



**FACULTAD DE POSTGRADO
TESIS DE POSTGRADO**

**VALORACIÓN DE LA CORPORACIÓN FINANCIERA
INTERNACIONAL, S. A. (COFINTER)**

SUSTENTADO POR:

**LESBIA SUYAPA VALLEJO ZELAYA
SINDY ANAY FLORES COELLO**

**PREVIA INVESTIDURA AL TITULO DE MASTER EN
FINANZAS**

TEGUCIGALPA, F.M, HONDURAS, C.A.

MARZO 2017

UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA CENTROAMERICANA

**UNITEC
FACULTAD DE POSTGRADO**

AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

**RECTOR
MARLON ANTONIO BREVÉ REYES**

**SECRETARIO GENERAL
ROGER MARTÍNEZ MIRALDA**

**DECANO DE LA FACULTAD DE POSTGRADO
JOSÉ ARNOLDO SERMEÑO LIMA**



FACULTAD DE POSTGRADO

VALORACIÓN DE LA CORPORACIÓN FINANCIERA

INTERNACIONAL, S. A. (COFINTER)

LESBIA SUYAPA VALLEJO ZELAYA

SINDY ANAY FLORES COELLO

Resumen

El objetivo del presente trabajo fue determinar el valor económico de la Corporación Financiera Internacional, S.A. (COFINTER), utilizando el método de Flujo de Caja Descontados. Para obtener la valoración de la financiera fue preciso hacer análisis de los Estados Financieros de los últimos 3 años, proyección de los flujos de caja libre con un horizonte temporal de cinco años, de los que se calculó el flujo de caja libre descontados, se aplicó la tasa del CPPC y al último flujo se aplicó el valor residual considerando que esta es una empresa en marcha, con un crecimiento a perpetuidad, resultando un valor económico estimado de L 931,185.2 (Novecientos Treinta y Un Millones, Ciento Ochenta y Cinco Mil Doscientos Lempiras). El conocimiento del valor intrínseco de la financiera es necesario para la toma de decisiones acertadas, con la finalidad de generar mayor valor a la empresa, de manera sostenida.

Palabras claves: (Flujo de Caja Descontados, Valor Residual, Valoración)



GRADUATE SCHOOL

VALUATION OF THE CORPORACIÓN FINANCIERA

INTERNACIONAL, S.A. (COFINTER)

LESBIA SUYAPA VALLEJO ZELAYA

SINDY ANAY FLORES COELLO

Abstract

The objective of the present job was to determine the economic value of the Corporación Financiera Internacional, S.A. (COFINTER), using the discounted cash flow method. For obtaining the rating of the financial corporation it was necessary to make an analysis of the last three years account statements, projection of the free cash flow with temporal view of five years, from where it was calculated de discounted free cash flow, it was applied the WAAC rate and to the last flow it was applied the residual value considering this is company in progress, with a growth to perpetuity, resulting an economic estimated value of L. 931,185.2 (Nine Hundred One Million, One Hundred Eighty Five Thousands, Two Hundred Lempiras). Knowledge of the intrinsic value of the financial is necessary for taking the right decisions, in order to generate greater value to the company, in a sustained manner.

Key words: (Discounted Cash Flow, Residual Value, Valuation)

DEDICATORIA

En primer lugar, a Dios por darnos la fortaleza y sabiduría necesaria para cumplir esta meta.

A nuestra familia por su comprensión y apoyo incondicional, gracias a ellos fue posible este logro.

AGRADECIMIENTO

A las autoridades del IPM por brindarnos el apoyo necesario para poder culminar esta carrera.

Al Sr. Jorge Flores Vallecillo Gerente de COFINTER por brindarnos toda la colaboración para el desarrollo de este trabajo final de graduación.

A todos los amigos, compañeros de maestría y de trabajo por su valiosa colaboración y aporte para la realización de este proyecto.

A nuestro asesor de proyecto Dr. Sammy Castro, por todo su apoyo y colaboración para la realización de este escrito.

ÍNDICE DE CONTENIDO

CAPÍTULO I. PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN	16
1.1 INTRODUCCIÓN.....	16
1.2 ANTECEDENTES	17
1.3 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA	19
1.3.1 ENUNCIADO DEL PROBLEMA	19
1.3.2 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA	19
1.3.3 PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN	20
1.4 OBJETIVOS DEL PROYECTO	20
1.4.1 OBJETIVO GENERAL	20
1.4.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	20
1.5 JUSTIFICACIÓN.....	21
CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO	22
2.1 ANÁLISIS DE LA SITUACION ACTUAL.....	22
2.2 TEORÍA DEL SUSTENTO.....	34
2.2.1 ANÁLISIS DE LAS METODOLOGÍAS	34
2.2.2 ANTECEDENTES DE METODOLOGÍAS	36
2.2.3 ANÁLISIS CRÍTICOS DE LAS METODOLOGÍAS A EMPLEAR.....	37
2.2.3.1 PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN.....	38
2.2.4 MÉTODOS A APLICAR EN VALORACIÓN DE COFINTER.....	42
2.2.5 ANÁLISIS COMPETITIVO	45
2.3 CONCEPTUALIZACIÓN	46
2.4 MARCO LEGAL	51
CAPÍTULO III. METODOLOGÍA	55

3.4	CONGRUENCIA METODOLÓGICA	55
3.4.1	LA MATRIZ METODOLÓGICA.....	55
3.4.2	CORRELACIÓN DE LAS VARIABLES DE ESTUDIO.	56
3.4.3	DEFINICIÓN OPERACIONAL DE LAS VARIABLES	57
3.5	ENFOQUE Y MÉTODOS	59
3.6	MATERIALES	59
3.7	DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN.....	60
3.7.1	POBLACIÓN	60
3.7.2	UNIDAD DE ANÁLISIS.....	61
3.7.3	TÉCNICAS DE INSTRUMENTOS APLICADOS	61
3.7.3.1	INSTRUMENTOS.....	61
3.7.4	PROCEDIMIENTOS.....	62
3.8	FUENTES DE INFORMACIÓN	62
3.8.1	FUENTES PRIMARIAS.....	62
3.8.2	FUENTES SECUNDARIAS	62
3.8.3	LIMITANTES DEL ESTUDIO	63
CAPÍTULO IV. RESULTADOS Y ANÁLISIS		64
4.4	ANTECEDENTES DE LA EMPRESA	64
4.5	VISIÓN Y MISIÓN.....	65
4.6	ESTRUCTURA DE LA FINANCIERA	65
4.7	ANÁLISIS ECONÓMICOS FINANCIERO DE COFINTER	66
4.7.1	ESTRUCTURA ECONOMICA - FINANCIERA DE COFINTER	66
4.7.2	ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA “COFINTER”	67
4.7.3	ESTADO DE RESULTADO O RENDIMIENTO FINANCIERO	69

4.7.4	INDICADORES FINANCIEROS	72
4.7.4.1	ÍNDICE DE LIQUIDEZ O SOLVENCIA	73
4.7.4.2	ÍNDICES DE RENTABILIDAD.....	76
4.7.4.3	ANÁLISIS FODA DE COFINTER.....	78
4.7.4.4	ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS SOCIEDADES FINANCIERAS	79
4.7.4.5	PARTICIPACIÓN E INDICADORES, COFINTER – SOCIEDADES FINANCIERAS	83
4.8	VALORACIÓN DE LA EMPRESA	86
4.8.1	METODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS.....	87
4.8.2	HORIZONTE TEMPORAL	88
4.8.3	COSTO DE LA DEUDA	89
4.8.4	CÁLCULO DEL CAPM O RETORNO ESPERADO (RE).....	90
4.8.5	COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL	91
4.8.6	ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO	92
4.8.7	ESTADO DE RENDIMIENTO FINANCIERO PROYECTADO	93
4.8.8	FLUJO DE EFECTIVO DE COFINTER	95
4.8.9	CÁLCULO DEL VALOR RESIDUAL O DE CONTINUIDAD	97
4.8.10	VALOR DE LA EMPRESA.....	98
4.8.11	VALOR NETO DE LA EMPRESA	100
4.8.12	ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD	101
4.8.13	VALOR NETO DE LA EMPRESA	104
CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....		107
VI. BIBLIOGRAFÍA.....		110
ANEXO No. 1.....		116

ANEXO No. 2.....	118
ANEXO No. 3.....	119
ANEXO No. 4.....	121
GLOSARIO	122

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Índice de Precios al Consumidor	24
Tabla 2: PIB (Variaciones porcentuales interanuales a precios constantes).....	25
Tabla 3: Principales resultados macroeconómicos de Honduras	26
Tabla 4: Instituciones que poseen convenio con COFINTER	31
Tabla 5: Matriz Metodológica	56
Tabla 6: Estructura Accionaria	64
Tabla 7: Estructura Económica - Financiera de COFINTER	66
Tabla 8: Estado de Situación Financiera.....	67
Tabla 9: Estado de Resultados	70
Tabla 10: Participación de COFINTER en las Sociedades Financieras	83
Tabla 11: Posición de las Sociedades Financieras	86
Tabla 12: Ventajas e Inconvenientes del Método de Valoración de Flujos de Caja descontados	87
Tabla 13: Cálculo Proyección de Ingresos COFINTER.....	88
Tabla 14: Proyección de Ingresos en Miles de Lempiras	89
Tabla 15: Costo de la deuda.....	89
Tabla 16: Estado de Situación Financiera.....	92

Tabla 17: Estado de Rendimiento Financiero Proyectado	93
Tabla 18: Flujos de efectivo proyectado	95
Tabla 19: Varios Análisis de Sensibilidad	103
Tabla 20: Valor de la Empresa.....	104

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Valor agregado Bruto por Actividad Económica	23
Figura 2: Visión y Misión	65
Figura 3: Estructura de la Empresa	65
Figura 4: Adecuación de Capital.....	73
Figura 5: Liquidez.....	74
Figura 6: Endeudamiento.....	75
Figura 7: ROA.....	76
Figura 8: ROE.....	77
Figura 9: FODA	79
Figura 10: Utilidades de las Financieras	80
Figura 11: Capital y Reservas de las Financieras	81
Figura 12: Rendimiento sobre el patrimonio	81
Figura 13: Cartera Crediticia Financieras	82
Figura 14: Comparativo Indicador de liquidez	84
Figura 15: Comparación Índice de Rendimiento sobre el Patrimonio.....	85
Figura 16: Valor de la Financiera	103
Figura 17: Valor de la Financiera, Según Análisis de Sensibilidad.....	105

ÍNDICE DE ECUACIONES

Ecuación 1: Flujo de caja.....	42
Ecuación 2: Valor Residual	43
Ecuación 3: Costo Promedio Ponderado de Capital	44
Ecuación 4: Modelo CAPM.....	90
Ecuación 5: Costo Promedio Ponderado de Capital	91
Ecuación 6: Valor Residual	97
Ecuación 7: Flujo de Caja Libre	98

CAPÍTULO I. PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN

Dada la situación económica y política del país se hace necesario implementar acciones con la finalidad de proteger la inversión tanto de los socios, el capital de los clientes y de todas las personas que tienen relación con la empresa, por lo que es fundamental conocer cuál es el valor económico de la Corporación Financiera Internacional, S.A. (COFINTER), para la toma de decisiones acertadas en pro del desarrollo y crecimiento de la institución.

Según información proporcionada por los directivos de la entidad esta no cuenta con una valoración actual, en este sentido es primordial realizar la valoración de COFINTER, aplicando diferentes análisis financieros y métodos de valoración, lo que permitirá a sus autoridades y socios principales conocer más a fondo y a detalle la condición general de la entidad financiera, la situación económica y financiera de COFINTER, para lo que se realizaran análisis de los Estados Financieros de los últimos tres períodos y análisis de su entorno, lo que nos permitirá conocer la evolución y capacidad competitiva de la empresa en el sector financiero.

1.1 INTRODUCCIÓN

Esta investigación se enfoca en el tema de la valoración de empresas, los diferentes métodos que pueden ser aplicados para conocer el valor intrínseco de una institución, se centra específicamente en la aplicación del método de Flujo de caja descontado, que según las

diferentes teorías de valoración de empresas es el método adecuado para la valoración de una institución financiera.

En el capítulo uno se expone el planteamiento del problema, la definición del problema, los objetivos y la justificación para la realización de esta valoración, el método a utilizar para la valoración de la empresa “COFINTER”, con el objetivo de estimar el valor económico de esta para la toma decisiones estratégicas.

En el capítulo dos se describe la creación y antecedentes de COFINTER, el marco legal y los diferentes entes contralores que lo supervisan. En el capítulo tres se define la metodología a utilizar para valorar una empresa que es utilizando el método del descuento de flujos de caja.

En el capítulo cuatro se presentan los diferentes resultados y análisis de la aplicación del método de valoración para conocer el valor intrínseco de la financiera. En el capítulo cinco se presentan las conclusiones y recomendaciones de acuerdo a los objetivos de la investigación y los resultados obtenidos.

En este análisis se consideraron las tendencias macro económicas del país para la proyección de los Flujos de caja, análisis del entorno de la empresa, así como presentación de varios análisis de sensibilidad, con la finalidad de obtener una valoración objetiva del valor de la empresa como apoyo a la toma de decisiones acertadas.

1.2 ANTECEDENTES

El Sistema Financiero Nacional (SFN) está constituido por quince bancos comerciales, dos bancos estatales, un banco de segundo piso y diez sociedades financieras. Estos son regulados por el Banco Central como autoridad monetaria, la ley de Instituciones financieras, y

la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS). Según publicaciones del BCH el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), que refleja el comportamiento de los principales indicadores económicos para conocer la evolución del sector real de la economía a corto plazo, entre las actividades que impulsaron el indicador global fueron: Intermediación Financiera que durante los últimos años se ha caracterizado por dar un fuerte dinamismo, recalcando la tendencia de consolidación del crecimiento de las actividades de intermediación financiera, mostrando indicadores financieros sólidos que dan cuenta de la estabilidad y solvencia del sistema.

La Corporación Financiera Internacional, S.A., forma parte del sistema financiero desde el año 1999 la que fue debidamente autorizada por la autoridad para operar como una sociedad financiera, cuya finalidad es la del otorgamiento de créditos, el descuento de documentos, correduría de títulos valores y acciones, mandatos e intermediación financiera y cualquier otra actividad que le permitan sus estatutos y la ley.

En la búsqueda de información en las universidades del país como en sitios virtuales se encuentran algunas investigaciones realizadas en otros países relacionados con la valoración de entidades de diferentes rubros y con aplicación de más de un método de valoración que nos servirán de guía para la realización de este proyecto.

En el año 2007 el Grupo Enlace, S.A. efectuó la valoración de COFINTER con proyecciones hasta el 2011 siendo esta la valoración más reciente, por lo que el Consejo de Administración demanda conocer cuánto vale la empresa actualmente, cuál es la situación económica en general de la institución en relación a las demás empresas financieras, con el propósito de tomar decisiones estratégicas en busca del crecimiento sostenido de la empresa.

1.3 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

1.3.1 ENUNCIADO DEL PROBLEMA

La valoración de empresas es el proceso por el cual se pretende conocer el valor económico de la empresa, se intenta cuantificar la situación del patrimonio, verificar la gestión llevada a cabo por los directivos para ver si lo planificado va de conformidad con lo obtenido, entre otras actividades que puedan ser valoradas. La finalidad de esta investigación es conocer a profundidad la situación económica y financiera de la empresa “COFINTER”, de la que no existe información actualizada al respecto.

Para determinar el valor intrínseco de las empresas se pueden utilizar varios métodos, en esta investigación se desarrolla una metodología para valorar una financiera por medio de flujo de caja descontados, teniendo para ello en cuenta el sector en el que opera, las características de la empresa, también se toma en cuenta el entorno macroeconómico y el análisis económico-financiero correspondiente a los tres últimos ejercicios, realizando proyección de flujos para los años 2017 al 2021, así como un análisis del entorno de la empresa.

1.3.2 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

COFINTER no cuenta con una valoración actualizada, lo que le puede afectar para lograr el objetivo financiero de toda institución que es maximizar su valor, la valorización le permite conocer la evolución de la empresa, el entorno competitivo de su sector y el mercado potencial, así como su cuota de participación en este, de acuerdo a la valuación de la empresa se deben

tomar decisiones estratégicas que generen mayor valor a esta tanto a mediano como a largo plazo, por lo que se plantea la siguiente interrogante:

¿Cuál es el valor económico de la Corporación Financiera Internacional, S.A. (COFINTER)?

1.3.3 PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN

- I. ¿Cuál es la situación económica y financiera de COFINTER durante los últimos 3 años?
- II. ¿Cuál es la situación económica de COFINTER en la actualidad?
- III. ¿Cuál es la capacidad competitiva de la empresa en el sector financiero?

1.4 OBJETIVOS DEL PROYECTO

1.4.1 OBJETIVO GENERAL

Determinar el valor económico de la Corporación Financiera COFINTER mediante el método de flujo de caja descontado, como una guía para la toma de decisiones estratégicas en busca del desarrollo y crecimiento de la empresa.

1.4.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- 1) Analizar la situación económica y financiera de COFINTER durante los últimos 3 años.

- 2) Realizar un análisis de los estados financieros para determinar la situación económica en la actualidad.
- 3) Conocer la capacidad competitiva de la empresa en el sector financiero.

1.5 JUSTIFICACIÓN

En esta investigación se pretende determinar el valor económico de la Financiera “COFINTER”. Según Fernández (2008):

Los métodos conceptualmente correctos (cada vez más utilizados) para empresas con expectativas de continuidad son los basados en el descuento de flujos de fondos (cash flows), que consideran a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y por ello sus acciones y su deuda son valorables como otros activos financieros.

Existen varios métodos de valoración de empresas que se pueden utilizar en este proceso, como ser: Método del Balance, Cuentas de Resultados, Mixtos, Good Will, Descuentos de flujos, creación de valor y opciones, el método que aplique va a depender del propósito para el que se requiera la información. La valoración también sirve como método de gestión de la empresa, para definir mecanismos de control y evaluación de la generación de valor de la misma.

La información financiera es esencial, se debe tener conocimiento de la situación en que se encuentra la empresa, “COFINTER” no cuenta con información de valoración actual por lo que es fundamental la realización de esta, para medir la efectividad de la gestión, planificar estratégicamente definiendo un plan de acción que contribuya a generar valor a mediano y largo plazo a la institución y tomar las decisiones acertadas para incrementar la rentabilidad de la misma.

CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO

Con el propósito de fundamentar la investigación se presentan los análisis de la situación económica actual, antecedentes de los pioneros en el tema de valoración de empresas, ventajas y desventajas en la aplicación de los diferentes métodos, enfocándonos en el método de flujos de caja descontados que es el que se utilizará para conocer el valor intrínseco de COFINTER, así como diferentes informes e investigaciones relacionados con este tema.

2.1 ANÁLISIS DE LA SITUACION ACTUAL

En el análisis de la situación actual se presenta el entorno Centroamericano, la contribución de la intermediación financiera para dinamizar la economía del país y como está estructurado el Sistema Financiero Nacional. Se consideran las diferentes variables que puedan influir en la valoración de una empresa financiera.

