer una tasa de crecimiento promedio que sirva de referencia para las proyecciones de las mismas.

Tabla 9: Tasa de crecimiento Ingresos

<b>ANÁLISIS HORIZONTAL</b>						
	<b>2010-2011</b>	<b>2011-2012</b>	<b>2012- 2013</b>	<b>2013-2014</b>	<b>2014- 2015</b>	<b>PROMEDIO</b>
<b>Intereses Ganados</b>						
<b>Depósitos</b>	-28,97%	4,53%	94,26%	18,71%	0,07%	17,72%
<b>Intereses y dctos Inver. Título</b>	7,64%	35,44%	101,62%	98,37%	26,91%	53,99%
<b>Intereses de cartera de crédito</b>	22,24%	11,12%	10,68%	7,87%	0,32%	10,45%
<b>Otros intereses</b>	92,80%	94,78%	-16,33%	128,05%	11,59%	62,18%
<b>Comisiones</b>						
<b>Money Gram</b>	17,82%	-30,12%	27,01%	-13,28%	27,68%	5,82%
<b>Bono de desarrollo humano</b>	-23,08%	-11,15%	27,35%	-18,63%	-18,82%	-8,86%
<b>S.O.A.T.</b>	44,94%	111,97%	-7,79%	-23,79%	-100,00%	5,07%
<b>Comisión SERVIPAGOS</b>		960,92%	183,30%	56,40%	9,63%	242,05%
<b>Ingresos por Servicios</b>						
<b>Manejo y cobranzas</b>	16,41%	36,02%	26,30%	4,44%	8,83%	18,40%
<b>Cajero Automático</b>	13,88%	0,15%	13,22%	5,05%	-1,92%	6,08%
<b>Emisión de tarjetas de débito</b>	24,10%	-26,50%	-61,02%	141,81%	106,52%	36,98%
<b>Transferencias SPI</b>	17,88%	-0,69%	14,51%	2,85%	8,37%	8,58%
<b>Otros servicios</b>	33,09%	-27,42%	-25,52%	2,48%	-8,84%	-5,24%
						0,00%
<b>Otros Ingresos Ordinarios</b>	-91,04%	-17,86%	669,23%	1,60%	-49,00%	102,59%
						0,00%
<b>Otros Ingresos</b>						
<b>Utilidad en venta de Bienes</b>	401,71%	-100,00%			-40,76%	52,19%
<b>Arrendamientos</b>	4,06%	-53,95%	-40,17%	-65,03%	-22,50%	-35,52%
<b>Recuperación de activos financieros</b>	40,55%	-71,87%	274,23%	54,50%	173,39%	94,16%
<b>Otros</b>		-100,00%		0,53%	166,59%	13,42%
						0,00%
<b>TOTAL INGRESOS</b>	20,92%	20,78%	2,93%	9,66%	4,97%	11,85%

Fuente: Cooperativa Chone Ltda.

Elaborado por: Los Autores

Al comparar el análisis vertical con el análisis horizontal se puede determinar que la principal cuenta que genera ingresos y que representa la mayor parte del mismo (*Interés por cartera de crédito*) no ha mantenido una variación considerable a través del tiempo, en promedio esta cuenta ha crecido 10,45% anualmente, sin embargo es importante mencionar que la tasa de crecimiento ha ido disminuyendo pasando de un crecimiento de 22,24% en 2011 con respecto a 2010 a tan solo un crecimiento de 0,32% en 2015 con respecto a 2014 lo que demuestra y afirma la mala condición operativa de la empresa durante estos últimos 6 años.

Por otra parte se puede observar que algunas cuentas han mantenido incrementos promedios de más del 25%, cuentas como: *Emisión de tarjetas de débito (36,98%)*, *Otros Ingresos Ordinarios (102,59%)*, *Comisión SERVIPAGOS (242,05%)*, *Utilidad en venta de Bienes (52,19%)*, *Arrendamientos (-35,52%)*, *Recuperación de activos financieros (94,16%)*, si bien estas cuentas representan un incremento considerable con respecto a sus niveles en periodos anteriores, al momento de verificar el impacto en el total de ingresos se puede ver que las mismas no causan diferencias significativas para la cooperativa.

Tabla 10: Tasa de crecimiento de Gastos

<b>ANÁLISIS HORIZONTAL</b>						
	<i>2010-2011</i>	<i>2011-2012</i>	<i>2012-2013</i>	<i>2013-2014</i>	<i>2014-2015</i>	<i>Promedio</i>
<b>Intereses Pagados-Causados</b>						
<b>Obligaciones con el público</b>	15,15%	52,60%	21,66%	6,45%	5,68%	20,31%
<b>Obligaciones Financieras</b>	-43,78%	56,15%	-80,57%	81,24%	11,29%	4,87%
<b>Gastos de Operación</b>						
<b>Gastos del personal</b>	15,22%	-6,97%	20,84%	17,29%	-5,39%	8,20%
<b>Honorarios</b>	23,05%	7,51%	87,08%	61,15%	16,12%	<b>38,98%</b>
<b>Servicios Varios</b>	8,74%	11,30%	-3,37%	7,43%	51,32%	15,09%
<b>Publicidad y Propaganda</b>	3,96%	39,07%	88,04%	-40,07%	-24,81%	13,24%
<b>Impuesto contribuciones y multas</b>	32,01%	27,45%	-4,03%	31,33%	6,83%	18,72%
<b>Suministros y otros gastos</b>	1,68%	6,80%	38,11%	16,77%	-22,56%	8,16%
<b>Provisiones</b>	-19,99%	184,89%	-22,18%	-28,12%	71,49%	<b>37,22%</b>
<b>Depreciaciones</b>	3,75%	32,62%	-4,62%	96,46%	3,04%	<b>26,25%</b>
<b>Amortizaciones</b>	0,97%	96,45%	35,10%	20,14%	-21,95%	<b>26,14%</b>
<b>Otros Gastos</b>	114,32%	28,91%	11,87%	-0,13%	-11,26%	<b>28,74%</b>

Fuente: Cooperativa Chone Ltda.

Elaborado por: Los Autores

Una vez más se recalca la situación de una de las cuentas que más representa al total de los gastos (*Obligaciones con el público*), la misma que ha mantenido una tasa de crecimiento promedio 20,31% por año, si la comparamos con el nivel de crecimiento de la principal cuenta de los ingresos (*Interés por cartera de crédito*) se puede observar que la tasa de crecimiento del gasto en promedio durante los últimos 6 años ha sido mayor que la tasa de crecimiento promedio de la principal cuenta de Ingresos, además se puede denotar una tendencia a la baja en la tasa de crecimiento de esta cuenta lo que se espera que se mantenga en decrecimiento y la explicación se la realizó previamente en el análisis vertical. Por otro lado el *Gasto del Personal* ha tenido subidas y caídas durante el periodo analizado, no obstante su tasa de crecimiento promedio es de 8,29% lo cual no corresponde a variaciones sumamente significativas con respecto al tiempo, tomando en cuenta que es el principal gasto de la cooperativa.

### **3.5 PROYECCIÓN DE CIFRAS FINANCIERAS**

Una vez realizado el análisis de los estados financieros de la cooperativa de ahorro y crédito Chone Ltda., en especial del balance general y del estado de resultados se puede afirmar que a nivel general la empresa ha bajado su rendimiento, esto se puede adjudicar a la mala situación económica en la que se ha desarrollado las actividades en el país durante los últimos 6 años. A continuación se presenta detalladamente la proyección de los respectivos flujos de caja que se espera en un periodo de tiempo establecido.

#### **3.5.1 Cálculo de Flujos Proyectados**

##### **Características de la Proyección:**

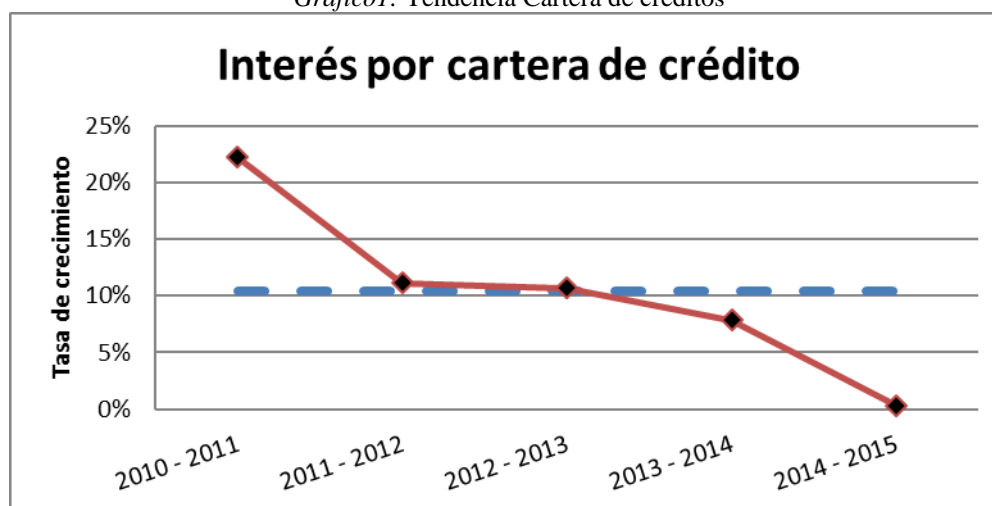
- El periodo proyectado será de 6 años a partir del 2015, de tal forma que se mostrará el flujo de caja hasta el 2021. Además los datos proyectados al igual que la información histórica serán anuales.
- El diseño de flujo proyectado estará sujeto a un escenario negativo debido a la crisis económica en la cual sigue sumido el Ecuador.
- La proyección asumirá que la cooperativa tendrá un punto bajo en donde su nivel de ingresos pasará de decrecer a crecer. Esto se debe a que el estado inyectará una gran suma de efectivo en la provincia con lo que se espera que se reactive la inversión y la actividad económica, además que la cooperativa aplicará un plan de contingencia para sobrellevar la actual crisis.



- Se omite la proyección de Provisiones, Depreciaciones y Amortizaciones, debido a que se utilizará la utilidad Operativa de la proyección en donde no entran los impuestos a pagar, por lo tanto no es necesario proyectar estas cuentas.
- Los valores que serán descontados serán las utilidades operativas, debido a que muchos expertos en finanzas afirman que ese debe ser el valor a tomar en cuenta, sin disminuir los impuestos que se deben pagar. Por lo tanto el flujo será netamente operativo.
- Se establecerá el valor residual como el valor presente de una anualidad con gradiente (tasa de crecimiento promedio) empezando desde el año 7.

A continuación se muestra el análisis de proyección de la principal cuenta de los ingresos:

*Gráfico1: Tendencia Cartera de créditos*



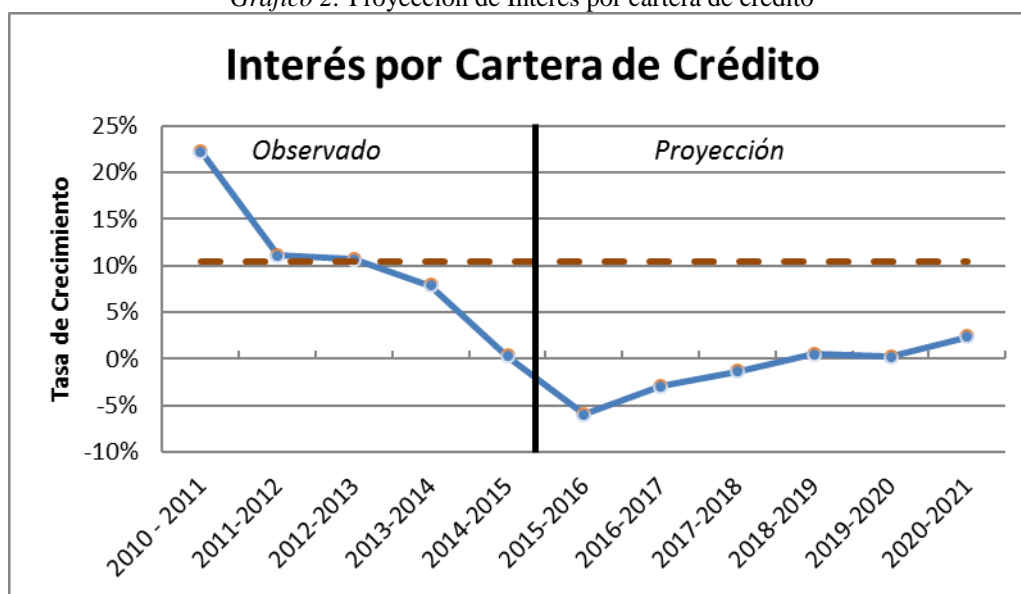
*Fuente: Cooperativa Chone Ltda.*

*Elaborado por: Los Autores*

Esta cuenta es la más representativa de los ingresos de la cooperativa y como se puede observar la tasa de crecimiento ha ido disminuyendo en promedio 5,48% cada año, de tal forma que para los dos primeros años, y con el reciente desastre ocurrido en la provincia de Manabí, se espera que dicha tendencia se mantenga. A partir del 2018, con un nuevo gobierno y con una fuerte inversión en la provincia se espera que la tendencia cambie de disminuir a aumentar, sin embargo esta recuperación será paulatina y en el último año de proyección (2021) se espera que la tasa de crecimiento este por lo menos por el promedio de los últimos 6 años (10,45%).

Con esta información la proyección se vería de la siguiente forma:

Gráfico 2: Proyección de Interés por cartera de crédito



Elaborado por: Los Autores

Entonces al aplicar dichas tasas de crecimiento tenemos los siguientes valores:

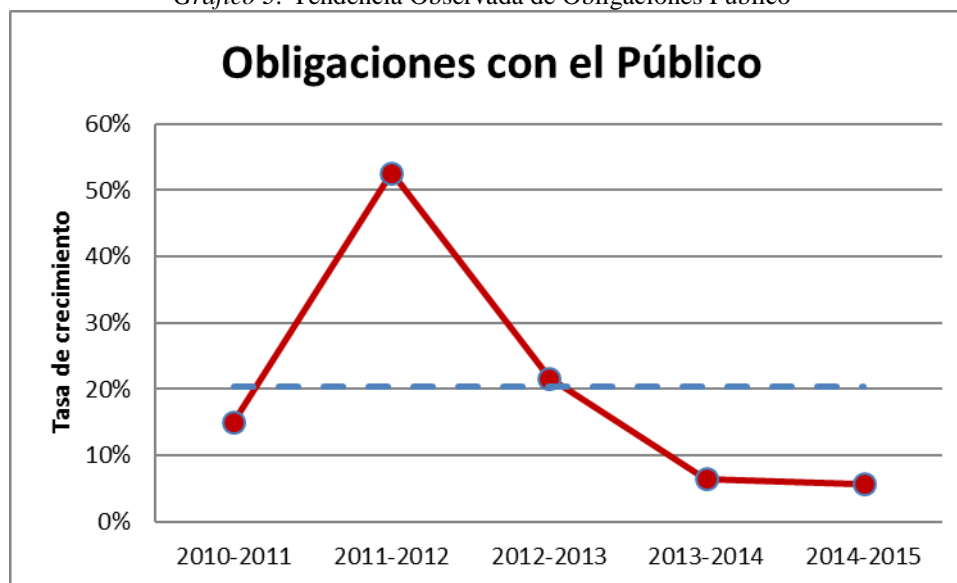
Tabla 11: Tasas de Crecimiento y Valores de Proyección por cuenta

<b>Año</b>	<b>Tasa de crecimiento</b>	<b>Ingreso por Interés de cartera</b>
<b>2016</b>	-5,93%	\$ 5.398.809,79
<b>2017</b>	-2,96%	\$ 5.238.776,35
<b>2018</b>	-1,35%	\$ 5.168.052,87
<b>2019</b>	0,50%	\$ 5.193.893,14
<b>2020</b>	0,22%	\$ 5.205.319,70
<b>2021</b>	2,35%	\$ 5.327.644,71

Elaborado por: Los Autores

De igual forma se proyectará una de las principales cuenta del gasto (*Obligaciones con el Público*), teniendo en cuenta su tasa promedio de crecimiento, su tasa promedio de tendencia y el nivel que se espera que mantenga durante los próximos 6 años.