Entorno Centroamericano

A octubre de 2016, según informe presentado por el BCH, la serie original del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) registró que la producción de bienes y servicios en la región se desaceleró en 0.5 puntos porcentuales (pp) respecto a lo observado en el mismo período de 2015, esencialmente por un menor desempeño en las economías de Guatemala y Costa Rica. Nicaragua y Honduras, mantuvieron niveles de actividad económica similares a los del año previo y El Salvador figura como el único país que reflejó una mayor tasa de crecimiento, explicada por la recuperación en las actividades de Electricidad y Comercio, así como por el aumento en Agropecuario, Transporte y Comunicaciones. (IMAE, 10/2016)

Contexto Nacional

La trayectoria de la actividad productiva nacional, medida a través de la serie original del IMAE, mostró un alza de 3.8%, igual a la registrada en 2015. Por su parte, la variación interanual de la serie de tendencia ciclo del IMAE creció 3.7%. Según su contribución, las actividades que impulsaron el indicador global fueron: Intermediación Financiera, Seguros y Fondos de Pensiones (1.5 pp); Agricultura, Ganadería, Silvicultura y Pesca e Industria Manufacturera (0.5 pp, cada una); Comercio y Correo y Telecomunicaciones (0.4 pp, respectivamente); Transporte y Almacenamiento (0.2 pp); Construcción y Electricidad y Agua (0.1 pp, en ambas). Para 2017 y 2018, el BCH prevé que la inflación se mantenga dentro del rango de $4.5\% \pm 1.0$ pp, por arriba de los niveles registrados durante 2016. La trayectoria de la inflación esperada estaría explicada por factores externos, primordialmente el ajuste al alza en los precios de los combustibles y energía, así como de algunas materias primas. Dado lo anterior, se esperaría que la inflación subyacente se ubique por debajo de la inflación total, contrario a lo registrado el año previo, indicando menores presiones de demanda agregada. (BCH, 2016)

Actividad Económica

La evolución de la economía hondureña durante 2016 medida a través del PIB registró una variación interanual de 3.6%, ubicándose dentro del rango previsto en el PM 2016-2017 (3.3%-3.7%); sin embargo, permaneció por debajo del PIB potencial estimado por el BCH (3.8%). Por peso de la contribución al crecimiento anual del PIB, destacaron las actividades de Intermediación Financiera (41.3%), misma que continúa registrando la mayor aportación, seguida de Agricultura (16.3%), Industria Manufacturera (15.1%) y Comunicaciones (10.9%). De acuerdo al desempeño de las actividades económicas, Intermediación Financiera continúa siendo la de mayor dinamismo, en particular por el aumento en los ingresos por intereses netos derivados de los préstamos al consumo y a las actividades agropecuaria, de comercio y propiedad raíz, complementado por los esfuerzos del Gobierno en apoyo a los sectores productivos, destacando el Fideicomiso para la Reactivación del Sector Agroalimentario de Honduras (FIRSA) (BCH, 2017_2018).

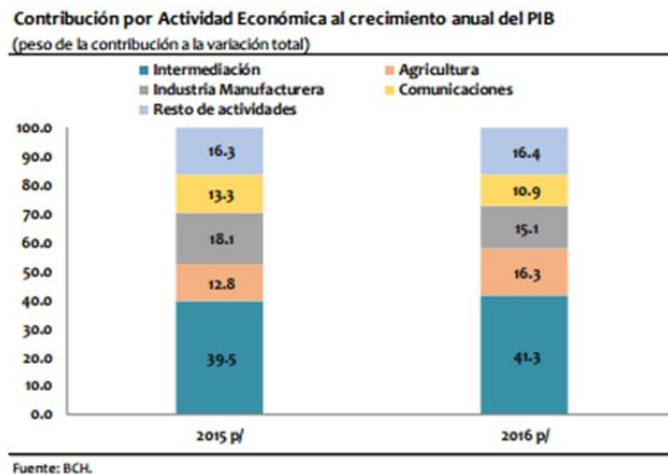


Figura 1: Valor agregado Bruto por Actividad Económica

Fuente: (Programa Monetario 2017-2018, BCH).

La información anterior que presenta el Programa Monetario 2017-2018, nos muestra la contribución del sistema financiero a la economía nacional, la importancia de esta para apoyar a las inversiones mediante la intermediación financiera, lo que contribuye al crecimiento de las instituciones y por ende de la economía en general.

Además de conocer la situación económica en su contexto a nivel nacional también es importante tomar en cuenta la inflación por ser una de las variables que puede influir en la valoración de las empresas, por lo tanto, debe ser considerada para conocer el valor real de estas.

Según nota explicativa del BCH:

La inflación subyacente se utiliza para medir presiones de demanda agregada que pueden ser modificadas por la acción de la política monetaria, es una medida parcial derivada de la inflación calculada a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Los incrementos prolongados y fuertes del indicador se asocian normalmente a la presencia de factores inflacionarios, relacionados con el incremento de la demanda interna total por sobre la capacidad de la economía para atenderla. A lo largo de 2016 se registraron bajas presiones inflacionarias asociadas a la evolución de los precios internacionales de las materias primas y combustibles, así como por el manejo efectivo de política monetaria. Por su parte, las expectativas de los agentes económicos fueron inferiores a lo previsto por la Autoridad Monetaria.

Según informe del BCH:

A diciembre de 2016, la variación mensual del Índice de Precios al Consumidor fue de 0.27%. La inflación medida a través del IPC se mantuvo en niveles históricamente bajos durante 2016 y fue menor al límite inferior del rango previsto en el PM 2016-2017 ($4.5\% \pm 1.0$ pp). Al cierre de 2016 se registró una variación interanual de 3.31%, superior al 2.36% de 2015, influenciado por el aumento moderado en los precios de las materias primas y combustibles.

Tabla 1: Índice de Precios al Consumidor

**Serie Mensual y Promedio Anual del Índice de Precios al Consumidor
Diciembre de 1999 = 100**

Meses	2008/07	2009/08	2010/09	2011/10	2012/11	2013/12	2014/13	2015/16	2016/15
Diciembre	10.83	2.95	6.48	5.6	5.39	4.92	5.82	2.36	3.31
Promedio anual	11.4	5.47	4.72	6.76	5.19	5.18	6.11	3.17	2.72

Fuente: Indicadores Económicos (BCH, IPC 2017)

“El Programa Monetario para el bienio 2016- 2017, establece un rango meta de inflación de 4.50% \pm 1.0 p.p. y una proyección de crecimiento económico entre 3.3% a 3.7% para ambos años” (Consejo Monetario Centroamericano, 2017).

Producto Interno Bruto

Tabla 2: PIB (Variaciones porcentuales interanuales a precios constantes)

Crecimiento del	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (Proyectado)
PIB (%)	4.1	2.8	3.1	3.6	3.6	3.7

Fuente: División de Cuentas Nacionales, Departamento de Estadísticas Macroeconómicas, BCH.

EL PIB es un indicador representativo que ayuda a medir el crecimiento o decrecimiento de la producción de bienes y servicios de las empresas de cada país, únicamente dentro de su territorio. Este indicador es un reflejo de la competitividad de las empresas.

El PIB es de vital importancia para la economía de un país ya que es una herramienta utilizada para determinar la política macroeconómica. El aporte de la intermediación financiera el los últimos años ha sido significativo siendo este uno de los rubros de mayor crecimiento por la reducción de las tasas de interés para el otorgamiento de créditos.

Perspectivas Macroeconómicas

La autoridad monetaria, mantiene su compromiso de monitorear continuamente la evolución de la economía nacional y el contexto internacional, adoptando de manera oportuna las medidas de política requeridas que contribuyan a la estabilidad macroeconómica del país.

Tabla 3: Principales resultados macroeconómicos de Honduras

PRINCIPALES RESULTADOS MACROECONÓMICOS 2017-2018			
Conceptos	Observado	Programa Monetario	
	2016	2017	2018
Inflación (variación porcentual interanual del IPC)	3.31	4.5 ± 1.0	4.5 ± 1.0
PIB real (variación porcentual interanual)	3.6	3.4 - 3.7	3.4 - 3.7
Exportaciones de Bienes (variación porcentual interanual)	-4.2	3.6	4.9
Importaciones de Bienes (variación porcentual interanual)	-4.8	6.9	4.3
Déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos (% del PIB)	3.8	4.8	4.9
Cobertura de Reservas Internacionales (meses de Importaciones de bienes y servicios)	4.7	>4.5	>4.5
Déficit de la Administración Central (% del PIB)	2.8	3.5	3.4
Déficit del Sector Público no Financiero (% del PIB)	1.1	1.5	1.2
Depósitos Totales en las Otras Sociedades de Depósito (OSD) (variación porcentual interanual)	13.5	12.4	11.5
Crédito de las OSD al Sector Privado (variación porcentual interanual)	10.8	11.9	10.9

Fuente: (BCH, 2017)

Conforme a las proyecciones de la economía mundial y nacional, especialmente la tendencia observada y prevista en los precios internacionales de las materias primas, la Autoridad Monetaria establece en su PM 2017-2018 un objetivo de inflación de 4.50% con una banda de tolerancia de ± 1.0 pp, reflejando su compromiso de mantener una tasa de inflación baja y estable. El crecimiento económico se estima entre 3.4% y 3.7% para ambos años, así como una acumulación de reservas internacionales permita alcanzar una cobertura de meses de importación superior a 4.5 meses, ayudando a preservar la posición externa del país. (BCH, 2017_2018)

Sistema Financiero Nacional

El Sistema Financiero Nacional (SFN) por ley lo constituyen bancos públicos y privados, asociaciones de ahorro y préstamo, sociedades financieras, y cualesquiera otras instituciones que se dediquen en forma habitual y sistemática a la intermediación de recursos. Al 31 de diciembre del 2016 el Sistema Financiero Nacional cuenta con quince (15) bancos comerciales, diez (10) sociedades financieras, dos (2) banco estatal, una (1) oficina de representación y un (1) banco de segundo piso. (CNBS, 2016).

Sector Monetario y Financiero

Durante el 2016, el BCH realizó importantes avances dentro del Plan de Modernización de la Política Monetaria, con el propósito de fortalecer el mecanismo de transmisión y canal de la TPM, evolucionando a un marco de política monetaria centrado en la estabilidad de precios. Las reducciones de la TPM aprobadas en los primeros meses del año condujeron a una disminución de las tasas de interés activas y pasivas en MN y ME del sistema financiero, lo que apoyó el incremento del crédito al sector privado, direccionado primordialmente a las actividades agropecuarias, comercio, servicios, industria manufacturera y al consumo. En tanto, el aumento de los depósitos estuvo influenciado por el ingreso disponible de los hogares y su preferencia de ahorrar en ME. Cabe destacar que, con el propósito de gestionar los niveles de liquidez en el sistema financiero, la Autoridad Monetaria en mayo de 2016 redujo la tasa de encaje total en MN de 18.0% a 17.0%, en octubre aprobó una recomposición de dicho requerimiento, estableciendo el encaje legal en 12.0% y las inversiones obligatorias en 5.0%; y en diciembre modificó la forma de cómputo de estas últimas, conforme a lo previsto en el PM 2016-2017. (BCH, 2017_2018)

Sociedades Financieras que forman parte del Sistema Financiero en Honduras

“Las sociedades financieras tienen como objetivo fundamental intervenir en el mercado de capitales y otorgar créditos para financiar la producción, la construcción, la adquisición y la venta de bienes a mediano y largo plazo” (Eumed, 2016).

En la actualidad existen 10 sociedades financieras en todo el país, que son parte de la competencia de COFINTER y se listan a continuación:

Financiera Popular Ceibëña

La Cooperativa de Ahorro y Crédito Ceibëña Limitada fue fundada el 9 de marzo de 1974 por iniciativa del Padre Donaldo McMillan y un grupo de mujeres congregadas a la Legi3n de María y el Sagrado Coraz3n de la Iglesia Cat3lica en la ciudad de La Ceiba. Posteriormente hace su traslado de oficinas a los bajos de Dimensi3n Radial, dicho local era rentado por la Casa Cural brindando allí sus servicios por 18 a1os consecutivos. El 19 de julio de 1992 se inaugura el edificio propio en la ciudad de La Ceiba, con una n3mina de 25 empleados. En este mismo lugar funciona la oficina principal en la actualidad. (IPM, 2015)

Compañía Financiera, S.A. (COFISA)

Cofisa es una institución especializada en el otorgamiento de préstamos de arrendamiento de vehículos e hipotecarios, se compromete a satisfacer los requerimientos del cliente, legales y reglamentarios, ofreciendo un servicio ágil, con personal competente orientado al cliente, logrando sostenibilidad con la mejora continua de su sistema de gestión de calidad. Desde su fundación en julio de 1983, Compañía Financiera S.A., ha estado fielmente comprometida con sus clientes. Desde un inicio, su filosofía de servicio ha sido atender con rapidez y eficiencia; Ya que sabe lo importante que es el cliente; Dentro de los servicios que esta sociedad ofrece se encuentran los certificados a plazo fijo, cuenta de ahorro, departamento inmobiliario, préstamos por vehículo. (IPM, 2015)

Arrendamientos y Créditos Atlántida, S.A. (ACRESA)

El nombre de Arrendamientos y Créditos Atlántida S.A., se sustenta en la filosofía de coexistencia y complementariedad de dos técnicas financieras importantes como lo son el arrendamiento (Leasing) y el crédito, que utilizadas en forma conjunta y adecuada garantizan el crecimiento y progreso económico de las empresas. Durante su trayectoria de treinta y cinco años de experiencia, se ha convertido en una empresa altamente especializada y con amplio conocimiento en operaciones de Leasing o Arrendamiento Financiero, caracterizada por la excelencia y la seriedad en el manejo de negocios y por la atención y el servicio que brindan a los clientes, esta sociedad trabaja bajo la idea de que las necesidades del cliente son únicas y particulares. Esta sociedad es parte del Grupo Financiero Atlántida y está bajo la supervisión y vigilancia de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros, lo que le permite captar recursos financieros del público, que son invertidos en bienes tales como maquinaria, equipo y vehículos para ser cedidos en Leasing Financiero, previo estudio de la idoneidad y capacidad financiera de nuestros clientes actuales y futuros. (IPM, 2015)

Odef Financiera, S.A.

El principal objetivo que tiene esta sociedad es consolidar la organización para convertirla en una entidad especializada en servicios financieros de calidad para la micro y pequeña empresa, logrando niveles aceptables de rentabilidad y cobertura importante sobre la demanda potencial, mejorando la concentración de clientes en las zonas de influencia. ODEF nace en el año 1985 como una Organización Privada de Desarrollo donde se realizaban actividades de desarrollo social en el área rural, como en agricultura sostenible, ambiente y capacitación, todas dirigidas a mujeres. A raíz de la ley reguladora de Organizaciones Privadas de Desarrollo Financiero, ODEF decide crear su brazo financiero denominada Organización de Desarrollo Empresarial Femenino Organización Privada de Desarrollo Financiero, ODEF- OPDF, logrando este status en enero de 2005, la mayor accionista de la ODEF-Financiera es la ODEF Social. (IPM, 2015)

Credi Q, S.A.

La financiera Credi Q, se constituyó el 3 de mayo del 1991, como una sociedad anónima de capital variable. Mediante resolución No. 158-5/99 del 21 de mayo de 1999, el Directorio del Banco Central de Honduras, autorizó a la sociedad de Fondos Múltiples S.A (Multifondos), para que operara como sociedad financiera, adjunta a la Ley de Instituciones del Sistema Financiero. Mediante resolución No.377-10/2003 del 29 de octubre del 2003, el Directorio del Banco Central de Honduras autorizó a Fondos Múltiples S.A (Multifondos) a cambiar su denominación social a Financiera Credi Q, pudiendo utilizar el nombre comercial de Credi Q. La finalidad principal es realizar toda clase de operaciones de inversión, el financiamiento de vehículos del Grupo Q y Otras Marcas reconocidas en el país. Actualmente es una empresa regulada que opera al amparo de la ley de Instituciones del Sistema Financiero. Credi Q hoy en día es el mayor financiador de las prestigiosas marcas de Grupo Q. y es líder en el financiamiento de vehículos en los países donde opera: El Salvador, Costa Rica y Honduras. Credi Q basa su servicio en tres pilares: la ASESORIA financiera en buscar la mejor solución de acuerdo a sus necesidades y condiciones de pago, con FLEXIBILIDAD en establecer planes de financiamiento a la medida de sus posibilidades, a través de AGILIDAD en la resolución. (IPM, 2015)

Finca, S.A.

Esta sociedad financiera contribuye a mejorar el nivel de vida de las personas de escasos recursos, usualmente mujeres, involucradas en actividades productivas en las zonas urbanas y rurales del país a través de servicios financieros, asistencia técnica, capacitación y el fomento del ahorro, procurando el desarrollo de los clientes, el bienestar de nuestros empleados y el fortalecimiento de la organización. En 1989, la Fundación para la Asistencia Comunitaria Internacional o FINCA (por sus siglas en inglés: Foundation for International Community Assistance) abrió puertas al mercado hondureño sirviendo primero como Organización No Gubernamental. Honduras se convirtió en el segundo país con presencia de FINCA en Latino América en ejecutar las buenas prácticas de la Banca Comunal Tradicional o “Village Banking” llegando a miles de personas con grave necesidad de tener capital para sus negocios y salir adelante. En el año 2007, FINCA Honduras se convierte en una Institución Financiera sirviendo a una amplia cartera de clientes préstamos individuales y grupales. Actualmente FH tiene licencia regulada por la Comisión Nacional de Banca y Seguros para aceptar depósitos, y funciona en áreas rurales y urbanas a través de diecinueve sucursales en todo el país. (IPM, 2015)

Financiera Solidaria, S.A. (FINSOL)

Finsol S.A., Es una institución que nace con el propósito de apoyar el desarrollo del sector de la microempresa en el país, dada la falta de acceso a recursos y principalmente la falta de acceso al crédito a través del sistema financiero formal que era el principal factor limitante para el crecimiento de la microempresa. Cuando hablamos de la historia de Finsol S.A. debemos resaltar la labor de su promotor FUNADEH (Fundación Nacional para el Desarrollo de Honduras) fundada el 15 de febrero de 1983, orientada a contribuir con el crecimiento de los empresarios a través del financiamiento y capacitación para fortalecer sus habilidades de emprendedores. El crecimiento fue tan evidente que surge la necesidad de crear una entidad financiera regulada, que tuviera la facultad de captar recursos del público para financiar sus operaciones, garantizando la sostenibilidad de los programas. (IPM, 2015)

Financiera Codimersa, S.A.

Financiera Codimersa S.A. inició operaciones el 15 de mayo 1995 cuya oficina principal se encuentra ubicada en Santa Rosa de Copán, departamento de Copán, contando con una sucursal en Corquín Copán y otra en Quimistán Santa Barbará, siendo sus principales actividades la colocación de recursos financieros en operaciones de crédito y la captación de depósitos a plazo en operaciones de ahorro. El capital inicial fue de L. 10,000,000.00 el cual se ha venido incrementando producto de las aportaciones en efectivo de sus accionistas y la capitalización de utilidades, alcanzando a la fecha el monto de L. 64,998,000.00 millones y con un capital autorizado de L. 70,000,000.00. Financiera CODIMERSA ha mantenido a través del tiempo una estructura acorde a la demanda de servicios que ofrece, manteniendo personal calificado en cada una de sus áreas. Entre los principales productos y servicios que se ofrecen al público están: préstamos en moneda nacional y extranjera, Recepción de Certificados depósitos a plazo. (IPM, 2015)

Estas financieras son parte de la competencia de COFINTER, ya que también son fuertes competidores todo lo que es el sistema bancario entre otros.

Entrevista con el Gerente General de la Financiera COFINTER

Nos expresó que actualmente COFINTER se ubica en la posición No. 2 entre todas financieras que operan en país, esto se debe a las estrategias de mercado utilizadas como ser:

- Ofrecer créditos con tasa más baja que la competencia.