Gráfico 3: Tendencia Observada de Obligaciones Público



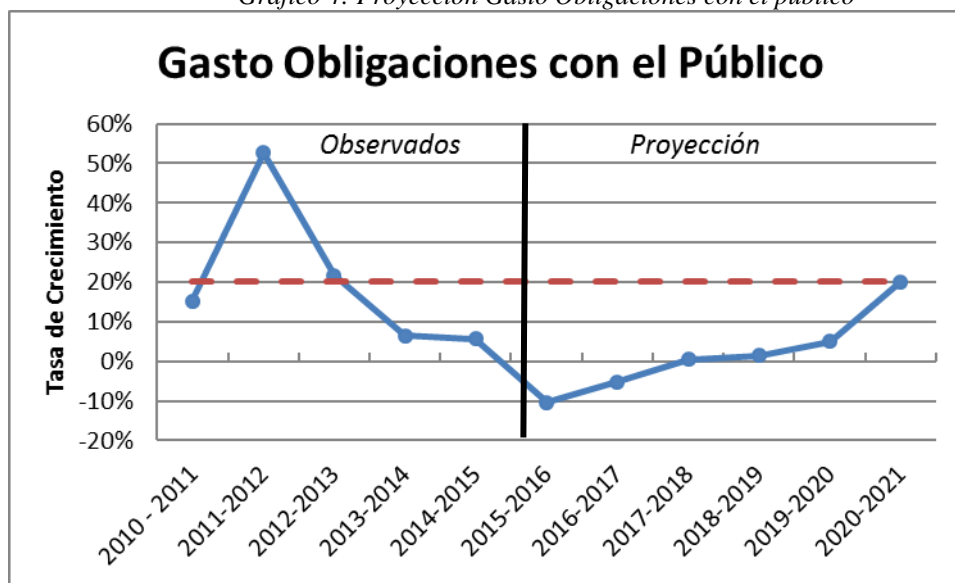
Fuente: Cooperativa Chone Ltda.

Elaborado por: Los Autores

Esta cuenta está correlacionada directamente con el ingreso analizado anteriormente, dado a que se puede observar, en el gráfico 3, que su tasa de crecimiento ha venido cayendo periodo a periodo, esto se puede describir como el efecto de la falta de liquidez en Chone y en la Provincia de Manabí. Por lo tanto los socios o clientes de la cooperativa se han visto en la necesidad de ocupar sus fondos para cubrir sus gastos, de tal forma que las obligaciones del banco sobre estos fondos se reducen, si bien esto provoca una reducción en los gastos totales de la empresa, la reducción de esta cuenta también implica una caída en el nivel de liquidez de la cooperativa por lo tanto es un mal síntoma que se debe tomar en cuenta para la proyección.

No obstante al estar correlacionada con la cuenta de ingresos analizada previamente, se espera que su movimiento sea parecido a la misma, con un punto de piso y una recuperación lenta y que al finalizar el periodo de proyección por lo menos se encuentre alrededor de su tasa promedio de crecimiento.

Gráfico 4: Proyección Gasto Obligaciones con el público



Fuente: Elaboración propia

Es importante mencionar que para la proyección se está considerando el escenario más realista posible. Uno de los shocks más relevantes que se ha considerado es la caída del precio del petróleo, como se sabe el Ecuador depende en gran medida de los ingresos que la exportación de este recurso le otorga al país, y dado a que las entidades financieras como las cooperativas se manejan operativamente con el movimiento de liquidez de la economía es justificable pensar que este shock afecta a la empresa. Por otro lado al ser el Ecuador un país dolarizado y no imprimir su propia moneda, el nivel de este papel en la economía depende básicamente de la capacidad de atraer dólares al país, de tal forma que si las exportaciones disminuyen el ingreso nacional disminuye es de esperarse que los ciudadanos se vean forzados a emplear parte de sus ahorros para sostener esta caída, esto puede generar una caída considerable en el nivel de depósitos que se realizan, de igual manera el nivel de crédito que la cooperativa puede colocar se verá afectado debido a la falta de motivación a la inversión.

De igual manera la apreciación del dólar es otro shock macroeconómico relevante que afecta directamente a la competitividad de los exportadores ecuatorianos y reduce el nivel de dólares que ingresa al país, el efecto directo de la apreciación del dólar se evidenció en la fuga masiva de papel monetario hacia los países vecinos, dado a que la principal respuesta de países como Perú y Colombia ante éste shock fue depreciar sus monedas (Sol, Peso), el consumo en estos países se hizo más atractivo sobre todo para los

ecuatorianos, los mismos que decidieron invertir su efectivo en comprar ropa o mercadería en general en estos países con el fin de sacar ventaja del valor del dólar con respecto a estas dos monedas vecinas, esto provoca la salida de dólares y el aumento en consumo lo que se refleja en la caída en niveles de ahorro en entidades financieras.

Para finalizar se tomará en cuenta el reciente terremoto que azotó a la provincia de Manabí, con estos tres eventos que han ocurrido y siguen teniendo efecto en la economía ecuatoriana se puede esperar que el nivel operativo de la cooperativa se mantenga con tendencias negativas, es por eso y dado a que existen planes por parte del gobierno central para la reactivación de la economía en las provincias afectadas, la recuperación del nivel promedio de crecimiento será lento, eso es lo que refleja la proyección. No obstante la información histórica cumple un rol indispensable en el método de proyección debido a que el crecimiento promedio de las cuentas durante los últimos 6 años es un buen referente del techo al que pueden llegar las tasas de crecimiento proyectadas en el futuro, además que permiten obtener una mejor visión de la tendencia marcada para cada cuenta. Por lo tanto los valores que tomará esta cuenta son los siguientes:

*Tabla 12: Tasas de proyección de Obligaciones con el Público*

<b>Año</b>	<b>Tasa de Crecimiento</b>	<b>Gasto en Obligaciones con el Público</b>
<b>2016</b>	-10,36%	\$ 1.009.778,54
<b>2017</b>	-5,18%	\$ 957.452,98
<b>2018</b>	0,48%	\$ 962.032,74
<b>2019</b>	1,43%	\$ 975.837,75
<b>2020</b>	5,02%	\$ 1.024.848,64
<b>2021</b>	20,09%	\$ 1.230.738,35

*Elaborado por: Los Autores*

En este contexto, empleando el análisis previamente mostrado con estas dos cuentas, se proyectaron las demás:

Tabla 13: Tasas de Crecimiento Proyectadas

<b>TASAS DE CRECIMIENTO PROYECTADAS</b>						
<b>INGRESOS</b>	<b>15-16</b>	<b>16-17</b>	<b>17-18</b>	<b>18-19</b>	<b>19-20</b>	<b>20-21</b>
<b>Depósitos</b>	-1,30%	2,61%	11,74%	35,23%	88,06%	30,45%
<b>Intereses y dctos Inver. Título</b>	30,62%	32,60%	-78,51%	65,87%	-50,59%	30,30%
<b>Intereses de cartera de crédito</b>	-5,93%	-2,96%	-1,35%	0,50%	0,22%	2,35%
<b>Otros intereses</b>	84,30%	-10,34%	-5,32%	85,00%	30,25%	2,37%
<b>Money Gram</b>	5,82%	5,82%	5,82%	5,82%	5,82%	5,82%
<b>Bono de desarrollo humano</b>	-5,20%	4,67%	5,57%	-1,47%	10,20%	-20,20%
<b>S.O.A.T.</b>	23,12%	-35,20%	-10,98%	48,32%	37,40%	21,34%
<b>Comisión</b>	10,25%	6,34%	-65,40%	-32,43%	25,30%	28,47%
<b>SERVIPAGOS</b>						
<b>Manejo y cobranzas</b>	5,09%	1,34%	4,03%	2,02%	2,42%	1,45%
<b>Cajero Automático</b>	7,54%	1,23%	9,84%	-5,34%	30,23%	25,54%
<b>Emisión de tarjetas de débito</b>	-36,98%	-11,09%	2,22%	6,66%	9,98%	6,99%
<b>Transferencias SPI</b>	16,23%	19,48%	-3,90%	1,95%	4,29%	5,57%
<b>Otros servicios</b>	-5,24%	9,36%	-2,35%	26,45%	5,56%	-2,46%
<b>Otros Ingresos Ordinarios</b>	-13,05%	6,53%	7,83%	8,62%	9,05%	7,24%
<b>Otros Ingresos</b>	-77,00%	15,40%	35,42%	42,50%	46,75%	34,23%
<b>GASTOS</b>						
<b>Obligaciones con el público</b>	-10,36%	-5,18%	0,48%	1,43%	5,02%	20,09%
<b>Obligaciones Financieras</b>	4,87%	0,49%	2,43%	6,57%	11,83%	17,75%
<b>Gastos del personal</b>	21,23%	15,23%	8,73%	-2,75%	-1,22%	5,32%
<b>Honorarios</b>	23,54%	5,34%	-32,11%	-28,25%	5,32%	11,32%
<b>Servicios Varios</b>	7,54%	4,23%	-8,34%	3,46%	7,32%	6,12%
<b>Publicidad y Propaganda</b>	-2,34%	-2,54%	6,23%	5,33%	-2,13%	3,45%
<b>Impuesto contribuciones y multas</b>	20,34%	-2,56%	4,57%	29,46%	-21,11%	7,45%
<b>Suministros y otros gastos</b>	-2,32%	-10,23%	15,23%	21,34%	-23,12%	-2,12%
<b>Otros Gastos</b>	-7,00%	2,00%	2,40%	-1,20%	0,60%	0,78%

Elaborado por: Los Autores

Una vez analizadas las cuentas que conforman el estado de resultado y establecidas las tasas de crecimiento proyectadas para el periodo de análisis, se procede a calcular el flujo de caja operativo proyectado en un horizonte de 6 años, cabe recalcar que

en este trabajo se empleó el flujo operativo como indicador principal del valor de una empresa, además que dentro de la proyección se incluye el análisis de las medidas tomadas por la empresa así como sus metas a conseguir en el futuro, no obstante estas observaciones se contrastaron con posibles eventos que podría afectar el nivel operativo de la cooperativa.

El gasto total del flujo de caja esta conformado por 3 cuentas específicas: El gasto operativo de la cooperativa, en el que se incluyen los gastos concernientes a sueldos, suministros, honorarios, etc., el gasto en intereses causados y pagados a los depositantes de la cooperativa, este es un gasto que cualquier entidad financiera debe realizar al momento de captar dinero de los socios respectivos, y por último otros gastos adicionales en los que incurre la compañía con el fin de generar los ingresos respectivos.

Al extraer el total de estas tres cuentas de gastos del nivel total de ingresos generados por la empresa se obtendrá el flujo de caja operativo con el cual se está trabajando en el siguiente estudio, en esta medida no se consideran los impuestos que la empresa debe pagar por obligación al estado, dado a que no es un componente directo de la operación de la cooperativa.

Tabla 14: Flujo de caja Operativo Proyectado

<b>INGRESOS</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Intereses Ganados</b>	\$ 5.750.657,63	\$ 5.680.169,53	\$ 5.312.685,57	\$ 5.432.046,36	\$ 5.427.957,28	\$ 5.594.056,93
<b>Comisiones Ganadas</b>	\$ 68.332,88	\$ 69.143,07	\$ 51.292,49	\$ 49.655,96	\$ 57.307,68	\$ 54.286,07
<b>Ingresos por Servicios</b>	\$ 210.230,77	\$ 219.414,59	\$ 226.715,37	\$ 230.357,24	\$ 253.308,59	\$ 276.164,54
<b>Otros Ingresos Ordinarios</b>	\$ 3.144,78	\$ 3.350,02	\$ 3.612,40	\$ 3.923,61	\$ 4.278,54	\$ 4.588,16
<b>Otros Ingresos</b>	\$ 92.764,89	\$ 107.050,68	\$ 144.968,03	\$ 206.585,24	\$ 303.172,94	\$ 406.949,03
<b><u>TOTAL INGRESOS</u></b>	<b>\$ 6.125.130,94</b>	<b>\$ 6.079.127,89</b>	<b>\$ 5.739.273,86</b>	<b>\$ 5.922.568,41</b>	<b>\$ 6.046.025,03</b>	<b>\$ 6.336.044,74</b>
<b><u>GASTOS</u></b>						
<b>Intereses Pagados-Causados</b>	\$ 1.033.373,95	\$ 981.163,27	\$ 991.014,25	\$ 1.001.721,45	\$ 1.053.794,42	\$ 1.264.820,65
<b>Gastos de Operación</b>	\$ 3.810.870,66	\$ 4.181.747,93	\$ 4.325.859,45	\$ 4.328.514,36	\$ 4.142.169,46	\$ 4.363.280,17
<b>Otros Gastos</b>	\$ 51.079,51	\$ 52.101,10	\$ 53.351,52	\$ 52.711,30	\$ 53.027,57	\$ 53.441,19
<b><u>TOTAL GASTOS</u></b>	<b>\$ 4.895.324,12</b>	<b>\$ 5.215.012,29</b>	<b>\$ 5.370.225,23</b>	<b>\$ 5.382.947,11</b>	<b>\$ 5.248.991,46</b>	<b>\$ 5.681.542,01</b>
<b><u>FLUJO DE CAJA</u></b>						
<b><u>NETO OPERACIONAL</u></b>	<b>\$ 1.229.806,82</b>	<b>\$ 864.115,60</b>	<b>\$ 369.048,63</b>	<b>\$ 539.621,30</b>	<b>\$ 797.033,57</b>	<b>\$ 654.502,73</b>

Elaborado por: Los Autores



### 3.5.2 Cálculo de la Tasa de Descuento

Para la valoración financiera de la cooperativa de ahorro y crédito Chone Ltda. Es necesario determinar la tasa de descuento con la cual se descontarán los flujos de caja operativos proyectados, no obstante se aplicará el modelo WACC (Weighted Average Cost Of Capital) o CPPC (Costo promedio ponderado del capital) en español, para obtener dicha tasa. El modelo se especifica de la siguiente forma:

$$WACC = K_e \frac{CAA}{CAA + D} + K_d(1 - T) \frac{D}{CAA + D}$$

Donde:

$K_e$  = Tasa de costo de oportunidad de los accionistas (CAPM)

$CAA$  = Capital aportado por los accionistas

$D$  = Deuda financiera contraída (Plazo Fijo)

$T$  = tasa de impuesto a la Renta del Ecuador

$K_d$  = Costo de la deuda financiera

En este modelo se estima una tasa promedio entre el coste de oportunidad de los accionistas que representa la porción de financiamiento propio de la cooperativa y el financiamiento a través de deuda que mantiene la institución para cubrir su nivel operativo. Este es el modelo que comúnmente se emplea en el proceso de valoración de una empresa, a continuación especificaremos cada uno de los componentes del mismo:

#### CAPM ( $K_e$ )

Para establecer el costo de oportunidad de los accionistas se empleó el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), que se especifica de la siguiente forma:

$$CAPM = r_f + \beta(r_M - r_f)$$

Donde:

$r_f$  = tasa libre de riesgo

$\beta$  = el factor de ajuste de riesgo de apalancamiento

$r_m - r_f$  = prima por riesgo país

### **Tasa libre de Riesgo ( $r_f$ )**

La tasa libre de riesgo está compuesta por el retorno de los bonos del tesoro americano, a la cual se añadirá el riesgo país del Ecuador.

$$r_f = r_{\text{tesoro americano}} + \text{riesgo país (Ecuador)}$$

Para el estudio se empleó el retorno de los bonos del tesoro americano a 10 años, según el Investing.com, un portal de internet y marca financiera global que proporciona noticias, análisis, cotización e información financiera general, alcanza un nivel de 1,592 hasta el día de hoy (18/07/2016).