- Maximización en la rentabilidad de las inversiones mediante tasas atractivas para los certificados de depósito.
- Suscripción de convenios con diferentes instituciones públicas y privadas del país.
- Calidad y rapidez en el servicio.

Con el propósito de captar más clientes en el mercado y cumplir con las metas y objetivos propuestos en busca de maximizar el valor de la financiera.

La actividad principal de esta es la financiación de préstamos por lo que realizan constantemente gestiones interinstitucionales para obtener convenios con otras entidades y continuar con el aumento de la Cartera de Créditos, siendo este el producto más rentable que poseen.

Tabla 4: Instituciones que poseen convenio con COFINTER

No.	Nombre Institución	No.	Nombre Institución
1	Inprema	12	Secretaría de Agricultura y Ganadería
2	Injupemp	13	Fondo Social de la Vivienda
3	Ministerio Público	14	Secretaría de Salud Pública
4	Hondutel	15	Dirección de la Marina Mercante
5	Veteranos de Guerra	16	Universidad Metropolitana
6	Dirección de Migración	17	Secretaría de Economía y Desarrollo
7	Instituto de la Propiedad	18	Ministerio de Gobernación y Justicia
8	Televisión	19	Registro Nacional de las Personas
9	Argos	20	Dirección de Cultura, Arte y Deporte
10	Laboratorios Médicoa	21	Secretaría de Trabajo
11	Hospital Infantil Privado	22	Secretaría de Finanzas

Fuente: Elaboración propia.

Datos: Página Web COFINTER 2017.

Mediante estos convenios la empresa capta más clientes y minimiza el riesgo de crédito, ya que las deducciones las hacen por medio de planillas de sueldos. Además de contar con estos

también forman de la cartera de clientes los empleados y Jubilados de IPM, así como personas particulares que cubren los requisitos para optar a un crédito en la financiera.

Riesgo del Sistema Financiero

El riesgo es inherente a cualquier actividad que desarrolle una empresa, pero el impacto que ocasiona la quiebra de una sociedad financiera en la situación económica de un país es mayor a la que podría ocasionar una empresa que no pertenece al sector. Es por esta razón que las sociedades son reguladas estrictamente por varios entes del estado, por lo que se les exige cumplir con varios requerimientos por parte de la CNBS y el BCH como ser: El encaje legal, cumplimiento de varios índices financieros específicamente para este sector, con la finalidad de prevenir riesgos.

A continuación, se detalla algunos de los principales riesgos que afectan a las operaciones financieras:

Riesgos económicos:

- Riesgo de crédito:

Se define como la posibilidad de pérdida que los clientes incumplan los compromisos contraídos con las financieras.

- Riesgo país:

Es el que existe por el deterioro de la calidad crediticia por inestabilidades económicas que se suscitan en el país que requiere del financiamiento. Y dentro de este existe el riesgo soberano y el de transferencia.

Riesgos financieros:

- **Riesgo de liquidez:**

Esto ocurre cuando los activos líquidos a corto plazo son insuficientes para hacer frente a las obligaciones contraídas.

- **Riesgo de solvencia:**

Es el riesgo de insolvencia que ocurre cuando existen pérdidas contables y van reduciendo los recursos propios.

- **Riesgo de tipo de interés:**

Es el precio del dinero cuando se acude a una institución para disponer de financiamiento.

- **Riesgo tipo de cambio:**

Es el que ocurre por el tipo de cambio de las monedas en las relaciones de intercambio entre países.

Riesgos operativos:

Son los que se derivan por el funcionamiento y las operaciones que se realizan a diario.

Perspectivas 2017

Para 2017 se prevé que la economía nacional continúe con un ritmo de crecimiento similar a los años anteriores, estimándose una expansión de la actividad económica entre 3.3% y 3.7%, impulsada principalmente por el incremento en el consumo y la inversión privada, así como por la mejoría en las exportaciones de bienes; sumado a un mejor desempeño de las actividades de intermediación financiera; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; industrias manufactureras y comunicaciones. (BCH, 2016)

2.2 TEORÍA DEL SUSTENTO

Para la realización de valoración económica de COFINTER, se consultaron varias fuentes informativas, como ser: libros de valoración, tesis de varios países, artículos de revistas de internet, entre otros para poder ampliar el conocimiento de los diferentes métodos de valoración y las diferentes teorías en relación a la aplicación de uno de estos métodos según el tipo de empresa y las razones para realizarla.

2.2.1 ANÁLISIS DE LAS METODOLOGÍAS

Las empresas de manera tradicional realizan sus análisis con razones financieras para medir la gestión de los administradores basadas en la utilidad contable, pero ellas no incluyen el costo de oportunidad de los propietarios y/o accionistas por el capital que han invertido, lo razonable es estudiar entre los diferentes métodos de valoración de empresas más adecuado para conocer el valor intrínseco de la empresa de acuerdo al rubro en el que se desempeñe.

La valoración de empresas según, (García Serna, 2003) afirma:

No solamente es útil en la realización de transacciones de compra-venta tales como capitalizaciones, escisiones, fusiones y adquisiciones, entre otras, sino que también es útil para

determinar si las decisiones que se han tomado como consecuencia de la estrategia están produciendo un incremento real del valor del patrimonio de los propietarios.

Valor es un concepto más abstracto que precio, puesto que presenta connotaciones ideales, mientras que precio es algo más tangible, y es simplemente una referencia para adquirir algo a cambio de un pago en dinero o en especie. También hay en este modelo general una diferenciación entre Valor y Precio, aunque los dos conceptos se comprendan de forma amplia. “Valor” está conformado por las condiciones de acuerdo potencial desde la perspectiva de las partes en conflicto, los cuales no conducirán a un provecho alcanzable. “Precio” en este contexto general, es efectivamente la condición del acuerdo que realmente resuelve el conflicto de la comprensión de las partes. (Riedler, 2007)

El objetivo de la valuación de empresas puede referirse a la determinación del valor como parámetro base en una negociación, ya sea de fusión, escisión, compra, etc., de una empresa. No obstante, cualquiera que sea el motivo de la valuación, en definitiva, lo que se busca estimar es la capacidad de la dirección para incrementar la riqueza de la empresa, por lo que, en este contexto, es muy difícil establecer el valor ideal de la misma y más complejo aún es escoger el método adecuado para estimar dicho valor. (Batres, 2013)

En teoría existen numerosos métodos de valoración de empresas, sin embargo, suelen agruparse principalmente en tres tipos: métodos basados en el análisis de los estados financieros, métodos basados en la cotización bursátil y métodos basados en la actualización de los flujos o rendimientos futuros esperados. En la práctica, el método basado en la actualización de los rendimientos futuros esperados es el más utilizado para la valoración de empresas por su capacidad analítica y rigor, si bien su aplicación no está exenta de dificultades. Sus principales ventajas son posibilitar el examen de los factores que crean o destruyen valor para la empresa, y reconocer de forma explícita el diferente valor temporal del flujo de caja de la empresa. (Liceras)

La Valoración de la financiera “COFINTER”, se estimará por medio método del flujo de caja descontado, por considerar que es el método más apropiado de aplicar según las diferentes teorías estudiadas, ya que este se basa en las proyecciones a futuro lo que permite conocer el valor de la generación de flujos en el tiempo. Se realizará análisis de los estados financieros aplicando las razones financieras para conocer la situación actual y el comportamiento de los últimos dos años de esta, así como un análisis FODA para conocer las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenaza, como es el entorno de la financiera y sus principales competidores.

2.2.2 ANTECEDENTES DE METODOLOGÍAS

Desde la perspectiva histórica, cabe afirmar, al menos en la historia moderna, que uno de los pioneros en los temas de valoración de empresas mediante los flujos de caja, fue John Burr Williams (1899 - 1989), quien fue uno de los primeros economistas en considerar los precios de las acciones determinadas por “valores intrínsecos” y en este papel fue el fundador y quien desarrolló el análisis fundamental. Se le conoce en especial por su texto escrito en 1938 “Thor of Investment”, basado en su tesis doctoral, la cual fue de las primeras en articular la teoría de los flujos de caja descontados para la valoración y en particular la valoración con base en los dividendos. (Santibáñez, 1997)

El Método de Descuento Flujos de Caja

Irving Fisher (1867-1947), el primer gran economista estadounidense y autor de *La Teoría del Interés* (1930), definía magistralmente la relación entre el valor de los activos (a los que denominaba bienes de capital) y las rentas que éstos producen: «Parece que la renta tiene que derivarse del capital y, en cierto sentido, es así. La renta se deriva de los bienes de capital. Pero el valor de la renta no deriva del valor de los bienes de capital. Al contrario, el valor del capital deriva del valor de la renta. (...) Hasta que no sepamos cuánta renta derivará de un bien de capital no podremos hacer una valoración de éste. Es verdad que la cosecha de trigo deriva de la tierra que lo produce, pero el valor de la cosecha no depende del valor de la tierra. Por el contrario, el valor de la tierra depende del valor esperado de sus cosechas.» Esta idea de Fisher es la que se aplica diariamente para calcular el valor de los activos que se intercambian en los mercados de renta fija. (Fernández, 2001)

Razones para valorar las Empresas

Según informe de Valoración de empresas de la Universidad Nacional del Callao: La valoración está dirigida a los gestores de la empresa y no para determinar su valor para una posterior venta. Los objetivos de estas valoraciones pueden ser los siguientes:

- Conocer la situación del patrimonio

- Verificar la gestión llevada a cabo por los directivos
- Establecer las políticas de dividendos
- Estudiar la capacidad de deuda Reestructuración de capital Herencia, sucesión, etc.

Las razones están motivadas por la necesidad de comprobar y demostrar el valor de la empresa ante terceros. Normalmente se tiene la finalidad de vender la empresa o parte de ella, realizar operaciones de MBO 3 (“Management Buy Out”) y LBO 4 (“Leveraged Buy Out”), solicitar deuda o para fusiones y adquisiciones. (UNAC, 2011)

En el caso de COFINTER las razones para valorar esta no son para venta, fusión o adquisición, se hace a requerimiento del consejo administrativo con la finalidad de conocer la situación financiera de la empresa y el valor económico de esta, orientada a la toma de decisiones estratégicas.

2.2.3 ANÁLISIS CRÍTICOS DE LAS METODOLOGÍAS A EMPLEAR

Existen muchos enfoques y métodos para valorar empresas de acuerdo a los diferentes autores; según (Lucas, 2007): “La literatura existente ha relacionado siempre el valor de la empresa con cuatro temas fundamentales: los objetivos de la empresa, la estructura financiera, la política de dividendos y, más recientemente, el tamaño”

En la década de los 60’s la Economía Financiera comenzó a asumir un enfoque normativo y analítico y Solomon proporcionó una trilogía de cuestiones básicas en la administración financiera de la empresa: dimensión empresarial, selección de inversiones (Capital Budgetting) y obtención de financiación adecuada y al menor coste para éstas. Estas tres cuestiones están estrechamente relacionadas con la problemática de la valoración de empresas. (Batres, 2013)

La valoración es un proceso subjetivo, en la medida que se deben emitir opiniones y juicios de valor ya sean que estén suficiente o insuficientemente fundamentados, por lo que es común que se puedan determinar múltiples valores para una misma empresa.

De acuerdo con López y De Luna (2001, pp. 3): “Una valoración correcta es aquella que está bien fundamentada técnicamente, y se basa en supuestos razonables o correctos, teniendo en cuenta la perspectiva subjetiva bajo la que se lleva a cabo la valoración”

“Estos autores también plantean que el componente subjetivo de cualquier valoración económica se articula a través de la respuesta adecuada a las siguientes preguntas: valorar para qué, valorar para quién y valorar en qué circunstancias” (Valverde Gallegos & Villacis Molina, 2014).

En contraste con las interrogantes del párrafo anterior la financiera “COFINTER” se valorará con la finalidad de estimar el valor intrínseco de esta tanto para sus propietarios como sus accionistas, para evaluar la calidad de gestión realizada por los administradores en relación al plan de trabajo anual y los objetivos propuestos.

2.2.3.1 PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN

1. **Métodos Contables:** Es el método específico de la contabilidad y consiste en una serie de premisas que permiten someter a observación la realidad económica.

Ventajas:

- Son fáciles de estimar y usar.
- Algunas personas tienen inclinación a valores contables porque se pueden justificar con documentos.
- Realizan una valoración estática de la empresa.

Desventajas:

- No consideran el futuro esperado
- No consideran el valor del dinero en el tiempo, los flujos que se generarán a futuro, el riesgo y la tasa de costo de capital como el costo de oportunidad.

2. **Basados en la plusvalía:** Son métodos híbridos que tratan de combinar valores contables (o de costo de reposición) con una determinada plusvalía, la cual se calcula de diferentes formas.

Ventajas:

- Se usa en forma indistinta, tasas de interés con y sin riesgo.
- Mezclan lo estático con lo dinámico.

Desventajas:

- Se trata más bien de intentos para justificar un precio que se quiera hacer prevalecer en una negociación.

3. **Basados en utilidades o dividendos:** Son métodos dinámicos debido a que prescindien del valor sustancial y se fijan solo en el valor de los beneficios o utilidades, y de los dividendos.

Ventajas:

- Es más útil para empresas grandes que pagan dividendos

Desventajas

- No se utiliza para Pymes.

4. **Descuento de Flujo de Fondos:** El método asemeja la valoración de la empresa a la de un activo financiero en el mercado de valores en que el precio de transacción de dicho activo, se fundamenta en los flujos de caja futuros que brindará al inversionista, descontado a la tasa de mercado relevante.

Ventajas:

- Son métodos de valoración sofisticados, que toman en consideración variables clave de los negocios tales como los flujos de caja, el crecimiento y el riesgo.
- Estima el valor intrínseco que no es afectado por las variaciones relativas del mercado consiguiendo en principio estimaciones más precisas a largo plazo..
- Con hipótesis precisas un DCF resultaría en mejores estimaciones que cualquier valoración relativa. Incluso (especialmente) en el caso de empresas de reciente creación y de elevado crecimiento e incertidumbre, esta característica supone un punto a favor de esta metodología.
- Basado en flujos de caja y en el valor actual de mercado, el DCF puede ser utilizado para calcular la tasa de descuento implicada en un negocio.
- El DCF proporciona herramientas para mitigar el efecto, también presente en otros métodos de valoración, de la sensibilidad a las suposiciones de crecimiento

a largo plazo, permitiendo el uso de suposiciones de crecimiento de valor añadido a largo plazo iguales a cero.

- Utilizando la metodología del DCF, es posible llevar a cabo análisis de escenarios que permitan estudiar el impacto en el valor de la empresa de factores no sistemáticos y específicos de la compañía. Esto es sin duda una de las herramientas de análisis más poderosas.

Desventajas:

- Se deben realizar demasiados supuestos con el fin de obtener una valoración precisa.
- La cronología de los flujos de caja y la tasa de descuento están sujetas a repentinos cambios que hacen que pequeños errores cometidos produzcan desviaciones importantes en el valor de la empresa.
- La formulación simplificada de este método puede expresarse como el sumatorio de los flujos de caja actualizados del periodo de previsión explícito más el valor residual también actualizado.
- Las magnitudes y la cronología de los flujos de caja, así como la tasa de descuento, están sujetos a repentinos cambios. Un pequeño error en las predicciones de los atributos de los flujos de caja y de la tasa de descuento tendría un efecto considerable en el valor resultante.

Según la extensa literatura que se ha escrito por diferentes autores e investigadores referentes a la valoración de empresas no existe un modelo exacto para fijar el valor intrínseco de una empresa todos tienen sus ventajas y desventajas, además

que en la realización de estos análisis de la misma forma influye el conocimiento técnico del que está valorando, las diferentes variables que se tomen en cuenta a la hora de realizar las proyecciones a futuro de los flujos de caja y el conocimiento general de la empresa.

2.2.4 MÉTODOS A APLICAR EN VALORACIÓN DE COFINTER

Formato de Valuación

En base a las características de cada método de valoración y el rubro de la empresa a valorar, para la financiera COFINTER, el método apropiado según las teorías e investigaciones existentes son de Flujo de Caja descontados, adicionando el valor residual, el valor de la empresa se obtendrá aplicando la fórmula siguiente:

Ecuación 1: Flujo de caja

$$VE = \frac{F1}{(1+K)} + \frac{F2}{(1+K)} + \frac{F3}{(1+K)} + \dots + \frac{Fn + VRn}{(1+K)^n}$$

Donde:

Donde:

F_n = Flujo de caja libre de la empresa

K = Tasa de Descuento

VR_n = Valor Residual al final del período de valoración

n = Período de valoración

Valor Residual: El valor residual se calcula con una nueva valoración en el último periodo de la proyección en el cual se asume que la compañía seguiría funcionando a perpetuidad, cuya fórmula se presenta a continuación:

Ecuación 2: Valor Residual

$$VR = \frac{FCLn * (1 + g)}{CPPC - g}$$

Donde:

FCLn = Último valor por flujo de caja proyectado

CPPC = Tasa de Costo Promedio Ponderado de Capital

g = Tasa de Crecimiento

(Allen, Myers, & Brealey, 2010).

El costo de capital: es el costo de capital de una inversión en toda la empresa. Generalmente, se calcula como un costo promedio ponderado de capital, es decir, la tasa de rendimiento promedio exigida por los inversionistas en la deuda y los títulos de capital propio de la empresa. Pero aquí debemos señalar una: el interés que paga una empresa por el endeudamiento se puede deducir de su ingreso gravable. Así, el costo de la deuda después de impuestos es $rD(1 - T_c)$, donde T_c es la tasa marginal corporativa de impuestos. Cuando las compañías descuentan un proyecto de riesgo promedio, no usan el costo de capital como lo hemos calculado, sino el costo de la deuda después de impuestos para calcular el costo promedio

ponderado del capital después de impuestos o WACC o Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC):

Ecuación 3: Costo Promedio Ponderado de Capital

$$\text{CPPC} = (E/V) \times RE + (D/V) \times RD \times (1 - TC)$$

Dónde:

E = Equity (Capital contable)

V = Valor de mercado

RE = Retorno esperado

D = Deuda

RD = Tasa de la Deuda

TC = Tasa de impuestos

Además de la aplicación del método de valoración se realizará análisis de los Estados financieros mediante la utilización de las diferentes razones financieras, como ser: Razones de liquidez, Razones de endeudamiento, Razones de rentabilidad y razones de cobertura. Estas nos permiten hacer comparaciones entre los diferentes períodos económicos de la institución para conocer cuál ha sido el comportamiento de esta en los últimos dos años y al mismo tiempo nos complementará el conocimiento para realizar la proyección de flujos en los siguientes cinco años.

El método de mayor aplicación por los expertos será el basado en el descuento de flujos de fondos, su acertado uso obedece al concepto de considerar la empresa como una organización generadora de fondos, en consecuencia, debe ser valorada como un activo financiero que posee un valor presente bajo determinadas condiciones. (Terra, 2008)

Si bien es cierto que el método de valoración de flujo de caja descontada presenta algunas desventajas y limitaciones como ser: las proyecciones en los flujos futuros, el cálculo de la tasa de descuento y el valor residual, se aplicará la metodología considerando todas las variables que puedan influir en la estimación correspondiente.

El método de valoración de Flujo de caja descontado estima el valor intrínseco de la empresa, pero se deben tomar en cuenta todas las variables del mercado, para obtener estimaciones más precisas en el largo plazo. Este método nos permite realizar análisis considerando varios escenarios, lo que nos proporciona confianza en los resultados obtenidos, y poder tomar las decisiones acertadas para incrementar la riqueza de la institución.