Con esta información se obtuvo el primer componente de la tasa libre de riesgo:

$$r_f = 1,592\% + \text{riesgo país (Ecuador)}$$

El segundo componente de la tasa libre de riesgo se obtuvo a través del portal del banco central del Ecuador, aquí se indicó que hasta el 13 de Julio del 2016 el riesgo país alcanzó 867 puntos bases, lo que corresponde a 8,67%. Con este dato tenemos especificado la tasa libre de riesgo que se empleará en la formación de la tasa de descuento a través del modelo CAPM.

$$r_f = 1,592\% + 8,67\% = 10,26\%$$

### **Tasa de ajuste de riesgo ( $\beta$ ).**

El factor beta, según el modelo, está explicando la sensibilidad de la rentabilidad del activo, para el trabajo se empleará el beta del sector bancario estimado para el mercado de Estados Unidos, la misma que servirá como un aproximado al beta de la cooperativa de ahorro y crédito Chone Ltda.

A través del portal oficial del Profesor de Finanzas del Stern School of Business at New York University (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), Aswath Damodarán, se encontró la información requerida para la aplicación del modelo CAPM en Estados Unidos y la misma servirá como un aproximado para Ecuador, en esta base se estima el beta para cada sector de la economía empleando información hasta 2016, de tal forma que de aquí se extrajo el beta del sector bancario Regional desapalancado que según esta fuente alcanza un nivel de 0,32 el mismo que se ajustará o apalancará al nivel de deuda de la empresa para emplearlo en el modelo CAPM.

Para apalancar el beta empleamos la siguiente ecuación:

$$\beta_{\text{apalancado}} = \beta_{\text{desapalancado}} \left[ 1 + (1 - T) \left( \frac{D}{P} \right) \right]$$

Donde:

$T$  = Tasa de impuesto a la renta del Ecuador

$D$  = Nivel de deuda de la empresa (Plazo Fijo)

$P$  = Patrimonio

Una vez establecida la función que permitirá obtener el beta apalancado al nivel de deuda de la empresa, se procede obteniendo los datos correspondientes. Según el SRI la tasa de impuesto a la renta vigente en el país es del 22% para personas jurídicas, esta información fue verificada con los balances y con la debida consulta a la contadora de la institución.

De igual manera, con la ayuda del BG de la cooperativa podemos establecer los montos de patrimonio y nivel de deuda (Plazo fijo):

$$\text{Patrimonio}_{2015} = \$10.803.184,60$$

$$\text{Nivel de Deuda}_{2015} = \$13.302.068,65$$

Introduciendo la información en la ecuación tenemos:

$$\beta_{\text{apalancado}} = \beta_{\text{desapalancado}} \left[ 1 + (1 - 0,22) \left( \frac{\$13.302.068,65}{\$10.803.184,60} \right) \right]$$

$$\beta_{\text{apalancado}} = \beta_{\text{desapalancado}} [1 + (0,78)(1,231)]$$

$$\beta_{\text{apalancado}} = 0,32[1,960] = 0,6272$$

### **Prima por Riesgo País (Rm-Rf)**

La prima por riesgo país representa la diferencia entre la rentabilidad que exige un inversionista por acceder a endeudarse en un país frente al rendimiento de una tasa que es libre de riesgo. En el caso del Ecuador representa la diferencia entre el rendimiento de la inversión hecha en el país frente al rendimiento de los bonos del tesoro americano que representa una tasa libre de riesgo. Según el portal de información de Damodarán, la prima por riesgo del Ecuador se estima en 10,21%.

Con estos datos se estima la tasa de costo de oportunidad de los inversionistas y se incluirá en el modelo para estimar la tasa de descuento:

$$CAPM = 10,26\% + 0,6272(10,21\%)$$

$$CAPM = 10,26\% + 6,40\%$$

$$CAPM = 16,66\%$$

### **CAPITAL APORTADO POR ACCIONISTAS (CAA)**

Este componente del WAAC mide el financiamiento total que la empresa obtiene como inversión directa de los accionistas, en el siguiente estudio se representará esta cifra como la suma de dos cuentas específicas del Patrimonio de la institución. El capital social y las reservas representan financiamiento propio de la cooperativa:

$$CAA = Capital\ Social_{2015} + Reservas_{2015} = \$ 8.185.294,14$$

Al obtener esta información a través del balance general del 2015 tenemos:

$$CAA = \$ 3.533.780,87 + \$ 4.651.513,27$$

$$CAA = \$ 8.185.294,14$$

### **DEUDA FINANCIERA Y NIVEL DE IMPUESTOS (D y T)**

En el caso de la valoración de la cooperativa de ahorro y crédito Chone Ltda., el financiamiento externo se refleja como el monto de inversión a plazo fijo que realizan los clientes de la misma, si bien esta deuda no se la realiza con otra institución crediticia, la institución debe pagar un interés que depende del monto total y del plazo al que el cliente desee colocar su plazo fijo, no obstante el monto total recaudado en este servicio de la cooperativa representa el monto de deuda que se empelará en la estimación de la tasa de descuento. Cabe mencionar que para extraer esta información se tuvo acceso al sistema de información de la cooperativa, a través de la cual se encontró que hasta la actualidad se encuentra vigente un total de \$ 13. 302.068,65 como capital captado por inversiones en plazos fijos.

Por otra parte el nivel de impuestos (T) que la institución paga al estado por la obtención de la renta, según el SRI esta en el 22%.

### **COSTO DE LA DEUDA FINANCIERA ( $K_d$ )**

Es necesario tomar una tasa que represente el costo de la deuda o del financiamiento generado por agentes externos. No obstante debido a que la cooperativa de ahorro y crédito ofrece distintas tasas de retorno por el monto de capital invertido que además depende del tiempo del plazo que se otorgue, el proceso para hallar la tasa referencial de coste de la deuda es ponderar cada una de estas tasas por su monto total captado. Con la base de datos de la cooperativa se extrajo el total de interés que la cooperativa debía pagar por cada tasa de interés que ofrece, la suma total del interés que generan los montos de plazo fijo se reconoce como el costo total de obtener el financiamiento externo.

Una vez obtenido el monto de interés total a pagar, se obtuvo la tasa que representa frente al total de capital captado (*Interés total / Monto Capital total*), de esta forma la tasa de interés que representa el costo del financiamiento externo de la cooperativa de ahorro y crédito “Chone Ltda.” es de 6,61%.

Una vez establecidos todos los componentes del modelo se aplica la fórmula antes descrita:

$$WACC = K_e \frac{CAA}{CAA + D} + K_d(1 - T) \frac{D}{CAA + D}$$

$$WACC = 16,66\% \frac{\$ 8.185.294,14}{\$ 21.487.362,79} + 6,61\%(1 - 22\%) \frac{\$ 13.302.068,65}{\$ 21.487.362,79}$$

$$WACC = 0,1666(0,6191) + 0,0661(0,78)(0,3809)$$

$$\mathbf{Tasa\ de\ descuento = 12,31\%}$$

## **CAPITULO IV: VALORACIÓN DE LA COOPERATIVA DE AHORRO Y CRÉDITO CHONE LTDA.**

En esta sección se calculará el valor final monetario de la cooperativa Chone Ltda. En el escenario más probable según el análisis económico respectivo, además se incluye un análisis de escenarios (optimista y pesimista) con los cuales se pretende establecer un intervalo de confianza en donde se encuentre el valor de la empresa, esto con el fin de obtener un rango más preciso sobre el valor de la cooperativa.