2.2.5 ANÁLISIS COMPETITIVO

El análisis competitivo es un proceso que consiste en relacionar a la empresa con su entorno. El análisis competitivo ayuda a identificar las fortalezas y debilidades de la empresa, así como las oportunidades y amenazas que le afectan dentro de su mercado objetivo. La competencia está integrada por las empresas que actúan en el mismo mercado y realizan la misma función dentro de un mismo grupo de clientes con independencia de la tecnología empleada para ello.

“Con respecto al análisis de la situación, de la cual partimos para la realización del proceso de planificación estratégica, y del que podremos determinar las oportunidades y amenazas, debilidades y fortalezas de la organización” (Muñiz, 2016).

Así mismo para dar a conocer el entorno de COFINTER se realizará un análisis de los principales competidores y de la matriz de análisis Foda como una herramienta auxiliar para conocer la situación de la empresa y su capacidad competitiva.

2.3 CONCEPTUALIZACIÓN

Banco Central de Honduras: Es el responsable de formular y dirigir la política monetaria del país.

Comisión Nacional de Bancos y Seguros: Es la encargada de velar por la estabilidad y solvencia del sistema financiero.

El sistema financiero: Es un conjunto de instituciones relacionadas directa e indirectamente entre sí, dedicadas al servicio de la intermediación financiera, consistente en la realización habitual y sistemática de operaciones de financiamiento a terceros con recursos captados del público en forma de depósitos, préstamos u otras obligaciones, independientemente de la forma jurídica, documentación o registro contable que adopten dichas operaciones (BCH, 2017)

Encaje legal: Es aquella fracción del total de los depósitos recibidos por las instituciones del sistema financiero, que es mantenida como reserva en caja y depósitos en el Banco Central, con el fin de poder responder a los retiros de dinero que realicen los depositantes o a cualquier contingencia imprevista.

Índice de Adecuación de Capital: Es el cociente que resulta de dividir el volumen de los recursos propios (capital primario más capital complementario) entre la suma de los activos ponderados por riesgo. (CNBS, 2004)

Índice de Precios al Consumidor (IPC): mide el costo de una canasta de bienes y servicios de consumo a precios de mercado, en relación con el costo de dicha canasta en un año base dado. (Samuelson & Nordhaus, 2010)

Índice Mensual de Actividad Económica: Este índice provee valiosa información para el seguimiento de los objetivos y metas establecidos para la política económica del país. Al ser un indicador dinámico, su objetivo no es medir en cada momento del tiempo la magnitud del total de la producción de un país, si no que únicamente el de obtener una estimación de su tendencia o trayectoria en un período determinado (BCH, 2017).

Inflación: Aumento sostenido y generalizado de los índices de precios.

Intermediarios Financieros: Se les llama a las instituciones que proveen servicios y productos financieros. Los intermediarios financieros más importantes son los bancos

comerciales, que toman depósitos de las familias y otros grupos, y los prestan a las empresas y a otros que necesitan tales fondos; los bancos también “crean” el producto especial conocido como dinero (Samuelson & Nordhaus, 2010).

IPM: Instituto de Previsión Militar; institución de seguridad social que da cobertura a los miembros pertenecientes a la Secretaria de Defensa, Secretaria de Seguridad y Cuerpo de Bomberos.

La matriz de análisis DAFO O FODA: es una conocida herramienta estratégica de análisis de la situación de la empresa. La matriz de análisis DAFO permite identificar tanto las oportunidades como las amenazas que presentan nuestro mercado, y las fortalezas y debilidades que muestra nuestra empresa. (Espinosa, 2013)

LBO: La empresa es adquirida por una gran cantidad de deuda (Leveraged = apalancamiento). (UNAC, 2011)

MBO: Son operaciones financieras que implican la transferencia de la propiedad o del control de una empresa a un grupo de personas y entidades, entre las que figuran con carácter relevante directivos, gestores o empleados de la misma. (Jiménez, 2017)

Método de flujo de caja descontados: Este método busca predecir en el presente una corriente de flujos monetarios de entrada y de salida durante la vida probable de la empresa o un

proyecto, que posteriormente se descuentan a la tasa de costo de capital de la empresa, reflejando así el valor del dinero en el tiempo y el grado de riesgo de los flujos. (Parra, 2013)

Producto Interno Bruto: Es el valor total de la producción corriente de bienes y servicios finales dentro del territorio nacional, dentro de un periodo dado, normalmente un trimestre o un año. (Larraín B. & Sachs, 2002)

Programa Monetario: Es un instrumento utilizado por el BCH, con el objetivo de orientar y divulgar las estrategias y medidas de política que se pretende implementar en un horizonte de corto y mediano plazo, con el propósito de cumplir con los objetivos establecidos en su propia Ley. (BCH, Banco Central de Honduras, 2017)

Rentabilidad: Estimar la rentabilidad de una inversión supone conocer si ganaremos dinero en ella, es decir si el flujo de caja obtenido compensa todos los egresos hechos sea por inversión o costos; si esto se da, podemos decir que una inversión es rentable (León, 2007)

Sistema Financiero: Es un conjunto de instituciones relacionadas directa e indirectamente entre sí, dedicadas al servicio de la intermediación financiera, consistente en la realización habitual y sistemática de operaciones de financiamiento a terceros con recursos captados del público en forma de depósitos, préstamos u otras obligaciones, independientemente de la forma jurídica, documentación o registro contable que adopten dichas operaciones. (BCH, Banco Central de Honduras, 2017)

Tasa de Descuento: Tasa utilizada para calcular el valor actual de los flujos de caja futuros.

Tasa de inflación: Tasa porcentual a la que crece el nivel de precios en una economía durante un período específico.

Tasa Interna de Retorno (TIR): Tasa de rendimiento sobre una inversión de activos.

Tasa libre de riesgo: La tasa de cero riesgos, o tasa libre de riesgo, es un concepto teórico que asume que en la economía existe una alternativa de inversión que no tiene riesgo para el inversionista. Este ofrece un rendimiento seguro en una unidad monetaria y en un plazo determinado, donde no existe riesgo crediticio ni riesgo de reinversión ya que, vencido el período, se dispondrá del efectivo.

Valoración de Empresas: Es el proceso mediante el que se busca cuantificar los elementos que constituyen su patrimonio, su actividad, su potencial o cualquier otra característica relevante y es una actividad típica de los economistas (UNIZAR, 2016).

Valor Actual Neto (VAN): Es el valor presente (a hoy) de los flujos de efectivo de un proyecto descontados a una tasa de interés dada.

Valor de Mercado Agregado (MVA): Es la diferencia que resulta entre el valor de mercado de una empresa menos la suma de todos los reclamos de capital sobre la misma.

Valor Intrínseco: Valor real de una empresa o de un activo basado en una percepción subyacente de su verdadero valor que incluye todos los aspectos del negocio, tanto en términos de factores tangibles e intangibles (Enciclopedia Financiera, 2017).

Valor Residual: Es el valor atribuido al negocio a partir del último período específicamente proyectado. Se podría definir como una renta perpetua. En la práctica se suele calcular mediante la actualización de los flujos esperados a partir del final del horizonte temporal utilizado en las previsiones, con lo que se estaría considerando una renta infinita.

WACC: Weight Average Cost of Capital o costo promedio ponderado de capital (CPPC) tasa utilizada para descontar los flujos de caja libre.

2.4 MARCO LEGAL

La corporación Financiera COFINTER como toda institución financiera esta siendo regulada y supervisada bajo las leyes y reglamentos que los entes reguladores emitan para el buen funcionamiento de las operaciones financieras que se mencionan a continuación:

a) Constitución de la República de Honduras

ARTÍCULO 245.- El Presidente de la República tiene la administración general del Estado; son sus atribuciones: 1.-..... 2.-..... 3.-..... 4.-..... 5.-..... 6.-..... 7.-..... 8.-

.....; 31.- Ejercer vigilancia y control de las Instituciones Bancarias, Aseguradoras y financiera por medio de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros, cuya integración y funcionamiento se regirá en virtud de una ley especial y nombrar los presidentes y vicepresidentes de los Bancos del Estado, conforme a la Ley;

b) Ley de instituciones del sistema financiero

ARTICULO 1. La presente ley tiene como objetivo regular la organización, constitución, funcionamiento, fusión, transformación y liquidación de las instituciones del sistema financiero. Declárase la intermediación financiera como una actividad de interés público.

ARTÍCULO 2. Las personas jurídicas, nacionales o extranjeras, domiciliadas en Honduras, que se dediquen en forma habitual y sistemática a la intermediación financiera y que, por lo tanto, realicen operaciones de préstamo o inversión con recursos obtenidos del público en forma de depósitos, bonos, títulos, préstamos y otras obligaciones, serán consideradas como instituciones del Sistema Financiero.

Lo no previsto en las leyes, reglamentos y resoluciones mencionadas quedará sujeto a lo prescrito por el Código de Comercio y, en su defecto, por las demás leyes vigentes en la República (CNBS, 1995).

c) Banco Central de Honduras (BCH)

Es la entidad que tiene por objeto velar por el mantenimiento del valor interno y externo de la moneda nacional y propiciar el normal funcionamiento del sistema de pagos. Con tal fin,

formulará, desarrollará y ejecutará la política monetaria, crediticia y cambiaria del país, que sean más favorables para el desarrollo de la economía nacional. En los Artículos No. 2, 16 y 54 de la Ley del Banco Central de Honduras, se establece el compromiso que tiene esta institución con respecto a los sistema de pagos, aspecto que se recoge en su Misión Institucional, la cual señala que: “En el Banco Central de Honduras somos responsables de velar por el mantenimiento del valor interno y externo de la moneda nacional y el buen funcionamiento y estabilidad de los sistemas financiero y de pagos del país”. (BCH, 2017).

d) Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS)

Es una entidad desconcentrada de la Presidencia de la República, con independencia funcional, presupuestaria y facultades administrativas suficientes para asegurar y la habilidad técnica y financiera necesaria para el cumplimiento de sus objetivos. La Comisión supervisará las actividades financieras. Estos dos entes financieros regulatorios tienen en común la supervisión, regulación y el apoyo al sistema financiero nacional de Honduras. Es importante aclarar que las actividades de ambas entidades no son excluyentes sino más bien complementarias, pero cada una dentro del ámbito de acción y atribuciones que sus propias leyes orgánicas les confiere. (CNBS, 2017).

e) Ley de seguros de depósitos en instituciones del sistema financiero

ARTÍCULO 1. Créase el Seguro de Depósitos a que se refiere el Artículo 41 de la Ley de Instituciones del Sistema Financiero, contenida en el Decreto No. 170-95 de fecha 30 de octubre

de 1995; como un sistema de protección al ahorro, para garantizar la restitución de los depósitos en dinero efectuados por el público en los bancos privados, en las asociaciones de ahorro y préstamo y en las sociedades financieras debidamente autorizadas que hayan sido declaradas en liquidación forzosa, de conformidad con la Ley.

ARTÍCULO 3. Los bancos privados, las asociaciones de ahorro y préstamo, las sociedades financieras y las sucursales de los bancos privados extranjeros que estén debidamente autorizadas para captar recursos del público, realizarán obligatoriamente, aportes económicos con el objeto de contribuir a la constitución del Seguro de Depósitos.

CAPÍTULO III. METODOLOGÍA

En este capítulo se muestra el diseño de la investigación, tipo de enfoque, instrumentos, alcance y fuentes de información necesarias para la realización de este estudio estadístico aplicado a la valoración de COFINTER, mediante el método de flujo de caja descontados.

3.4 CONGRUENCIA METODOLÓGICA

Esta parte de la investigación busca la interrelación y la cohesión entre el planteamiento del problema que es lo primero que busca el investigador resolver y la metodología a utilizar que demuestra el cómo lo va a resolver.

3.4.1 LA MATRIZ METODOLÓGICA

La matriz metodológica permite exponer de forma general el proceso de la investigación para garantizar que cada una de las variables dependientes e independientes se correlacione entre sí, haciendo congruencia con el título, el problema de investigación, las preguntas, y objetivos de investigación. Esta ratifica la relación entre las partes del procedimiento y la metodología a usar.

Tabla 5: Matriz Metodológica

Titulo	Problema	Pregunta de investigación	Objetivo		Variable	
			General	Específico	Independiente	Dependiente
Valoración de la Corporación Financiera Internacional, S. A. "COFINTE R"	¿Cuál es el valor económico de la Corporación Financiera Internacional, S.A. (COFINTE R)?	¿Cuál es la situación económica y financiera de COFINTER durante los últimos períodos?	Determinar el valor económico de la Corporación Financiera COFINTER mediante el método de flujo de caja descontado, para la toma de decisiones estratégicas en busca del desarrollo y crecimiento de la empresa.	Conocer la situación económica y financiera de COFINTER durante los últimos períodos.	Situación económica últimos tres períodos	Valor actualizado de la Corporación Financiera Internacional, S.A.
		¿Cuál es la situación económica de COFINTER en la actualidad?		Realizar un análisis de los estados financieros para determinar la situación económica en la actualidad.		
		¿Cuál es la capacidad competitiva de la empresa en el sector financiero?		Conocer la capacidad competitiva de la empresa en el sector financiero.	Capacidad competitiva	

Fuente: Elaboración propia

3.4.2 CORRELACIÓN DE LAS VARIABLES DE ESTUDIO.

Para desarrollar este proyecto de investigación se requiere establecer el nivel de conectividad de las variables planteadas, y proporcionar de manera organizada la relación entre el título del proyecto, el problema, las preguntas de investigación, los objetivos tanto general como específicos, las variables independientes y por último la variable dependiente, de esta forma se entrelazan los elementos de manera lineal como lo explica el enfoque cuantitativo.

Para lo cual se ha hecho un análisis; focalizando las variables de la manera siguiente:

Variable dependiente

- Conocer el valor económico de la Financiera mediante análisis sintetizado de la situación de la financiera en años anteriores y proyección de flujos futuros descontados.

Variable independiente: Situación económica años anteriores

- Un análisis de los 3 periodos anteriores

Variable independiente: Situación económica actual

- Un análisis sintetizado de la situación actual de la corporación y su entorno.

Variable independiente: Capacidad competitiva

- Se busca obtener cual es la capacidad competitiva de la empresa en el sector financiero del país.

Se puede observar que, con las herramientas principales de este estudio, cada una de ellas forma parte primordial de la variable dependiente.

3.4.3 DEFINICIÓN OPERACIONAL DE LAS VARIABLES

En esta investigación analizaremos los Estados Financieros de COFINTER con la finalidad de conocer la situación económica en los últimos años, así como su valor actual y capacidad competitiva.

Variable: “Una variable es una propiedad que puede fluctuar y cuya variación es susceptible de medirse u observarse” (Sampieri, 2010).

En el siguiente diagrama se muestran las variables Independientes como la dependiente.

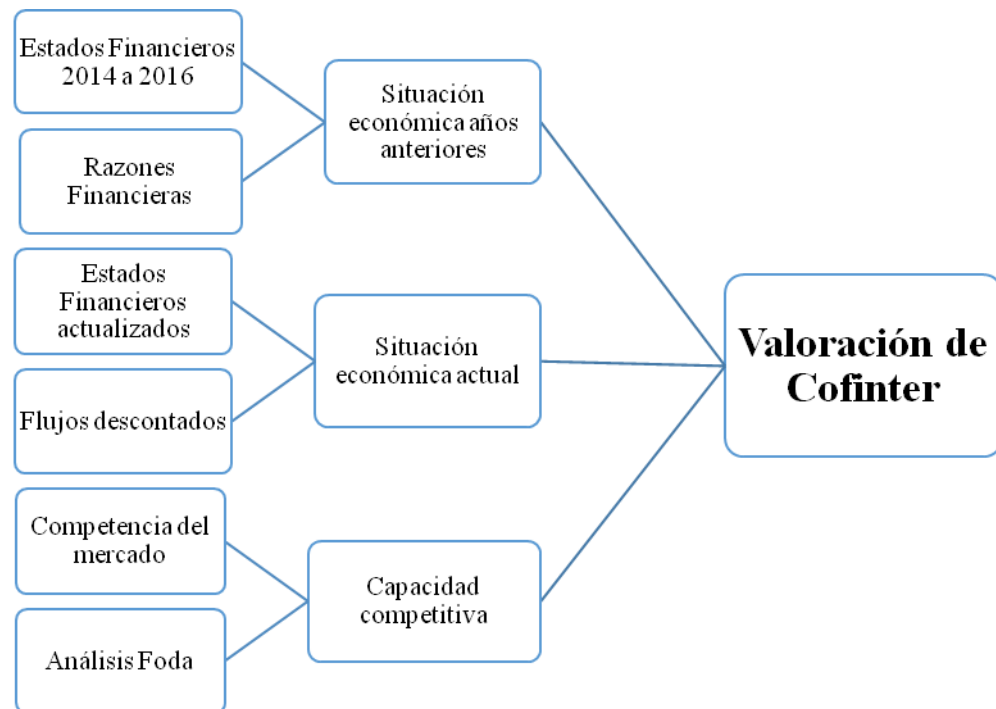


Figura 3. Definición Operacional de las Variables

Fuente: Elaboración propia

En esta investigación la variable dependiente identificada es la valoración de COFINTER, que nos conduce a conocer la situación económica y la capacidad competitiva de la empresa con la finalidad de poder tomar decisiones acertadas.

Las variables independientes identificadas y que afectan de manera directa la valoración de la financiera son:

- Situación económica de la empresa en períodos anteriores
- Situación económica de la empresa en la actualidad
- Capacidad competitiva

3.5 ENFOQUE Y MÉTODOS

Para poder establecer una apropiada Metodología de la Investigación y aplicarla al siguiente proyecto se ha establecido como principal enfoque el cuantitativo, con base en el análisis de datos de los estados financieros de COFINTER correspondientes a los años 2014, 2015 y 2016, este último será el esencial para efectuar la valoración de la empresa, aplicando el método de flujo de caja descontado.

El diseño a utilizar en esta investigación será el no experimental, ya que no manipularemos las variables, solamente las investigaremos a través de información obtenida de varias fuentes, como ser: estados financieros de los últimos períodos, estadísticas, antecedentes e historia de la empresa, etc. Mediante búsqueda en los sitios web, libros, revistas, realización de entrevista entre otros. Con lo que se pretende obtener información suficiente para poder desarrollar el análisis y valoración de la financiera COFINTER.

3.6 MATERIALES

Los materiales que se utilizaron fueron los siguientes:

- a) Estados financieros de la Financiera.
- b) Libros de texto del CRAI (UNITEC), libros en la web, material de revista.

- c) Página oficial de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros y del Banco Central de Honduras.

3.7 DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

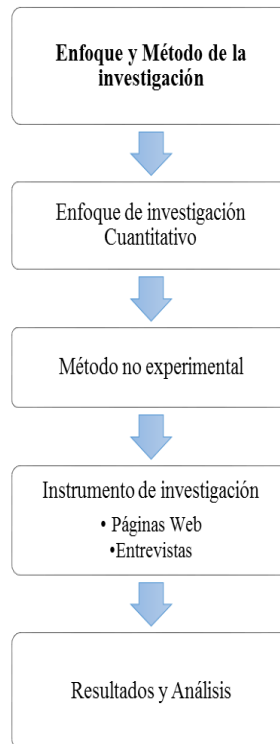


Figura 4: Diseño de la investigación

Fuente: Elaboración Propia

3.7.1 POBLACIÓN

Para este proyecto de investigación se centraliza en los datos obtenidos de las fuentes oficiales, COFINTER, CNBS y BCH, entre otros. En su contexto general comprende el sistema Financiero y particularmente las sociedades financieras de Honduras.