### **4.1 CÁLCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA**

Una vez determinado el flujo de caja operativo proyectado de la cooperativa a un periodo de 6 años a través del estado de resultados, y estableciendo la tasa de descuento por medio del modelo WACC se procede a aplicar la siguiente fórmula:

$$VP = \frac{F.O.AÑO\ 1}{(1+WACC)^1} + \frac{F.O.AÑO\ 2}{(1+WACC)^2} + \frac{F.O.AÑO\ 3}{(1+WACC)^3} + \frac{F.O.AÑO\ 4}{(1+WACC)^4} + \frac{F.O.AÑO\ 5}{(1+WACC)^5} + \frac{F.O.AÑO\ 6}{(1+WACC)^6} + \frac{Valor\ Residual}{(1+WACC)^6}$$

Donde el Valor Residual corresponde al principio de “negocio en marcha” lo que indica que aunque la proyección se la realice a 6 años el negocio no se termina en plazo de evaluación sino que continúa generando flujos en un periodo infinito, de tal forma que los flujos desde el periodo 6 hasta el infinito se comportarán como una perpetuidad. En el caso

de la cooperativa se asumirá que los flujos operativos proyectados crecerán a una tasa constante que será calculada como el promedio de crecimiento entre los años observados (2010-2015) y los años proyectados (2016-2021).

La tasa de crecimiento promedio del flujo de caja operativo es de 4,19%, con esta información se aplica la fórmula de valor presente de una anualidad perpetua con gradiente geométrico para obtener el valor residual de la cooperativa de ahorro y crédito en el año 6.

$$\text{Valor Residual} = \frac{\text{Flujo Operativo AÑO 6}(1 + \text{tasa de crecimiento promedio})}{\text{Tasa de descuento} - \text{tasa de crecimiento promedio}}$$

$$\text{Valor Residual} = \frac{\$ 654.502,73(1,0419)}{12,31\% - 4,19\%}$$

$$\text{Valor Residual} = \$ 8.398.108,31$$

Una vez obtenidos todos los componentes se procede al cálculo del valor de la cooperativa:

$$\begin{aligned} VP = & \frac{\$ 1.229.806,82}{(1 + 12,31\%)^1} + \frac{\$ 864.115,60}{(1 + 12,31\%)^2} + \frac{\$ 369.048,63}{(1 + 12,31\%)^3} + \frac{\$ 539.621,30}{(1 + 12,31\%)^4} \\ & + \frac{\$ 797.033,57}{(1 + 12,31\%)^5} + \frac{\$ 654.502,73}{(1 + 12,31\%)^6} + \frac{\$ 8.398.108,31}{(1 + 12,31\%)^6} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} VP = & \$ 1.095.010,97 + \$ 685.070,06 + \$ 260.512,35 + \$ 339.168,40 + \$ 446.050,96 \\ & + \$ 326.137,62 + \$ 4.016.473,16 \end{aligned}$$

$$\text{VP} = \$ 7.336.713,75$$

Como se puede observar, al aplicar la fórmula del valor presente de los flujos operativos que la cooperativa de ahorro y crédito “Chone Ltda.” es capaz de generar en un periodo de 6 años, se obtiene un valor de \$ 7.336.713,75 el mismo que refleja el valor de la empresa determinada por los flujos futuros. De tal forma que se puede decir que el valor de la cooperativa de ahorro y crédito “Chone Ltda.” estimado a través del método de flujos de caja descontados

$$\text{Valor}_{\text{Coop. Chone Ltda.}} = \$ 7.336.713,75$$

## 4.2 ANÁLISIS DE ESCENARIOS

Es importante, dentro del proceso de valoración de un activo o en este caso de una empresa, realizar un análisis de sensibilidad que permita ver cómo reacciona el valor de la empresa a ciertos eventos que podrían modificar para bien (escenario optimista) o para mal (escenario pesimista) la proyección del flujo de caja operativo de la cooperativa.

En el cálculo del valor de la empresa se establecieron las tasas de crecimiento para cada cuenta que marcaban una tendencia específica basada en el análisis del contexto económico actual del país, además se consideró eventos que sucederán, como el hecho de la fuerte inyección de efectivo que el estado realizará a la provincia como medida de reactivación del sector, o el evidente cambio en la estructura de política económica que sufrirá el país con las elecciones del próximo año. Por último se consideró las políticas internas de la cooperativa, planificación de marketing y principales medidas que tomarán con el fin de cumplir sus metas de crecimiento y sobrellevar el bajón operativo causado por el siniestro en la provincia de Manabí.

Empleando la misma metodología, se realizó el análisis de sensibilidad tomando los efectos de un escenario optimista y pesimista en las tres principales cuentas del estado de resultados, el *ingreso por cartera de crédito* que prácticamente representa la mayor porción de los ingresos de la cooperativa, las *obligaciones con el público y gastos del personal* que representan el total de gastos, las demás cuentas se entenderán como *ceteris paribus*, esto quiere decir que se mantienen constantes.

El escenario optimista se explica como un movimiento de recuperación más rápido del que se consideró originalmente, en este caso se trata de la recuperación económica del País y de la provincia de Manabí, lo que provocaría que la cooperativa mejore su nivel de ingresos o que no siga cayendo su tasa de crecimiento, no obstante este escenario no cuenta con una probabilidad muy alta de ocurrencia debido a que aún perdura los efectos del terremoto y el contexto macroeconómico del país sigue siendo riesgoso. Con este preámbulo se estima que en el caso de una recuperación optimista la tendencia de la tasa de crecimiento del ingreso por cartera de crédito aumentará en 10% mientras que la tendencia del gasto del personal disminuirá en un 5% debido a que supondremos que la medida de la cooperativa dará resultados positivos en el transcurso del tiempo.



En el escenario pesimista asumiremos que la economía ecuatoriana seguirá sufriendo shocks negativos, las nuevas reformas y el aumento de impuestos causará reducción en el consumo agregado y por ende en la producción agregada, a esto se le sumará el hecho de que los fondos recaudados por el estado no sean inyectados directamente a la provincia sino se empleen para el pago de deuda externa, lo que provocaría disminución en el ingreso de efectivo de la provincia y afectaría la recuperación del nivel de ingresos de la empresa debido a que los ciudadanos estarán obligados a usar sus fondos de ahorro. Este escenario provocaría que la gente se abstenga de realizar créditos, que el nivel de morosidad de los prestamistas aumente, que los socios empiecen a retirar sus ahorros lo que se traduce en un movimiento más lento en la tendencia que se marcó para estas tres cuentas, se asumirá que la tendencia del ingreso por intereses disminuirá en 15%, las obligaciones se reducirá en 4% y el gasto se mantendrá constante.