3.7.2 UNIDAD DE ANÁLISIS

Para analizar la investigación se evaluarán los datos obtenidos de sitios Web como ser la CNBS, BCH, entre otros, así como de la Empresa COFINTER, específicamente los Estados Financieros que nos servirán de base para la proyección de los flujos de caja para la valoración de la financiera, asimismo utilizaremos algunos antecedentes existentes de investigaciones previas. Se analizará la situación económica de años anteriores y la actual, en base a flujos descontados.

3.7.3 TÉCNICAS DE INSTRUMENTOS APLICADOS

3.7.3.1 INSTRUMENTOS

Para recopilar la información se utilizarán los siguientes instrumentos:

- Entrevista, dirigida al personal a nivel estratégico de COFINTER, con la finalidad de conocer la situación actual de la financiera y algunas medidas estratégicas aplicadas para contribuir a la generación de valor de la misma. Anexo No.1.
- Información obtenida de diferentes archivos, por medio de revisión de material en páginas Web y físicos, según datos incluidos en el marco teórico. Mismas que se utilizarán en el análisis para conocer la situación actual de financiera, así como su evolución histórica.

3.7.4 PROCEDIMIENTOS

La presente investigación se ejecutó de la manera siguiente:

- En primera instancia se solicita entrevista con el Gerente General de COFINTER, se explica el trabajo a desarrollar, cual es la finalidad de este. Para lo que se prepara una serie de preguntas que posteriormente se utilizarán para hacer el análisis de cada respuesta.
- Consecutivamente con la información recolectada y seleccionada en el marco teórico, para poder plasmarla se procede a aplicar los respectivos análisis con la finalidad de cumplir el objetivo propuesto en esta que es la valoración de la empresa COFINTER, según la metodología seleccionada.

3.8 FUENTES DE INFORMACIÓN

3.8.1 FUENTES PRIMARIAS

- Estados Financieros de COFINTER.
- Entrevista con el Gerente General de COFINTER.

3.8.2 FUENTES SECUNDARIAS

Se obtuvo información de diferentes fuentes secundarias como ser:

- Informes de las diferentes páginas web oficiales, como las de BCH, CNBS, libros, revistas y otros estudios y tesis realizadas sobre valoración de empresas.

3.8.3 LIMITANTES DEL ESTUDIO

Las limitantes encontradas es el acceso a obtención de la información actualizada, en los sitios oficiales del país, otra limitante es la obtención de entrevista con las autoridades de COFINTER.

CAPÍTULO IV. RESULTADOS Y ANÁLISIS

4.4 ANTECEDENTES DE LA EMPRESA

La Corporación Financiera Internacional, S.A., fue fundada el 21 de agosto de 1991 mediante escritura pública e inscrita en el Registro de la Propiedad Mercantil No. 39 tomo 255 en Tegucigalpa, M.D.C. el 17 de septiembre de 1991.

“Fue legalizada mediante Resolución No. 273-8/99 del 12 de agosto de 1999 del Directorio del Banco Central de Honduras, que autorizó a la Sociedad COFINTER, S.A. para operar como una sociedad financiera” (COFINTER, 2017).

La estructura accionaria está constituida de la siguiente manera:

Tabla 6: Estructura Accionaria

ACCIONISTAS	% PARTICIPACIÓN
IPM	92.19%
CEMENTOS ARGOS HONDURAS, S.A.	6.18%
FUSAMI	0.98%
IBSA	0.65%

Fuente: Elaboración propia, COFINTER 2017.

La finalidad de esta empresa es el otorgamiento de créditos, el descuento de documentos, correduría de títulos valores y acciones, mandatos e intermediación financiera y cualquier otra

actividad que le permitan sus estatutos y la ley. La sociedad financiera tiene su domicilio en la Ciudad de Tegucigalpa, M.D.C., Honduras, C.A. y cuenta con una sucursal en San Pedro Sula.

4.5 VISIÓN Y MISIÓN

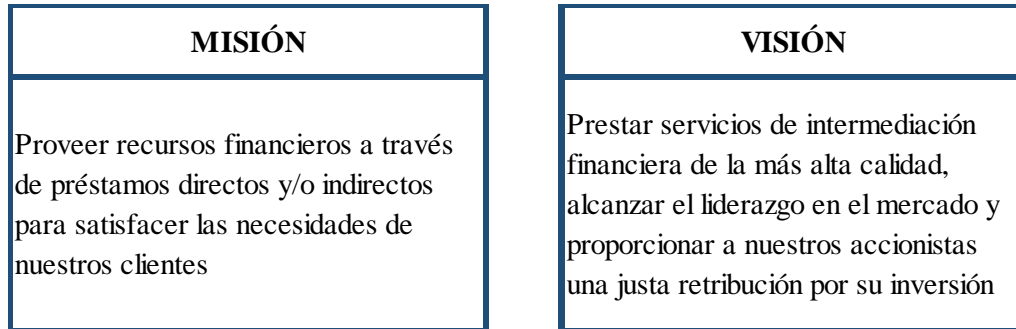


Figura 2: Visión y Misión

Fuente: (COFINTER, 2017)

4.6 ESTRUCTURA DE LA FINANCIERA

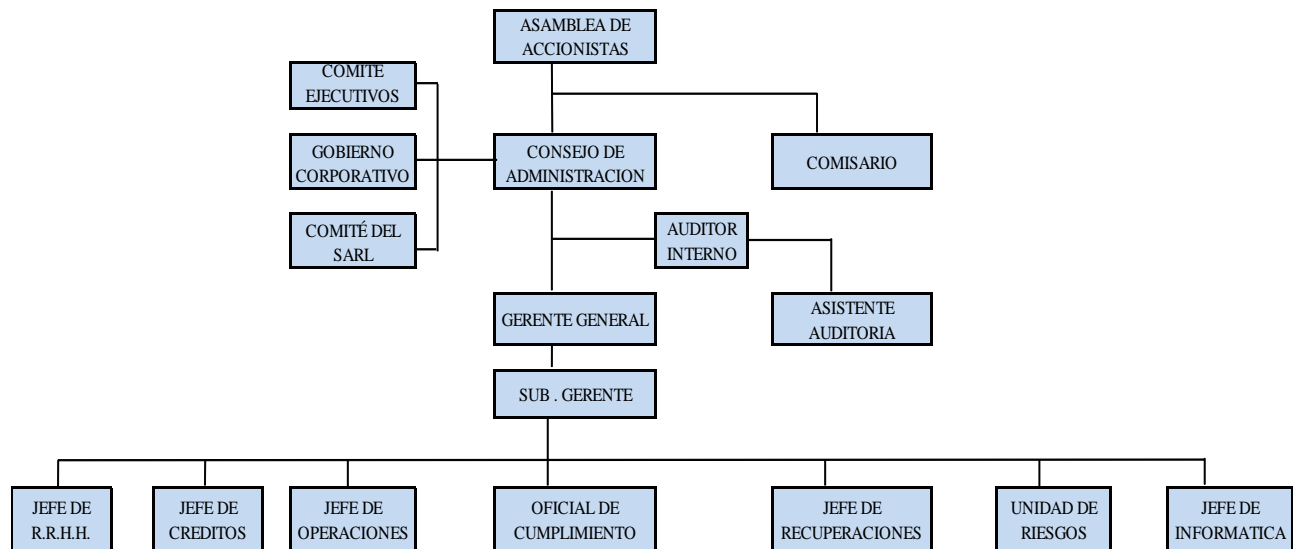


Figura 3: Estructura de la Empresa

Fuente: (COFINTER, 2017)

4.7 ANÁLISIS ECONÓMICOS FINANCIERO DE COFINTER

Este análisis tiene por objeto conocer la situación económica financiera de la empresa en general, se presentarán los períodos desde 2014 al 2016.

4.7.1 ESTRUCTURA ECONOMICA - FINANCIERA DE COFINTER

La siguiente figura nos muestra la composición de la estructura financiera de COFINTER, el porcentaje que representa el patrimonio neto y el exigible sobre el total de patrimonio neto, a diciembre de 2016, con el objetivo de establecer el peso correspondiente, procedente de los recursos propios y el de financiación.

Tabla 7: Estructura Económica - Financiera de COFINTER

Fuente	Valor en Miles	%
Capital propio	L. 177,174.30	39%
Depósitos a Plazo	255,188.51	56.44%
Préstamos	19,742.05	4.37%
Total	L. 452,104.85	100%

Fuente: Elaboración propia

Datos: COFINTER

Como podemos observar la estructura de capital está conformado por 39.19% de recursos propios y 60.81% de deuda, el mayor porcentaje lo constituyen los recursos por financiación ajena, esto debido al rubro de la institución que es la intermediación financiera, su actividad principal es otorgamiento de créditos y al mismo tiempo captar fondos del público para el financiamiento de estos.

“La estructura de capital óptima es aquella que produce un equilibrio entre el riesgo financiero de la empresa y el rendimiento de modo tal que se maximice el valor de la empresa” (Paz, 2010).

4.7.2 ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA “COFINTER”

Este nos muestra la situación financiera de la empresa, sus inversiones (Activos) y como los ha financiado (Pasivo).

Tabla 8: Estado de Situación Financiera

CORPORACION FINANCIERA INTERNACIONAL, S.A.
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
De 2014 a 2016
En Miles de Lempiras

CUENTAS	2014		2015		2016	
	Total	Variación %	Total	Variación %	Total	Variación %
ACTIVO	445,131.4		528,627.0		629,725.8	
Disponibilidades	12,616.7	36%	23,002.3	98%	37,487.9	65%
Caja						
Depósitos en el Banco Central	9,460.0	17%	12,340.2	30%	31,857.1	158%
Depósitos en Bancos Del Interior	3,156.7	173%	10,662.1	399%	5,630.8	-46%
Inversiones	49,906.0	-4%	57,316.1	15%	43,937.3	-22%
En Entidades Oficiales	49,905.0		56,525.0		13,080.0	
Acciones y Participaciones	1.0	0%	1.0	0%	1.0	0%
Otras Inversiones			790.1		30,856.3	
Préstamos, Descuentos y Negociaciones	361,278.8	21%	413,832.0	15%	517,573.9	25%
Vigentes	343,398.4	20%	398,979.6	16%	499,501.8	25%
Atrasados	15,757.6	50%	13,955.7	-11%	17,943.9	29%
Vencidos	552.6	7%	575.0	4%	64.2	-89%
Créditos Refinanciados	1,570.2	38%	321.7	-80%	63.9	-80%
Intereses por Cobrar	360.6	-49%	360.0	0%	513.7	43%
Activos Eventuales	435.2	84%		-100%		
Activos Fijos	4,423.2	24%	4,963.6	12%	6,872.3	38%
Cargos Diferidos	6,207.6	-8%	16,556.4	167%	11,995.0	-28%
Bienes en Arrendamiento Financiero						
Otros Activos	9,903.4	-25%	12,596.6	27%	11,345.6	-10%
TOTAL ACTIVO	445,131.4		528,627.0		629,725.8	
PASIVO	256,230.3		303,237.7		352,988.3	
Exigibilidades	164,277.0		220,148.5		270,276.2	
Depósitos	152,830.4		208,007.7		255,188.5	
Depósitos a Plazo	152,830.4	14%	208,007.7	36%	255,188.5	23%
Otras Exigibilidades	11,446.6	19%	12,140.8	6%	15,087.7	24%
Obligaciones Bancarias	23,880.3		23,503.2		19,742.0	
Préstamos Sectoriales	23,880.3	2%	23,503.2	-2%	19,742.0	-16%
Reservas Técnicas						
Créditos Diferidos	9.3	-96%	252.6	2613%	1,657.7	556%
Reservas de Valuación	33,925.3		33,991.9		37,756.1	
Reserva para Créditos Dudosos	31,049.8	-48%	30,758.2	-1%	34,009.0	11%
Para Depreciación de Mueble e Inmueble	2,874.4	17%	3,232.7	12%	3,746.1	16%
Otras	1.0	0%	1.0	0%	1.0	0%
Reservas Eventuales	34,138.4	32%	25,341.5	-26%	23,556.4	-7%
CAPITAL Y RESERVAS DE CAPITAL	188,901.1		225,389.3		276,737.5	
Capital Primario	93,991.5		93,991.5		181,165.8	
Capital	90,000.0	0%	90,000.0	0%	177,174.3	97%
Reserva Legal	3,991.5	660%	3,991.5	0%	3,991.5	0%
Capital Complementario	94,909.6	155%	131,397.8	38%	95,571.7	-27%
Utilidades No Distribuidas	31,645.6	116%	87,174.4	175%	45,241.8	-48%
Resultados del Ejercicio	63,264.0	180%	44,223.4	-30%	50,329.8	14%
SUB-TOTAL PASIVO Y CAPITAL	445,131.4		528,627.0		629,725.8	
PASIVOS CONTINGENTES						
TOTAL PASIVO Y CAPITAL	445,131.4	0.2	528,627.0	0.2	629,725.8	19%

Fuente: Elaboración propia

Datos: Estados Financieros COFINTER

Principales variaciones del Estado de Situación Financiera

Se realizó un análisis horizontal del Estado de Situación Financiera de COFINTER, encontrándose las siguientes variaciones:

- Como se puede observar el año 2016 en relación a los años anteriores la Cartera de Créditos se incrementó en un 25% así mismo los intereses por cobrar, lo que indica que hubo más colocación de préstamos por lo que la cuenta de efectivo disminuyó, como parte de la estrategia de colocación de fondos que generen rentabilidad para los montos acumulados en dichos rubros procurando tener en efectivo el mínimo necesario. Los préstamos son otorgados a personas naturales, empleados de empresas gubernamentales y del sector privado para pequeños deudores comerciales, microcréditos, consumo y vivienda. Estos préstamos devengan tasas de intereses anual entre el 10% y 24% con vencimientos entre 24 y 240 meses. Los préstamos por cobrar se clasifican de acuerdo con las resoluciones emitidas por la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS).
- La empresa a 2016 presenta un incremento en los activos fijos como resultado de adquisición de nuevos activos e inversión en las instalaciones, lo que le permitirá brindar un servicio excelente a los clientes de la empresa.
- El préstamo sectorial a cargo de COFINTER fue otorgado por Banhprovi para el otorgamiento de créditos, disminuyó como resultado de las amortizaciones que se hacen al mismo.

- Las reservas que se constituyen para créditos de dudoso recaudo, aumentaron en 11% y se espera poder disminuir esa mora y mantenerla en lo mínimo propuesto que es el 3.5% para cumplir con la normativa de la CNBS.
- El capital presenta un incremento como producto de la capitalización de utilidades generadas en años anterior por la cantidad de L.87.17 millones, que a la vez se refleja en la disminución de las utilidades retenidas.
- Las utilidades del ejercicio presentan una variación positiva con un aumento del 14% en relación al año 2015, cumpliendo con lo requerido por los socios.
- El balance muestra estabilidad en su evolución, crecimiento principalmente de su activo más valioso que es la cartera de créditos, refleja aumento del 20% promedio en los últimos 3 períodos.

4.7.3 ESTADO DE RESULTADO O RENDIMIENTO FINANCIERO

Presenta la situación financiera de una empresa a una fecha determinada, tomando como parámetro los ingresos y gastos efectuados; proporciona la utilidad neta de la empresa.

Tabla 9: Estado de Resultados

CORPORACION FINANCIERA INTERNACIONAL, S.A.

Cuentas de Estado de Resultado
Comparativo Diciembre 2014 - 2016
En Miles de Lempiras

CUENTAS	2014		2015		2016	
	Total	Variación %	Total	Variación %	Total	Variación %
PRODUCTOS FINANCIEROS	98,299.6	7.7%	109,705.5	11.6%	128,659.3	17.3%
INTERESES	92,067.9		103,267.2		119,774.8	
Sobre Disponibilidades	202.2	-9.2%	230.7	14.1%	254.8	10.4%
Sobre Inversiones	6,003.9	1.8%	4,894.4	-18.5%	4,290.8	-12.3%
Sobre Cartera de Préstamos	85,861.6	6.2%	98,142.1	14.3%	115,229.2	17.4%
Préstamos Hipotecarios	927.1	2.2%	860.6	-7.2%	774.8	-10.0%
Préstamos Fiduciarios	81,643.0	7.1%	94,105.7	15.3%	111,360.2	18.3%
Otros Préstamos	3,291.5	-10.0%	3,175.8	-3.5%	3,094.2	-2.6%
Otros	0.2	-57.8%	0.0	-99.7%	0.0	-100.0%
COMISIONES	6,231.7	44.4%	6,438.4	3.3%	8,884.5	38.0%
GASTOS FINANCIEROS	18,504.5	-3.5%	20,140.2	8.8%	24,922.5	23.7%
INTERESES	18,224.6	-3.9%	19,792.8	8.6%	24,338.6	23.0%
Sobre Depósitos a Plazo	16,746.3	0.4%	18,331.2	9.5%	23,066.7	25.8%
Otras Obligaciones	1,478.3	-34.8%	1,461.6	-1.1%	1,271.9	-13.0%
COMISIONES	279.9	31.8%	338.4	20.9%	579.2	71.2%
OTROS GASTOS		#;DIV/0!	9.0	#;DIV/0!	4.6	-48.6%
RESULTADO FINANCIERO	79,795.1	10.7%	89,565.4	12.2%	103,736.8	15.8%
PRODUCTOS POR SERVICIOS	59.6	-16.0%	60.4	1.4%	81.4	34.7%
OTROS	59.6	-16.0%	60.4	1.4%	81.4	34.7%
GASTOS DE ADMINISTRACION	26,924.5	-36.5%	33,798.6	25.5%	38,657.4	14.4%
GASTOS EN PERSONAL	14,086.5	38.4%	13,117.6	-6.9%	16,588.3	26.5%
Consejeros y Directores	3,308.9	241.5%	1,824.1	-44.9%	2,033.9	11.5%
Otros	3,308.9	241.5%	1,824.1	-44.9%	2,033.9	11.5%
Funcionarios y Empleados	10,777.6	17.0%	11,293.6	4.8%	14,554.3	28.9%
Sueldos	7,216.8	22.8%	8,724.0	20.9%	10,932.9	25.3%
Otros	3,560.8	6.9%	2,569.6	-27.8%	3,621.5	40.9%
DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES	994.2	-95.9%	8,700.8	775.1%	6,873.2	-21.0%
Muebles e Inmuebles	994.2	105.1%	700.8	-29.5%	873.2	24.6%
Créditos de Dudosos Recaudos		-100.0%	8,000.0	0.00%	6,000.0	-25.0%
GASTOS DIVERSOS	11,843.8	46.8%	11,980.2	1.2%	15,196.0	26.8%
Impuestos y Contribuciones	4,526.5	201.6%	3,901.0	-13.8%	3,812.2	-2.3%
Arrendamientos	2,755.9	28.8%	2,877.7	4.4%	4,270.7	48.4%
Reparaciones y Mantenimiento	188.1	38.9%	226.0	20.1%	392.9	73.9%
Otros Gastos	4,373.3	1.9%	4,975.5	13.8%	6,720.2	35.1%
RESULTADO DE OPERACION	52,930.1	78.0%	55,827.2	5.5%	65,160.8	16.7%
PRODUCTOS EXTRAORDINARIOS	255.8	391.8%	1,269.3	396.3%	231.8	-81.7%
EGRESOS EXTRAORDINARIOS	377.6	72.6%	331.1	-12.3%	38.4	-88.4%
RESULTADOS DE EJERCIO ANTERIOR	33,441.4	4841.8%	2,430.2	-92.7%	1,877.5	-22.7%
GASTOS DE EJERCIO ANTERIORES	1,897.7	2237.3%	231.0	-87.8%	125.2	-45.8%
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	21,088.0	179.7%	14,741.1	-30.1%	16,776.6	13.8%
RESULTADOS DEL EJERCICIO	63,264.0	179.7%	44,223.4	-30.1%	50,329.8	13.8%

Fuente: Elaboración propia

Datos: Estados Financieros COFINTER

Principales variaciones del Estado de Resultado

Análisis horizontal del Estado de Resultado de COFINTER, presenta las siguientes variaciones:

Ingresos

- Como se puede observar el resultado de los ingresos totales, productos financieros, registrados de los años 2014 a 2016, han tenido una variación positiva con incremento cada año, como resultado del crecimiento de la cartera de crédito y la debida gestión para la recuperación de la misma.

Gastos

- Los Gastos Financieros nos muestra un incremento como resultado de pago de intereses y comisiones por la captación de recursos del público para el financiamiento de la cartera de créditos.
- Los gastos administrativos presentan un incremento de 14.4% en relación al año anterior, debido a la contratación de nuevo personal y aumento de sueldos del personal existente.
- En lo que corresponde a pago de impuesto sobre la renta presenta un incremento de 13.8%, como resultado de la utilidad obtenida que fue mayor a la del año anterior.

Utilidades

- Las utilidades de los períodos 2014 a 2016 presentan variación, específicamente en el año 2014, muestra un incremento en utilidades, por ajuste correspondiente a reservas ingresadas de más en el período anterior.

4.7.4 INDICADORES FINANCIEROS

Las razones o indicadores financieros son el producto de establecer resultados numéricos basados en relacionar dos cifras o cuentas bien sea del Balance General y/o del Estado de pérdidas y Ganancias. Los resultados así obtenidos por si solos no tienen mayor significado sólo cuando los relacionamos unos con otros y los comparamos con los de años anteriores o con los de empresas del mismo sector. (Rueda, 2010).

Permitirán analizar periodos contables de los años 2014, 2015 y 2016 de la financiera COFINTER que serán interpretados, comparados y servirán para analizar los resultados del pasado y hacer las proyecciones en el futuro.

Adecuación de Capital

La Comisión Nacional de Bancos y Seguros en atención a lo dispuesto en el Artículo 37 de la Ley del Sistema Financiero y en las normas y prácticas internacionales, ha establecido el porcentaje de adecuación del capital, definido como la relación que debe existir entre los recursos propios y la suma de los activos ponderados por riesgo. El nivel mínimo requerido es 10.00% a partir del 31 de diciembre del 2000. (CNBS, 2017)

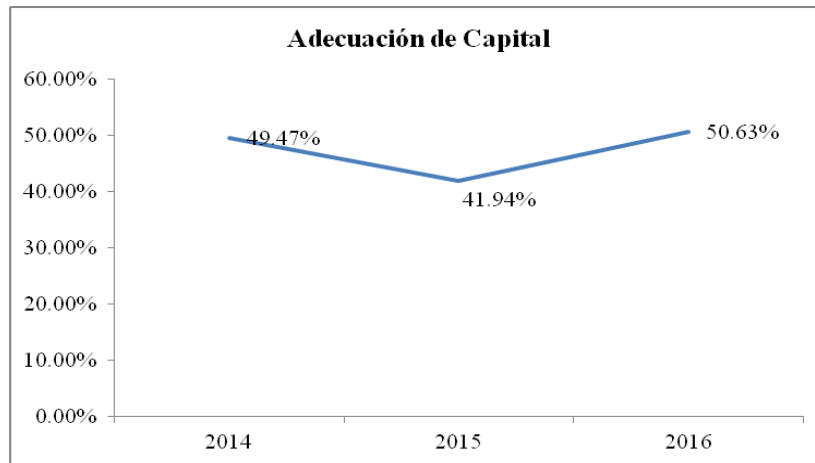


Figura 4: Adecuación de Capital COFINTER

Fuente: Elaboración propia (CNBS, 2017)

En consecuencia, se puede observar que el índice de Adecuación de Capital de Cofinter durante los últimos años se ha mantenido por encima del 10% requerido según normativa de la CNBS esto indica que la financiera cuenta con el patrimonio para la exposición de riesgos de crédito, mercado y otros, obteniendo un resultado en diciembre del 2016 de 50.63% superior a los años anteriores.

4.7.4.1 ÍNDICE DE LIQUIDEZ O SOLVENCIA

Esta nos muestra la capacidad que tiene la empresa para cubrir sus obligaciones a corto plazo.

Norma de Riesgo de Liquidez

ARTÍCULO 3. Las instituciones del sistema financiero deberán diseñar y adoptar un Sistema de Administración de Riesgo de Liquidez (SARL). El SARL es el sistema de administración de riesgo de liquidez que deben implementar estas instituciones con el propósito de identificar, medir, controlar y monitorear el riesgo de liquidez al que están expuestas en el desarrollo de sus operaciones autorizadas, sean del balance o de fuera de él (contingencias deudoras y contingencias acreedoras). Adicionalmente, las entidades deben reconocer la alta interacción que tiene el riesgo de liquidez de fondeo con el riesgo de liquidez de mercado, así como con los otros

tipos de riesgos (de crédito, de mercado, operativo, entre otros) a los cuales están expuestas en virtud de sus actividades. (CNBS, 2010)

Indicador de Liquidez

Nos muestra la capacidad que tiene la empresa para cubrir sus deudas a corto plazo.

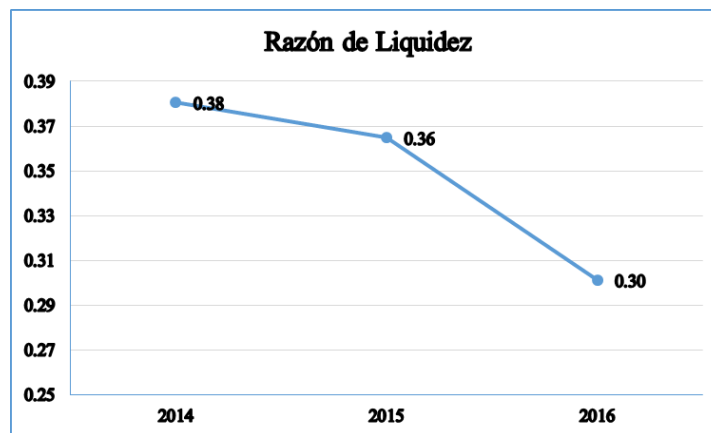


Figura 5: Liquidez

Fuente: Elaboración propia (CNBS, 2017)

Este nos indica que a diciembre 2016 contaba con 0.30 centavos por cada lempira de deuda, cantidad menor en comparación a los años anteriores, la empresa maneja una política de manejo de efectivo bastante baja debido al constante movimiento de los recursos tanto de recuperación de fondos como de colocación de créditos.

El riesgo es inherente a la actividad de las entidades financieras. De manera general, por su actividad de intermediación financiera, ellas captan depósitos de los clientes para prestarlos, a plazos que suelen ser en promedio más largos; es más, su crecimiento puede llevarlas a tomar deuda a corto plazo. Este riesgo no deja de ser particularmente complejo en su caso. (BELAUNDE, 2013)

ÍNDICE DE ENDEUDAMIENTO

El Índice de Endeudamiento es una relación de deuda que sirve para medir el apalancamiento financiero de una empresa. Este nos indica cuánta deuda usa una empresa para financiar sus activos.

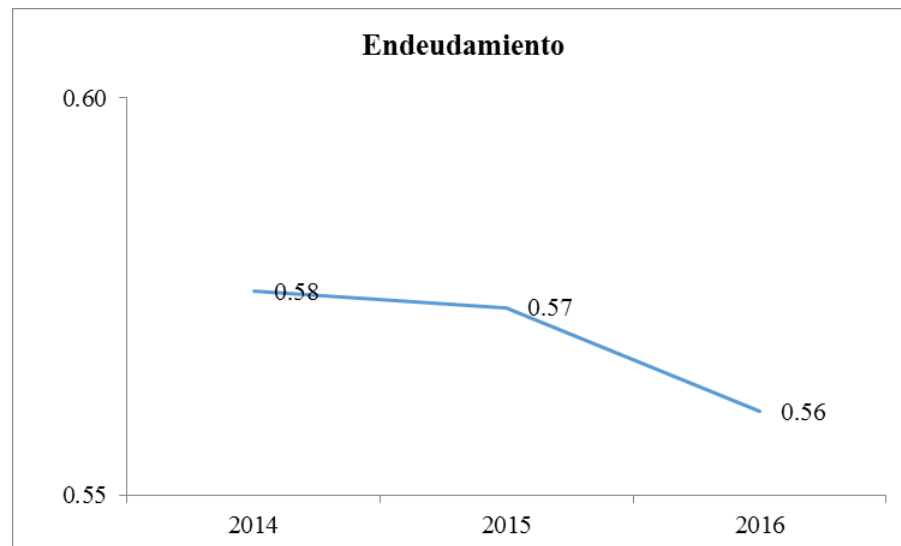


Figura 6: Endeudamiento

Fuente: Elaboración propia (CNBS, 2017)

El grado de endeudamiento de la financiera a diciembre de años 2014, 2015 y 2016 es de 0.58, 0.57 y 0.56 por cada lempira respectivamente, el índice de endeudamiento y de liquidez en las entidades financieras tiene estrecha relación, las entidades financieras trabajan con los recursos que obtienen de captaciones del público y recuperaciones de crédito, se debe tomar en cuenta varios factores como ser los plazos obtenidos de los acreedores y los concedidos a los clientes. Para evaluar si este valor es adecuado va a depender de la agilidad con que se convierta en liquidez los valores colocados en cartera de créditos y otras inversiones.

4.7.4.2 ÍNDICES DE RENTABILIDAD

Son las razones financieras que nos permiten establecer el grado de rentabilidad para los accionistas y a su vez el retorno de la inversión a través de las utilidades generadas.

Indicador de Rendimiento de Activos

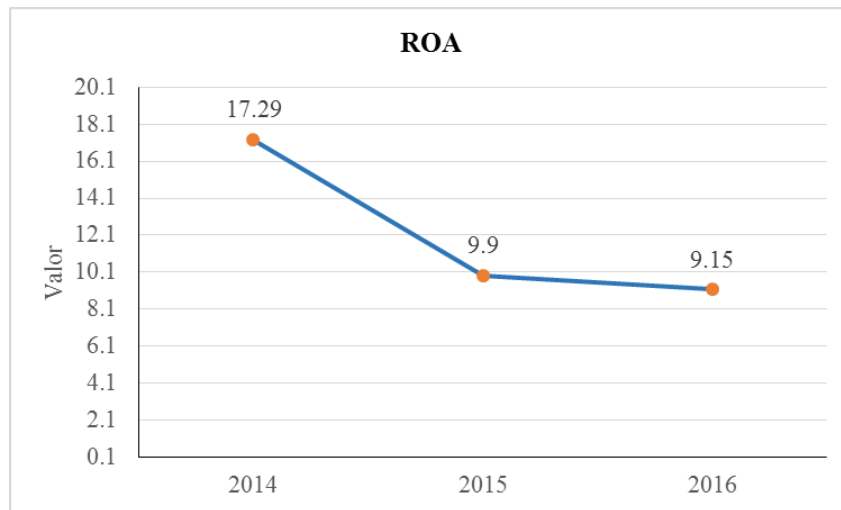


Figura 7: ROA

Fuente: Elaboración propia (CNBS, 2017)

En el caso de COFINTER los resultados observados anteriormente reflejan que en el periodo comprendido del año 2014 es de 17.29%, siendo decreciente para el año 2015 con 9.9% y 9.15% para el 2016, aunque ha bajado la rentabilidad de estos, muestra un rendimiento aceptable. La disminución del rendimiento está relacionada con la captación de fondos para colocación, pero la relación no fue proporcional al crecimiento de la cartera. Por lo que nos muestra esta variación ya que el aumento del activo afecta este indicador.

Indicador de Rendimiento de Patrimonio

Este nos indica, la tasa de rendimiento que obtienen los propietarios de la empresa, respecto de su inversión o el patrimonio de la empresa.

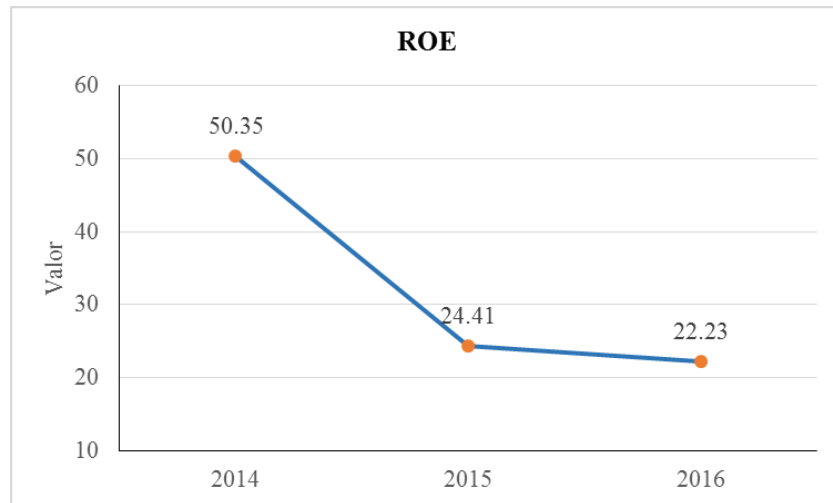


Figura 8: ROE

Fuente: Elaboración propia (CNBS, 2017)

Las utilidades obtenidas por COFINTER en los resultados presentados, indican que la tasa de rendimiento del capital es decreciente, este indicador mide la rentabilidad de la financiera que tanta ganancia está generando, en el año 2016 se obtuvo una rentabilidad del 22.23%, superando el requerimiento del socio mayoritario que es el 14.5%, tasa actuarial de IPM.

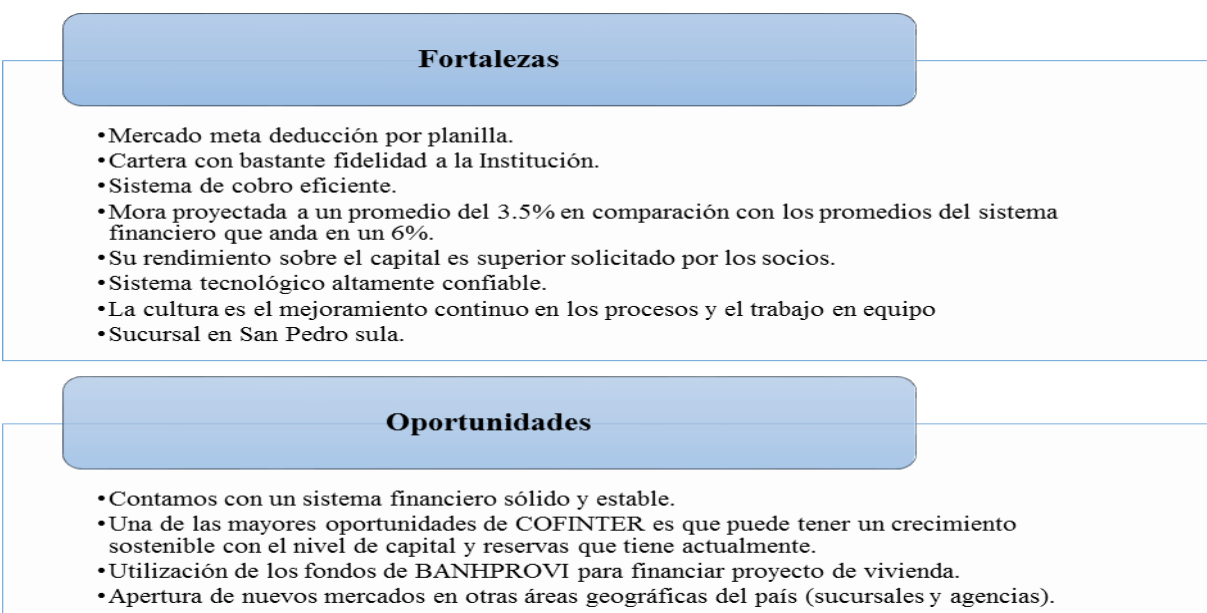
En el año 2016 se realizó capitalización de utilidades por valor de L 87.1 MM lo que se refleja en la variación del rendimiento del patrimonio.

En el año 2015, se observa un decrecimiento de las utilidades en relación al período anterior por el efecto de ajuste de reservas en períodos anteriores, y que se refleja en este como un ingreso, por valor de L. 33.4 Millones.

4.7.4.3 ANÁLISIS FODA DE COFINTER

La matriz de análisis dafo o foda, es una conocida herramienta estratégica de análisis de la situación de la empresa. El principal objetivo de aplicar la matriz dafo en una organización, es ofrecer un claro diagnóstico para poder tomar las decisiones estratégicas oportunas y mejorar en el futuro. Su nombre deriva del acrónimo formado por las iniciales de los términos: debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades. La matriz de análisis dafo permite identificar tanto las oportunidades como las amenazas que presentan nuestro mercado, y las fortalezas y debilidades que muestra nuestra empresa. (ESPINOZA, 2013)

La matriz FODA nos permite realizar un análisis interno para identificar cuales son las debilidades como las fortalezas de la empresa, los factores internos de esta como ser: la financiación, la organización, etc. así como al realizar un análisis externo nos permite las amenazas y oportunidades. Para la toma de decisiones estatégicas acertadas para el logro de los objetivos de la institución.



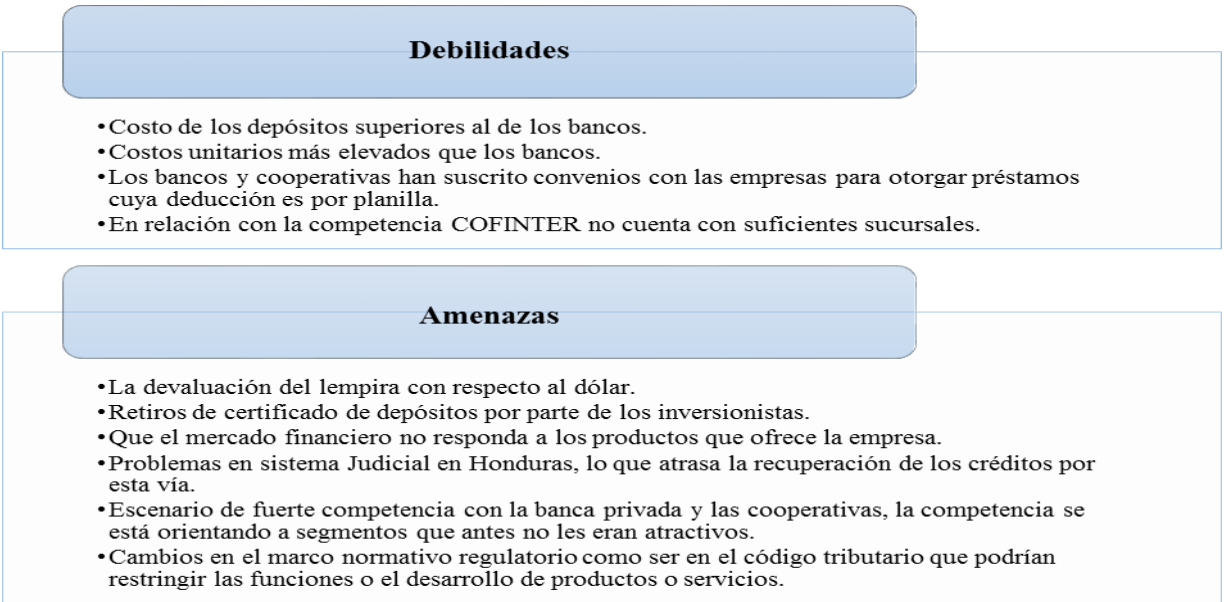


Figura 9: FODA

Fuente: Elaboración propia, COFINTER 2017

Como nos muestra la Matriz FODA, COFINTER debe utilizar sus fortalezas para aprovechar las oportunidades que brinda el mercado, buscando siempre neutralizar sus debilidades y sin perder de vista los riesgos o amenazas que esto conlleva.