En la siguiente tabla se muestran las tasas de crecimiento de cada escenario para las tres cuentas:

*Tabla 15: Análisis de Escenarios*

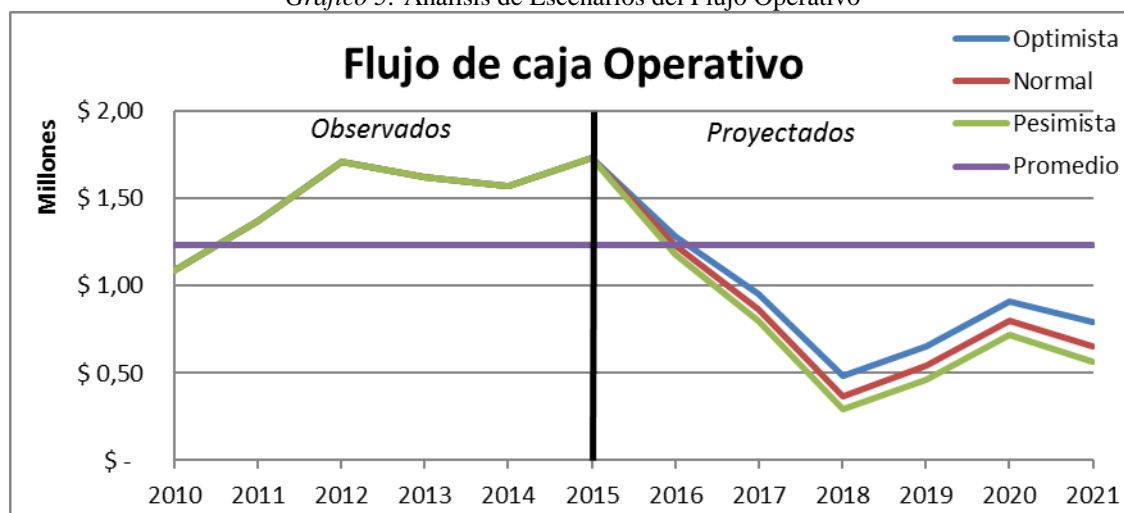
<b>Interés Por cartera</b>		
<b>Optimista</b>	<b>Normal</b>	<b>Pesimista</b>
-5,34%	-5,93%	-6,82%
-2,67%	-2,96%	-3,41%
-1,22%	-1,35%	-1,55%
0,55%	0,50%	0,47%
0,24%	0,22%	-0,13%
2,59%	2,35%	2,35%
<b>Gastos del Personal</b>		
<b>Optimista</b>	<b>Normal</b>	<b>Pesimista</b>
4,94%	5,20%	5,20%
5,71%	6,01%	6,01%
8,29%	8,73%	8,73%
-2,89%	-2,75%	-2,75%
-3,42%	-3,26%	-3,26%
-0,12%	-0,11%	-0,11%
<b>Obligaciones con el Público</b>		
<b>Optimista</b>	<b>Normal</b>	<b>Pesimista</b>
-9,97%	-9,97%	-10,36%
-4,98%	-4,98%	-5,18%
0,50%	0,50%	0,48%
1,49%	1,49%	1,43%
5,23%	5,23%	5,02%

20,93%    20,93%    20,09%

Elaborado por: Los Autores

Con estas posibles tasas que se generen con la variación de los posibles escenarios antes mencionados, el flujo de caja operativo proyectado de la empresa variaría, y por lo tanto el valor final de la cooperativa también lo hará.

Gráfico 5: Análisis de Escenarios del Flujo Operativo



Elaborado por: Los Autores

En el gráfico 5 se puede observar el efecto de los escenarios en los que se están evaluando el proceso de valoración de la cooperativa de ahorro y crédito “Chone Ltda.” Además se incluyen los datos observados a través de la información histórica de la compañía y el valor promedio de los mismos, que sirve de referencia para las proyecciones.

El año de flujo más bajo de la empresa se estima que sea en el 2018, debido a los efectos de los problemas económicos del país además del costo de las medidas de recuperación de la misma, en este año se dará el punto de cambio en la tendencia del flujo de caja operativo y cómo podemos ver a medida que las proyecciones transcurren en el tiempo, el intervalo en el que se pueda encontrar el flujo aumenta, esto se debe a que es más difícil proyectar periodos largos de tiempo, debido a que pueden ocurrir un sinnúmero de eventos que aún no son probables al nivel de la valoración.

Para concluir esta sección se analiza el valor de la cooperativa en los distintos escenarios que se han planteado anteriormente.

Cuadro 4: Valor de La empresa por escenarios

	Escenarios		
	Optimista	Normal	Pesimista
Valor de la Empresa	\$ 7.742.283,82	\$ 7.336.713,75	\$ 7.049.975,58

*Fuente:* Elaboración Propia

En el cuadro 4 se puede apreciar el valor de la empresa para cada uno de los tres escenarios que se han planteado, si se quiere ser preciso al momento de conocer el valor de la empresa, no es eficiente simplemente dar un valor de referencia exacto (Escenario normal), sino también agregar un intervalo de confianza, en el que se puede establecer el valor mínimo y el valor máximo de la Cooperativa, determinado por variaciones en las consideraciones de proyección que tengan probabilidades de ocurrencia en un futuro cercano.

Tomando en cuenta este punto, aparte de mencionar el valor de la cooperativa de ahorro y crédito Chone Ltda. Se hace referencia que el mismo puede aumentar dentro de un escenario optimista en un 5,53% (\$ 7.742.283,82) o puede disminuir dentro de un escenario pesimista en aproximadamente 4,07% (\$ 7.049.975,58).

Para sintetizar la idea de los escenarios y establecer un valor que considere los posibles eventos y su probabilidad de ocurrencia, se determinará un promedio ponderado entre los valores de cada escenario y una probabilidad de ocurrencia que se asignará a cada uno de ellos.

*Cuadro 5:* Promedio Ponderado

<b>Escenario</b>	<b>Monto</b>	<b>Probabilidad de Ocurrencia</b>	<b>Valor esperado</b>
Optimista	\$ 7.742.283,82	20%	\$ 1.548.456,76
Normal	\$ 7.336.713,75	55%	\$ 4.035.192,56
Pesimista	\$ 7.049.975,58	25%	\$ 1.762.493,90
<b>PROMEDIO PONDERADO</b>		100%	<b><u>\$ 7.346.143,22</u></b>

*Elaborado por:* Los Autores

Como se puede observar en el cuadro 5, se asumirá que en el futuro solamente uno de los tres escenarios que se han planteado en el trabajo es posible que ocurra, de tal forma que la suma de las tres probabilidades que se asignarán a cada escenario es del 100%, por otro lado el escenario normal es el que debe tomar la mayor probabilidad (55%) de ocurrencia debido a que se consideró de mejor forma los valores proyectados en base a la información histórica de los balances, los eventos recientemente ocurridos y aquellos que se espera que ocurran en el corto y largo plazo, sin embargo para el escenario pesimista se asigna un 25% de probabilidad sabiendo las condiciones que esta pasando la zona donde opera la cooperativa esta en proceso de recuperación y a diferencia del escenario normal en este escenario se asume que eventos como la inyección de efectivo a

la provincia no se la realice o no tenga el efecto esperado por lo que haría que caigan los flujos aun más de lo que se proyectó originalmente. Al escenario optimista se le otorga la mínima probabilidad (20%) de ocurrencia de los 3 escenarios, esto se debe al contexto actual que vive la empresa (gastos de personal elevados), la provincia (terremoto), y el país en general (caída del precio del petróleo) por lo cual esperar a que la economía o los flujos de la cooperativa se recupere de una forma más rápida que la proyección original es menos probable que las dos opciones restantes.

Entonces con la asignación de estas 3 probabilidades de ocurrencia y con el supuesto de que no existe otro posible escenario, se puede establecer un valor ponderado de la cooperativa el mismo que alcanza un monto de \$ 7.346.143,22 el cual representa un 0,13% más del valor de la empresa calculado en el escenario “normal”, es importante realizar este tipo de análisis sobre todo en un caso hipotético de venta de la cooperativa debido a que aunque este valor no sea igual al precio de venta, es muy útil para tener una idea del mismo.

## **CAPITULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

Después del análisis de los estados financieros, las operaciones de la Cooperativa de ahorro y crédito “Chone Ltda.” y mediante el método de flujos de caja operativos descontados, se estimó que el valor aproximado de la empresa es de \$ 7.336.713,75 el mismo que representa el valor presente de los flujos operativos que la empresa es capaz de generar en el futuro, es importante mencionar que este valor no representa el precio de la empresa, sin embargo si puede dar una idea del mismo. Si los accionistas quieren un valor referencial del precio de la cooperativa pueden tomar este valor como el correspondiente al futuro de la empresa al que se le puede incluir el patrimonio actual que posee la cooperativa, en otras palabras se puede adicionar el valor del cual dispone la empresa en el periodo inicial de la valoración y así obtener una aproximación más realista del precio de la misma.