4.7.4.4 ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS SOCIEDADES FINANCIERAS

Utilidades de las Financieras

Las Sociedades Financieras que conforman el Sistema Financiero Hondureño y que son supervisadas por la Comisión Nacional de Bancos y Seguros poseen la siguiente posición en cuanto a las Utilidades a diciembre 2016.

La siguiente figura nos muestra a detalle el valor por concepto de utilidades que generó cada una de las financieras, en Millones de Lempiras.

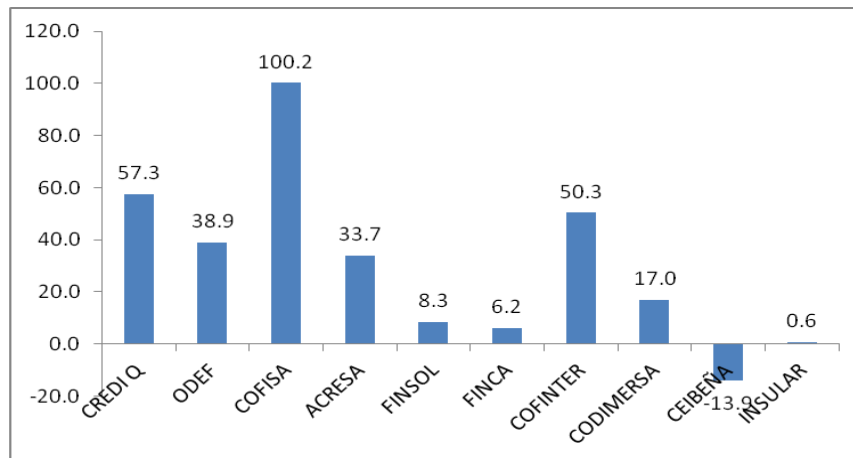


Figura 10: Utilidades de las Financieras
Fuente: Elaboración propia (CNBS, 2017)

Las utilidades representan las ganancias obtenidas por las Instituciones debido a las operaciones que efectúan y según información publicada por la CNBS, la Financiera con mayor utilidad es COFISA con un saldo de L 100.2 MM, seguida por CREDI Q L 57.3 MM y COFINTER se posiciona en el tercer lugar con un saldo de L 50.3 MM y las que generaron pérdidas fue la Popular Ceibeña y la Insular.

Capital y Reservas

A diciembre del 2016 el capital y reservas (en Millones de Lempiras) constituido por las Sociedades Financieras es:

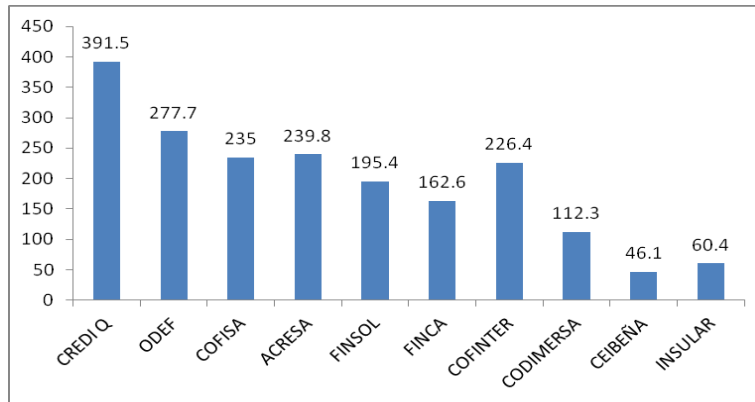


Figura 11: Capital y Reservas de las Financieras

Fuente: Elaboración propia (CNBS, 2017)

CREDI Q es la que posee mayor capital y reserva de L 391.5, seguido por ODEF con L 277.7 y en la tercera posición esta ACRESA con L 239.8, luego esta COFISA con L 235 y COFINTER con un saldo de L 226.4

Rendimiento sobre el patrimonio de las Sociedades Financieras en millones de Lempiras.

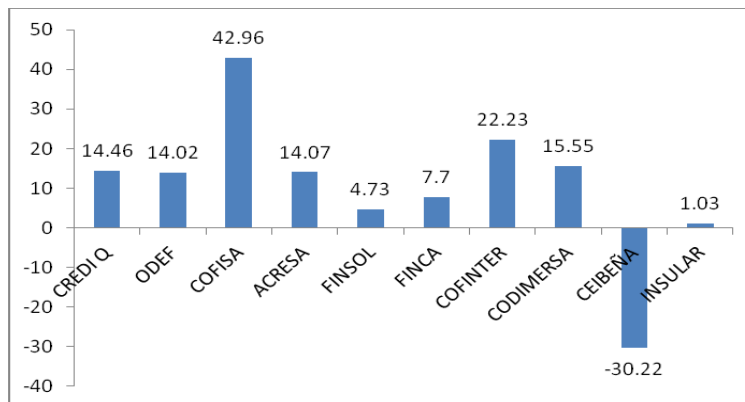


Figura 12: Rendimiento sobre el patrimonio

Fuente: Elaboración propia (CNBS, 2017)

El ROE es un indicador de eficiencia en el manejo del patrimonio que mide que tanta utilidad se está generando con la inversión. En este caso COFISA cuyo indicador es de 42.96%,

se ubica en primer lugar, seguido por COFINTER de 22.23% y CODIMERSA de 15.55%. La Financiera Ceibeña se ubica en la última posición con pérdida de -30.22%.

Cartera Crediticia de las Sociedades Financieras en Millones de Lempiras

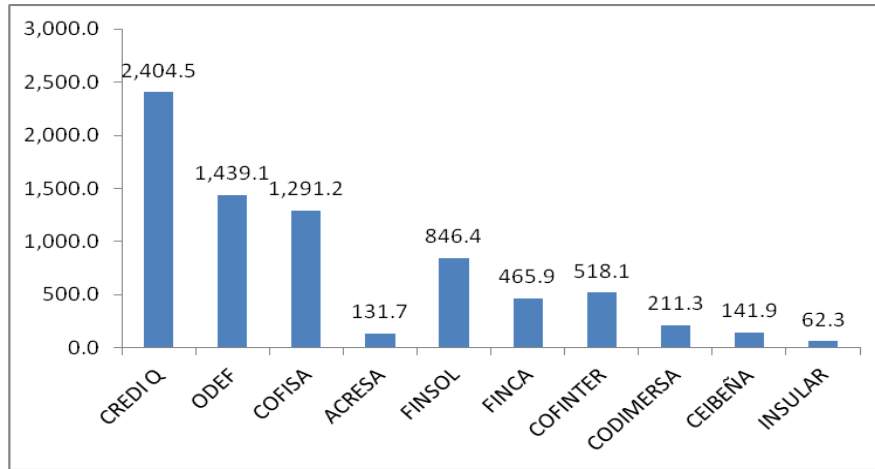


Figura 13: Cartera Crediticia Financieras

Fuente: Elaboración propia (CNBS, 2017)

La cartera de créditos es el activo más rentable de las Instituciones Financieras. Esta figura nos muestra la eficiencia y estrategias utilizadas por las sociedades financieras para la colocación de créditos, por consiguiente, CREDI Q posee una cartera de L 2,404.5 MM, seguido por ODEF con L 1,439.1 MM, en tercera posición esta COFISA con L 1,291.2, FINSOL tiene L 846.4 MM y COFINTER posee una cartera crediticia de L 518.1, en la quinta posición de valores colocados por concepto de créditos.

4.7.4.5 PARTICIPACIÓN E INDICADORES, COFINTER – SOCIEDADES FINANCIERAS

Tabla 10: Participación de COFINTER en las Sociedades Financieras

Participación de COFINTER Vs. de Sociedades Financieras
 Diciembre 2016
 En Miles de Lempiras

CUENTAS	SOCIEDADES FINANCIERAS	COFINTER	% DE PARTICIPACIÓN
ACTIVO	L 10,823,020.41	L 629,725.84	5.8%
PASIVO	L 8,557,083.32	L 352,988.33	4.1%
CAPITAL	L 1,601,835.30	L 177,174.30	11.1%
RESULTADOS DEL EJERCICIO	L 305,097.11	L 50,329.82	16.5%

Fuente: Elaboración propia

Datos: CNBS

Según datos reflejados en la tabla anterior COFINTER tiene una participación muy significativa del total de la inversión de las Sociedades Financieras del país, lo cual define su importancia en la evolución del desarrollo de este sector y su contribución al desarrollo económico del país.

Relación de Indicadores, Sociedades Financieras – COFINTER

La siguiente gráfica nos muestra la tendencia del indicador de liquidez de COFINTER en relación al indicador de las Sociedades financieras.

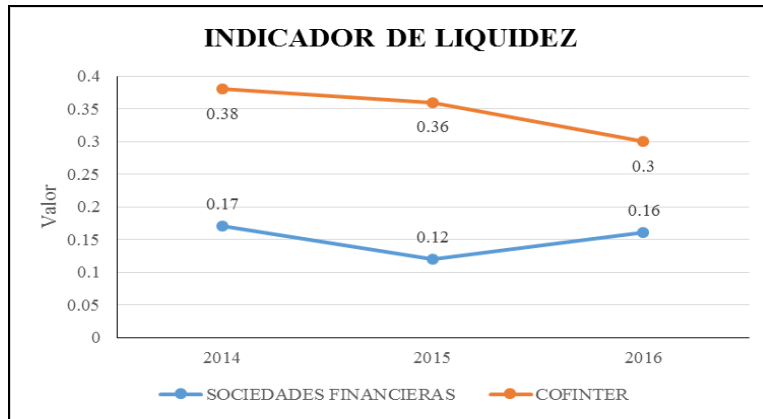


Figura 14: Comparativo Indicador de liquidez

Fuente: Elaboración propia (CNBS, 2017)

Como se puede observar el sistema financiero en general muestra una liquidez abajo del promedio de empresas diferentes al rubro de la intermediación financiera. Los activos corrientes de las entidades financieras deben mantenerse con valor mínimo ya que el exceso de estos afecta la rentabilidad, se convertirían en activos improductivos.

La CNBS como ente regulador del sistema financiero con el propósito de identificar, medir, controlar y monitorear el riesgo de liquidez al que están expuestas las instituciones ha emitido una normativa para la creación de un sistema de administración del riesgo de liquidez.

Indicador de Rendimiento sobre el Patrimonio

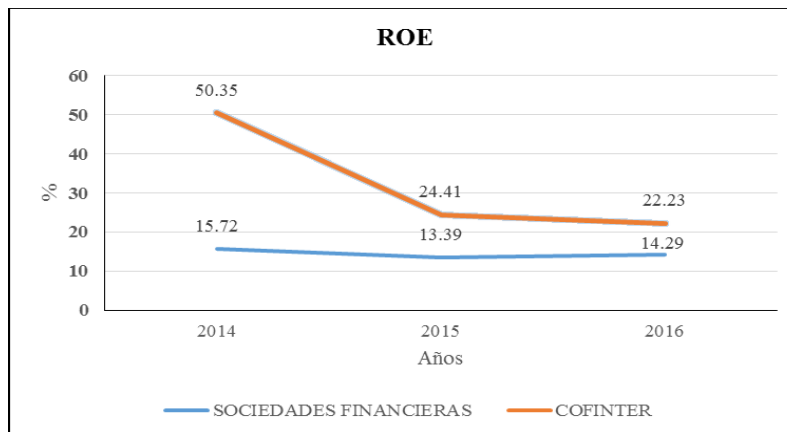


Figura 15: Comparación Índice de Rendimiento sobre el Patrimonio

Fuente: Elaboración propia (CNBS, 2017)

Este nos muestra que COFINTER, aunque ha disminuido su rendimiento sobre el patrimonio, se mantiene por encima del porcentaje de todo el sector de las Sociedades Financieras.

Indicador de Rendimiento sobre el Activo

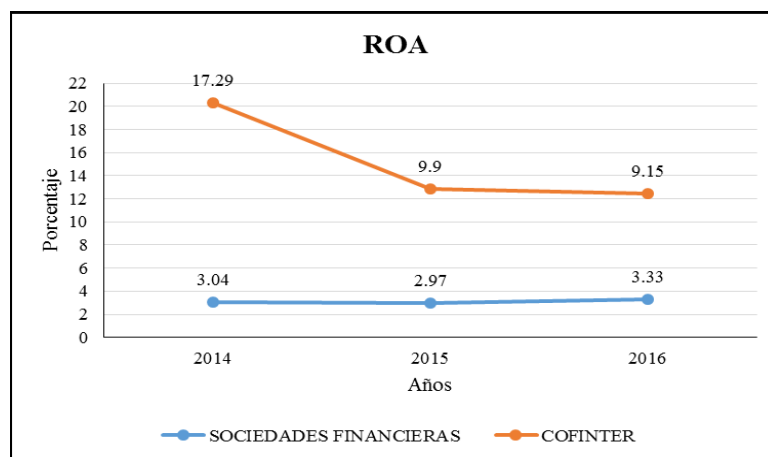


Figura 16: Comparación Índice de Rendimiento sobre el Activo

Fuente: Elaboración propia (CNBS, 2017)

El indicador del Rendimiento sobre el activo nos muestra cómo ha sido el comportamiento de este en los años 2014 a 2016, este ha sido decreciente, pero se mantiene por encima del promedio de las empresas de su sector.

A continuación se muestra la posición en la que se encuentra COFINTER en relación al resto de las Sociedades Financieras.

Tabla 11: Posición de las Sociedades Financieras

POSICIÓN DE LAS SOCIEDADES FINANCIERAS
DICIEMBRE 2016
 (Cifras en Millones de Lempiras)

INSTITUCIONES	UTILIDADES		CAPITAL Y RESERVAS		RENDIMIENTO SOBRE EL PATRIMONIO		CARTERA CREDITICIA	
	Saldo	Posición	Saldo	Posición	Saldo	Posición	Saldo	Posición
CREDI Q	57.3	2	391.5	1	14.46	4	2,404.5	1
ODEF	38.9	4	277.7	2	14.02	6	1,439.1	2
COFISA	100.2	1	235	4	42.96	1	1,291.2	3
ACRESA	33.7	5	239.8	3	14.07	5	131.7	9
FINSOL	8.3	8	195.4	6	4.73	8	846.4	4
FINCA	12.5	7	162.6	7	7.7	7	465.9	6
COFINTER	50.3	3	226.4	5	22.23	2	518.1	5
CODIMERSA	17.0	6	112.3	8	15.55	3	211.3	7
CEIBEÑA	-13.9	10	46.1	10	30.22	10	141.9	8
INSULAR	0.6	9	60.4	9	1.03	9	62.3	10

Fuente: Elaboración propia (CNBS, 2016)

ANALISIS COMPETITIVO

Según el análisis comparativo de las sociedades Financieras del sistema financiero hondureño, COFINTER es una empresa sólida, con prestigio y ha logrado ubicarse entre las mejores, es altamente rentable como producto de las estrategias y toma de decisiones acertadas.

4.8 VALORACIÓN DE LA EMPRESA

Con el propósito de cumplir con el objetivo general de esta investigación se realizará los análisis y cálculos correspondientes para determinar el valor intrínseco de la financiera COFINTER, la que se realizará aplicando el método de Flujos descontados.

4.8.1 METODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS

El método de Flujos Descontados valora la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero el que determina el valor del activo en función de la capacidad de la generación de estos en el futuro para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos. Se desconoce el comportamiento de la economía a futuro por lo que las empresas se deben valorar tomando en cuenta el riesgo.

Para cumplir con el objetivo general de esta investigación se Valorará la Financiera “COFINTER” utilizando un método de valoración de empresas adecuado, que muestre cual es la realidad económica de la empresa y permita al Consejo de Administración la formulación de estrategias que orienten su gestión empresarial hacia una cultura de generación de valor.

Tabla 12: Ventajas e Inconvenientes del Método de Valoración de Flujos de Caja descontados

Ventajas	Inconvenientes
Es el método teórico correcto de valoración (traslación de los flujos de la empresa a los inversos y aplicación de análisis de inversiones).	Los flujos son de naturaleza teórica. a veces interesa valorar por flujos reales como dividendos (ej: proyectos de autopistas, eléctricas, etc.)
Permite cuantificar a valor actual la vida económica ilimitada de una empresa.	Medición de riesgos (reflejados en la tasa de descuento)
Facilidad de aplicación de la metodología del análisis de las inversiones.	Dificultad de plasmar el futuro (proyección de magnitudes, fijación de un horizonte temporal, determinación de un valor residual)

Fuente: IESE-Universidad de Navarra, Introducción a la Valoración de Empresas, 1999

4.8.2 HORIZONTE TEMPORAL

Es la Proyección de Ingresos para estimar la valoración de la empresa, estos se proyectaron a cinco años considerando todas las variables y objetivos estratégicos planteados por la administración, así como el comportamiento de los ingresos históricos.

Para realizar el cálculo de proyección de ingresos se utilizó el método de mínimos cuadrados, este es un método que sirve para proyectar los ingresos de futuros períodos con base en ingresos de resultados de períodos anteriores, según se muestra a continuación:

Tabla 13: Cálculo Proyección de Ingresos COFINTER

CÁLCULO DE PROYECCIÓN DE INGRESOS COFINTER

N =	4	a =	71,768.03
$\sum X =$	10	b =	13,654
$\sum Y =$	423,612.28		
$\sum X^2 =$	30		
$\sum XY =$	1,127,301		

AÑO	No.	Y	X ²	XY
2013	1	86,947.90	1	86,947.90
2014	2	98,299.56	4	196,599.12
2015	3	109,705.55	9	329,116.65
2016	4	128,659.28	16	514,637.12
	10	423,612.28	30	1,127,300.78

Fuente: Elaboración propia

Datos: Proyección ingresos COFINTER

Tabla 14: Proyección de Ingresos en Miles de Lempiras

PROYECCIÓN DE INGRESOS COFINTER		
AÑO	No.	Y
2017	5	L 140,038.1
2018	6	L 153,692.1
2019	7	L 167,346.1
2020	8	L 181,000.2
2021	9	L 194,654.2

Fuente: Elaboración propia

Datos: Proyección ingresos COFINTER

Se realizó la proyección de los ingresos en base a resultados de períodos anteriores con la finalidad de presentar datos acordes a la realidad, de acuerdo a los resultados de la aplicación de los mínimos cuadrados esta refleja un aumento gradual en cada período del 9% aproximadamente.

4.8.3 COSTO DE LA DEUDA

Tabla 15: Costo de la deuda

Fuente	Valor	Costo	Participación	Promedio
Depósitos a Plazo	255,188.51	8.86%	92.82%	8.224%
Préstamos	19,742.05	14.99%	7.18%	1.076%
Total	274,930.55			9.30%

Fuente: Elaboración propia

Datos: COFINTER, CNBS

Para el cálculo de costo de la deuda de COFINTER se tomaron los datos de tasas publicados en informes de BCH vigentes a enero de 2017, cuadro de tasas de interés promedio

ponderado sobre operaciones nuevas de los bancos comerciales 2015-2017 y el cuadro de Bonos de la Secretaría de Finanzas, tasa variable. Ver anexo 2 y 3

La que dio como resultado el Costo de deuda a una tasa de 9.3%, sin considerar el beneficio de la tasa impositiva.