Adicionalmente, se establecieron dos escenarios en los cuales variaban la proyección del flujo dependiendo de distintos factores probables de ocurrir durante el periodo futuro analizado, con esto se estableció un intervalo de confianza en donde el valor mínimo de la empresa fue dado por el escenario pesimista y alcanzó un monto de \$ 7.049.975,58 el mismo que representaba una caída del 4,07% aproximadamente con respecto a la proyección original, de igual forma el valor máximo se estableció mediante el

escenario optimista en el cual el valor de la empresa alcanza un monto de \$ 7.742.283,82 el que representa un aumento de 5,53% de la proyección original. Es importante recalcar que el análisis de escenarios para la proyección de los flujos operativos de la cooperativa se basó en las principales cuentas que representan tanto el nivel de ingresos como el nivel de gastos de la cooperativa, los mismos que pudieron ser observados a través del análisis vertical y horizontal del estado de resultados. Además se determinó el promedio ponderado de estos tres escenarios (optimista, normal, pesimista) mediante la asignación de probabilidades de ocurrencia para cada uno de ellos (20%, 55%, 25%), en este contexto el promedio ponderado de los tres escenarios puede brindar una mejor perspectiva del valor de la cooperativa el cual alcanzó un monto de \$ 7.346.143,22.

La cooperativa ha sabido establecer normas de reservas y aporte a capital social, que permiten contar con un monto específico de dinero en el caso de requerirlo, en promedio estas cuentas han representado el 32,71% y 43,06% respectivamente sobre el total del patrimonio de la empresa, que en promedio alcanza un monto de \$ 7.001.553,80, no obstante en la actualidad enfrenta muchos problemas tanto institucionales como macroeconómicos generales que pueden afectar su capacidad de generación de utilidades, de tal forma que estas cuentas pueden ser un soporte de sostenibilidad para el transcurso de las operaciones y el mejoramiento de los ingresos.

Uno de los principales problemas de la cooperativa es su alto nivel de gastos de personal y suministros de oficina, estas cuentas han mantenido un nivel promedio de \$ 1.775.747,37 y \$ 287.389,30 respectivamente durante los últimos 6 años, las mismas componen en gran medida el total de gastos de la empresa durante los últimos 6 años, no obstante con el reciente acontecimiento del terremoto en la provincia de Manabí, la cooperativa elaboró un plan de contingencia dentro del cual contemplan una disminución considerable de estos rubros dentro de sus operaciones con el fin de sobrellevar los efectos negativos del siniestro. Por otra parte los ingresos son representados en su mayor proporción por el interés ganado en su cartera de crédito, de aquí surge la necesidad de generar o desarrollar las otras fuentes de ingresos que permitan crear canales de sostenibilidad en el largo plazo. Adicionalmente el trabajo pretende dejar a conocimiento como los shocks externos pueden afectar el nivel operativo de las empresas, con lo cual los gerentes y administradores del sector privado pueden aprender y tomar medidas que minimicen los impactos de estos shocks en el futuro.

A través de este estudio se puede notar que la determinación de la tasa de descuento es indispensable al momento de estimar el valor de una empresa, al contrastar dos posibles modelos (CAPM y WACC) se pudo establecer las diferencias entre los mismos, se puede decir que el modelo WACC (12,31%) es un modelo general y es el más utilizado para valorar empresas debido a que dentro de su estructura contempla dos posibilidades de financiamiento, tanto el capital que aportan directamente los socios así como el capital que se obtuvo a través de la deuda y los pondera para establecer una tasa representativa, a diferencia del modelo CAPM (16,66%) que únicamente representa el costo de oportunidad del capital de los inversores o accionistas, no obstante este modelo es necesario y va incluido dentro del modelo WACC.

## **RECOMENDACIONES GENERALES**

Una vez finalizado en trabajo y cumplido con los objetivos tanto el general como los específicos es importante mencionar algunas recomendaciones direccionadas a la cooperativa como recomendaciones financieras, y a los lectores como posibles autores de análisis similares para otras entidades.

En primer lugar es bueno recomendar a la cooperativa continuar y generar reportes de análisis financieros básicos como el análisis vertical y horizontal de los estados financieros y enfocar sus estrategias a las observaciones extraídas de este tipo de análisis, además de complementarlo con la información histórica.

Otra de las observaciones y recomendaciones que se puede hacer es sobre las tasas de interés que paga la cooperativa por concepto de plazo fijo a nivel nacional es importante mantener tasas que no sea muy elevadas, aunque estas tasas motivan a la captación de financiamiento externo, la misma también se incurre en un gasto por concepto de pago de interés.

Por otra parte, aunque parezca obvio, se recomienda optimizar los recursos de la empresa con el fin de minimizar los gastos operativos, empezar con un proceso integral de

evaluación de las funciones laborales, buscar herramientas que ayuden a optimizar los recursos y eliminar gastos innecesarios.

Para finalizar, en cuanto a las recomendaciones para los lectores, es importante mencionar que trabaje con bases de datos interconectadas que permitan realizar modificaciones a ciertas cifras y se cambien automáticamente aquellas que están relacionadas con la misma, esto permite optimizar los tiempos y tener una mejor visión del análisis.

## BIBLIOGRAFÍA

- Badenes, C. (1999). *IESE Universidad de Navarra Barcelona-Madrid*. Obtenido de Introducción a la valoración de empresas por el método de Múltiplos Comparables.
- Barrio, A. G. (mayo de 2015). *IEDGE*. Obtenido de <http://www.iedge.eu/aurelio-garcia-del-barrio-que-es-la-valoracion-de-empresas#comment-1377>
- Barrionuevo, F. (2014). *Métodos de Valoración de Empresas*. Obtenido de Teorías y Comportamientos Organizativos: <http://franciscobarrionuevo.eu/files/2015/03/ENSAYO-M%C3%89TODOS-DE-VALORACION-DE-EMPRESAS.pdf>
- Cooperativa de Ahorro y Crédito “Chone Ltda.”. (2015). Obtenido de <http://www.coopchone.fin.ec/>
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. Wiley Finance.
- Fernández, P. (2013). *Métodos de Valoración de una Empresa*. Obtenido de IESE Business School: <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>
- Gallego, M. M. (2013). *“Cooperativism in Ecuador: Analisis of good living through Cooperative*. Málaga.
- García, R. Á., Monsalve, K. G., & Álvarez, A. B. (2006). SEMESTRE ECONÓMICO - UNIVERSIDAD DE MEDELLÍN. *Razones para valorar una empresa y los métodos empleados*. Medellín.

- Grijalva, W. M. (2013). *Historia del Cooperativismo en el Ecuador*. Quito: Editogran S.A.
- Gutiérrez, A. (2013). *Valoración de empresas por Flujo de Caja Descontados*. Obtenido de ALTAIR.
- IESE Business School. (2008). *Valoración de empresas*. Madrid.
- Jakob, P. S. (2013). Valoración de empresas . <http://www.aulafacil.com/>.
- Ministerio de Coordinación de la Política Económica. (Junio 2012). *Indicadores Macroeconómicos*. Ecuador.
- Pascual, L. B. (2010). VALORACIÓN DE EMPRESAS POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA. *Revista Universo Contábil, ISSN*.
- Pulsinelli, M. (2014). *El cooperativismo en el Ecuador*. Moneda y Banca, segunda edición.
- Romero, F. (2012). *Introducción a la Valoración de Empresas*. Obtenido de Universidad Tecnológica de Guayaquil UTEG.
- Smith, A. (1776). La paradoja del valor.
- Tobar, J. (1942). *Cooperativas y mutualidades, Quito, La Prensa Católica*.