4.8.4 CÁLCULO DEL CAPM O RETORNO ESPERADO (RE)

“El Modelo de Valoración del Precio de los Activos Financieros o Capital Asset Pricing Model (CAPM) es una de las herramientas más utilizadas en el área financiera para determinar la tasa de retorno requerida para un cierto activo” (Conceptos de Economía, 2010).

Se calculó la tasa de rendimiento esperado, según la fórmula siguiente:

Ecuación 4: Modelo CAPM

$$\text{CAPM} = R_f + (R_m - R_f) + R_p$$

$$11.90 + (8.86 - 11.90) + 7.82$$

Donde:

R_f = Prima libre de riesgo (Tasa Bonos BCH)

R_m = Riesgo de Mercado (Tasa Interés promedio operaciones de los Bancos comerciales, BCH)

R_p = Riesgo país (Tasa Pagina Web Damodaran)

RE = 16.68%

4.8.5 COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL

Después de obtenida la tasa del CAPM se procede a efectuar el cálculo de la tasa del Costo Promedio Ponderado de Capital, para posteriormente aplicarla al descuento de flujos de caja proyectados, incluyendo en la tasa de descuento un factor de riesgo.

“El CPPC de la empresa es el rendimiento general requerido de la empresa en conjunto. Es la tasa de descuento apropiada que se usa para flujos de efectivo de riesgo similar a los de la empresa en conjunto” (Jordan, 2010).

Para realizar el cálculo del Costo Promedio Ponderado de Capital, se aplicó la fórmula siguiente:

Ecuación 5: Costo Promedio Ponderado de Capital

$$\text{CPPC} = (E/V) \times RE + (D/V) \times RD \times (1 - TC)$$

$$\text{CPPC} = (177,174.3/452,104.85) \times 16.68 + (274,930.55/177,174.3) \times .093 (1-0.25)$$

Dónde:

E = Equity (Capital contable)

V = Valor de mercado

RE = Retorno esperado

D = Deuda

RD = Tasa de la Deuda

TC = Tasa de impuestos

CPPC = 17.36%

4.8.6 ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO

El Balance General (B/G) o Estado de Situación Financiera muestra las inversiones hechas en el proyecto y las fuentes de donde provienen estas.

Tabla 16: Estado de Situación Financiera

CORPORACION FINANCIERA INTERNACIONAL, S.A.
Estado de Situación Financiera
Proyectado 2017 - 2021
En Miles de Lempiras

CUENTAS	Inicial	2017	2018	2019	2020	2021
ACTIVO	629,725.8	753,550.0	895,119.9	1,049,660.6	1,248,996.0	1,471,373.4
Disponibilidades	37,487.9	47,194.0	55,498.4	59,535.8	63,365.2	74,104.7
Caja						
Depósitos en el Banco Central	31,857.1	37,871.4	44,311.3	46,111.3	47,255.8	56,706.9
Depósitos en Bancos Del Interior	5,630.8	9,322.6	11,187.1	13,424.5	16,109.4	17,397.8
Inversiones	43,937.3	53,057.6	64,656.1	78,121.8	86,369.7	94,788.0
En Entidades Oficiales	13,080.0	10,052.2	13,049.9	16,194.5	18,249.8	21,899.8
Acciones y Participaciones	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Otras Inversiones	30,856.3	43,004.3	51,605.2	61,926.2	68,118.9	72,887.2
Préstamos, Descuentos y Negociaciones	517,573.9	620,193.1	738,433.4	882,226.3	1,054,222.3	1,251,697.1
Vigentes	499,501.8	598,215.3	716,437.0	858,022.0	1,027,587.7	1,223,730.8
Atrasados	17,943.9	21,859.8	21,859.8	24,045.8	26,450.4	27,772.9
Vencidos	64.2	47.6	52.3	57.6	63.3	66.5
Créditos Refinanciados	63.9	70.3	84.2	100.9	120.8	126.9
Intereses por Cobrar	513.7	615.2	736.8	882.4	1,099.6	1,209.5
Activos Fijos	6,872.3	8,563.5	10,670.8	13,296.7	16,568.8	20,646.1
Cargos Diferidos	11,995.0	13,092.4	14,290.2	15,597.6	17,024.6	18,582.1
Otros Activos	11,345.6	10,834.2	10,834.2	-	10,345.9	10,345.9
TOTAL ACTIVO	629,725.8	753,550.0	895,119.9	1,049,660.6	1,248,996.0	1,471,373.4
PASIVO	352,988.3	416,094.5	499,248.2	590,279.6	720,920.2	869,213.9
Exigibilidades	270,276.2	323,220.7	395,898.1	473,046.5	588,438.6	719,913.3
Depósitos	255,188.5	305,645.8	374,850.1	447,570.4	557,602.8	682,590.2
Depósitos a Plazo	255,188.5	305,645.8	374,850.1	447,570.4	557,602.8	682,590.2
Otras Exigibilidades	15,087.7	17,574.8	21,048.0	25,476.1	30,835.9	37,323.2
Obligaciones Bancarias	19,742.0	18,691.4	19,742.0	23,643.5	28,316.1	33,912.0
Préstamos Sectoriales	19,742.0	18,691.4	19,742.0	23,643.5	28,316.1	33,912.0
Reservas Técnicas						
Créditos Diferidos	1,657.7	4,731.8	5,666.9	6,786.8	8,128.0	9,734.3
Reservas de Valuación	37,756.1	45,130.9	52,833.4	60,881.4	69,276.1	78,025.6
Reserva para Créditos Dudosos	34,009.0	40,219.0	46,646.3	53,298.6	60,183.8	67,309.9
Para Depreciación de Mueble e Inmueble	3,746.1	4,911.0	6,186.1	7,581.8	9,091.3	10,714.8
Otras	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Reservas Eventuales	23,556.4	24,319.7	25,107.8	25,921.4	26,761.4	27,628.6
CAPITAL Y RESERVAS DE CAPITAL	276,737.5	337,455.5	395,871.8	459,381.0	528,075.8	602,159.5
Capital Primario	181,165.8	185,083.2	215,847.0	216,675.7	217,490.0	218,325.4
Capital	177,174.3	177,174.3	207,174.3	207,174.3	207,174.3	207,174.3
Superávit Pagado		2,516.5	2,696.2	2,988.2	3,256.6	3,529.6
Reserva Legal	3,991.5	5,392.5	5,976.5	6,513.2	7,059.1	7,621.5
Capital Complementario	95,571.7	146,979.8	174,048.3	236,192.0	303,526.7	376,212.6
Utilidades No Distribuidas	45,241.8	93,055.2	114,283.5	171,060.1	232,935.4	299,997.1
Resultados del Ejercicio	50,329.8	53,924.6	59,764.8	65,132.0	70,591.2	76,215.5
SUB-TOTAL PASIVO Y CAPITAL	629,725.8	753,550.0	895,119.9	1,049,660.6	1,248,996.0	1,471,373.4
TOTAL PASIVO Y CAPITAL	629,725.8	753,550.0	895,119.9	1,049,660.6	1,248,996.0	1,471,373.4

Fuente: Elaboración propia

Para realizar la proyección del Estado situación financiera se efectuó en base a promedio de comportamiento de estas cuentas en períodos anteriores, también se aplicaron algunas políticas y consideraciones del plan estratégico de la financiera, como ser:

- Cartera de créditos que es el principal activo de la financiera se tiene proyectado crecimiento del 20% anual según los objetivos estratégicos y coincide con el promedio de crecimiento de los últimos 3 años.
- Utilidades del período se retienen y solamente se reparte el 5% del total, con la finalidad de mantener flujos de efectivos y cubrir con las demandas de créditos.
- Para el período 2018 según el Plan estratégico se capitalizará L.30.0MM por utilidades retenidas en períodos anteriores.

4.8.7 ESTADO DE RENDIMIENTO FINANCIERO PROYECTADO

Estado de Resultados (E.R.) o Estado de Rendimiento Financiero, calcula la utilidad de la empresa en un período determinado. Se rige por el método de causación y se tienen en cuenta los ingresos y gastos contables (que no ocasionan movimiento real de fondos Ej. Depreciaciones y ajustes por inflación).

Tabla 17: Estado de Rendimiento Financiero Proyectado

CORPORACION FINANCIERA INTERNACIONAL, S.A.
Estado de Rendimiento Financiero
Proyectado 2017 - 2021
En Miles de Lempiras

CUENTAS/AÑOS	Inicial	2017	2018	2019	2020	2021
PRODUCTOS FINANCIEROS	128,659.3	140,038.1	153,692.7	167,346.8	181,000.9	194,655.0
INTERESES	119,774.8	128,613.9	139,002.9	148,457.8	156,712.4	163,423.5
Sobre Disponibilidades	254.8	264.6	289.6	315.3	341.1	366.8
Sobre Inversiones	4,290.8	3,979.5	4,355.9	4,742.9	5,129.9	5,516.9
Sobre Cartera de Préstamos	115,229.2	124,369.9	134,357.3	143,399.6	151,241.5	157,539.9
Préstamos Hipotecarios	774.8	746.0	814.9	887.3	959.7	1,032.1
Préstamos Fiduciarios	111,360.2	120,654.1	130,291.7	138,972.8	146,453.5	152,390.7
Otros Préstamos	3,094.2	2,969.8	3,250.7	3,539.5	3,828.3	4,117.1
COMISIONES	8,884.5	11,424.2	14,689.8	18,889.0	24,288.5	31,231.5
GASTOS FINANCIEROS	24,922.5	26,843.2	28,775.4	30,847.8	33,059.0	35,423.7
INTERESES	24,338.6	26,839.1	28,770.9	30,843.0	33,053.8	35,418.0
Sobre Depósitos a Plazo	23,066.7	24,681.4	26,409.1	28,257.7	30,235.7	32,352.2
Otras Obligaciones	1,271.9	1,399.1	1,531.5	1,676.3	1,834.9	2,008.5
OTROS GASTOS	4.6	4.1	4.4	4.9	5.2	5.6
RESULTADO FINANCIERO	103,736.8	113,194.9	124,917.3	136,499.0	147,636.1	159,231.3
PRODUCTOS POR SERVICIOS	81.4	85.5	93.6	102.4	110.8	119.1
GASTOS DE ADMINISTRACION	38,657.4	43,584.7	47,707.9	52,221.0	56,481.8	60,742.6
GASTOS EN PERSONAL	16,588.3	18,206.4	19,928.7	21,814.0	23,593.8	25,373.7
Consejeros y Directores	2,033.9	2,196.6	2,404.4	2,631.9	2,846.6	3,061.4
Otros	2,033.9	2,196.6	2,404.4	2,631.9	2,846.6	3,061.4
Funcionarios y Empleados	14,554.3	16,009.8	17,524.3	19,182.1	20,747.2	22,312.3
Sueldos	10,932.9	12,026.2	13,163.8	14,409.1	15,584.8	16,760.5
Otros	3,621.5	3,983.6	4,360.5	4,773.0	5,162.4	5,551.8
DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES	6,873.2	7,374.9	8,072.5	8,836.2	9,557.2	10,278.1
Muebles e Inmuebles	873.2	1,164.9	1,275.1	1,395.7	1,509.6	1,623.4
Créditos de Dudoso Recaudo	6,000.0	6,210.0	6,427.4	6,652.3	6,885.1	7,126.1
GASTOS DIVERSOS	15,196.0	18,003.5	19,706.6	21,570.8	23,330.8	25,090.8
Impuestos y Contribuciones	3,812.2	4,765.2	5,216.0	5,709.5	6,175.3	6,641.1
Arrendamientos	4,270.7	5,142.2	5,628.7	6,161.1	6,663.8	7,166.5
Reparaciones y Mantenimiento	392.9	523.3	572.8	627.0	678.2	729.4
Otros Gastos	6,720.2	7,572.7	8,289.1	9,073.2	9,813.5	10,553.8
RESULTADO DE OPERACION	65,160.8	69,695.7	77,303.1	84,380.4	91,265.1	98,607.9
PRODUCTOS EXTRAORDINARIOS	231.8	184.4	168.6	0.0	231.8	184.4
EGRESOS EXTRAORDINARIOS	38.4	35.7	34.8	0.0	38.4	35.7
RESULTADOS DE EJERCIO ANTERIOR	1,877.5	2,055.1	2,249.5	2,462.3	2,663.2	2,864.1
GASTOS DE EJERCIO ANTERIORES	125.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	16,776.6	17,974.9	19,921.6	21,710.7	23,530.4	25,405.2
RESULTADOS DEL EJERCICIO	50,329.8	53,924.6	59,764.8	65,132.0	70,591.2	76,215.5

Fuente: Elaboración propia

Para la proyección del Estado de Rendimiento Financiero se realizó tomando los datos promedio de comportamiento de estas cuentas en períodos anteriores, también se tomaron en cuenta algunas políticas propuestas en base a los objetivos estratégicos como ser:

- Incremento del 10% anual, en pago de sueldos del personal.
- Incremento de Cartera de Créditos en 20% anual, lo que impacta en el aumento de los gastos financieros, así como también la recuperación eficiente de esta contribuye a la generación de mayor rentabilidad.

4.8.8 FLUJO DE EFECTIVO DE COFINTER

La proyección de los ingresos por servicios de COFINTER se calculó con la aplicación estadística del método de mínimos cuadrados, tomando en cuenta los movimientos de períodos anteriores de las cuentas de resultados y de balance, como base para la estimación de estos, tomando en cuenta algunos factores como ser: el entorno económico, político, social, etc. Para los resultados que se obtendrán.

La proyección de estos flujos de efectivo tiene como base el comportamiento según lo reflejado en los estados financieros de los períodos anteriores y algunas variables de los planes operativos de la empresa para la generación de flujos de efectivos.

Tabla 18: Flujos de efectivo proyectado

Años	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos por Servicios	140,038.1	153,692.1	167,346.1	181,000.2	194,654.2
(-) Egresos					
Gastos Operativos	24,553.9	26,297.9	28,282.5	30,396.7	32,290.9
Gastos de Administración	4,605.5	5,648.4	6,832.4	7,695.6	8,405.3
Interes por préstamo	26,839.1	28,770.9	30,843.0	33,053.8	35,418.0
Depreciación	7,374.9	8,072.5	8,836.2	9,557.2	10,278.1
Impuestos a pagar	4,765.2	5,216.0	5,709.5	6,175.3	6,641.1
Utilidad antes de Impuestos	71,899.5	79,686.4	86,842.6	94,121.6	101,620.7
(-) Impuesto sobre la renta	17,974.9	19,921.6	21,710.7	23,530.4	25,405.2
+ Depreciación	7,374.9	8,072.5	8,836.2	9,557.2	10,278.1
Flujo de efectivo proveniente de las operaciones	61,299.5	67,837.3	73,968.2	80,148.4	86,493.6

Fuente: Elaboración propia.

Para las proyecciones financieras de COFINTER desde el año 2017 a 2021 se tomó en cuenta algunos requerimientos según el plan de negocios de la empresa como ser.

- Incrementar la cartera crediticia en un 20% anual a partir del año 2017 hasta 2021.
- Incremento del 10% a sueldos de empleados de la financiera.
- Plan de comercialización en la búsqueda de nuevos convenios con empresas tanto de Tegucigalpa como la zona norte que es donde la financiera cuenta con una sucursal, con la finalidad de incrementar la cartera de créditos y reducir al mínimo la exposición al riesgo, ya que estos van a ser recuperados por deducción de planillas.
- En los gastos administrativos y de operación están incluidos otros gastos como ser: reparaciones y conservaciones, papelería y útiles, materiales y herramientas, gastos de capacitación, etc.

4.8.9 CÁLCULO DEL VALOR RESIDUAL O DE CONTINUIDAD

Una de las teorías sobre la forma más conveniente de determinar el valor residual es la capitalización a perpetuidad de los flujos de caja futuros, que consiste en estimar el valor actual de una renta perpetua, que parte normalmente, del flujo de caja estimado para el periodo inmediatamente posterior al último proyectado.

El valor residual se calcula con una nueva valoración en el último periodo de la proyección en el cual se asume que la compañía seguiría funcionando a perpetuidad, según la fórmula siguiente:

Ecuación 6: Valor Residual

$$VR = \frac{FCLn * (1 + g)}{CPPC - g}$$

$$VR = \frac{86,493.6 * (1+0.045)}{(0.1736-0.045)} = \quad \mathbf{L \ 702,844.7}$$

Donde:

FCLn = Último valor por flujo de caja proyectado

CPPC = Tasa de Costo Promedio Ponderado de Capital

g = Tasa de Crecimiento

Para el cálculo del crecimiento de la empresa se tomó el porcentaje de rentabilidad requerido por los socios de la financiera, que corresponde a una tasa del 4.5%, según lo estipulado en la Ley de IPM, artículo 11, inciso 7. Que es el porcentaje mínimo aceptada en las inversiones, tasa que se aplicó para el cálculo del valor residual. (IPM, 2006)

4.8.10 VALOR DE LA EMPRESA

Para obtener el valor económico de la Financiera que es el objetivo principal de este análisis se consideraron los factores que pueden influir en la valoración como ser: el entorno económico, político, social, etc., los que se tomaron en cuenta para el cálculo de la tasa de Rendimiento, el Costo Promedio Ponderado de Capital y el valor residual.

El valor dependerá de lo que esperamos que ocurra en el futuro con la empresa que deseamos valorar y de nuestras expectativas. Por lo tanto, el valor intrínseco o teórico de cualquier empresa depende de los flujos de caja futuros que se estime generará en el período proyectado.

Ecuación 7: Flujo de Caja Libre

$$\text{Valor Actual} = \frac{F1}{(1+K)} + \frac{F2}{(1+K)} + \frac{F3}{(1+K)} + \dots\dots\dots$$

$$VA = \frac{61,299.5}{(1*0.1736)} + \frac{67,837.3}{(1*0.1736)^2} + \frac{73,968.2}{(1*0.1736)^3} + \frac{80,148.4}{(1*0.1736)^4} + \frac{86,493.6}{(1*0.1736)^5} = \underline{\underline{\text{L. 228,340.47}}}$$

Donde:

F_n = Flujo de caja libre de la empresa

K = Tasa de Descuento

n = Período de valoración

Tomando en cuenta la proyección de los siguientes 5 años de operación y usando el método de Flujo de Fondos Descontados para la valoración de COFINTER se obtuvo el siguiente resultado.

Para obtener el valor económico de la financiera se suma el valor actual de los flujos descontados más el valor residual, como se presenta a continuación:

El valor económico de la Corporación Financiera Internacional, S.A. (COFINTER), en miles de Lempiras es:	
Valor Actual	L228,340.5
Valor residual	L702,844.7
Valor de la Empresa	<u>L931,185.2</u>

Como hemos aprendido a lo largo de esta investigación no existe una fórmula o método exacto para la estimación del valor intrínseco de una empresa, el resultado anterior se obtuvo con la aplicación del método de Flujo de Caja descontado, para el que se consideraron los diferentes factores que pueden afectar en la valoración, como el entorno macroeconómico en contexto con los diferentes informes presentados por los entes oficiales del país, el sector en que se desenvuelve la financiera así como otros factores internos de la misma, por lo que consideramos que el valor de L. **931,185.2** (Novecientos Treinta y Un Millones, Ciento Ochenta Cinco Mil, Doscientos Lempiras), es el valor más cercano a la realidad, es el valor intrínseco de la Corporación Financiera Internacional, S.A. (COFINTER).

4.8.11 VALOR NETO DE LA EMPRESA

Para conocer el valor neto de la Financiera “COFINTER”, se deduce el valor de la deuda total y se suma el valor de los activos corrientes, a diciembre de 2016, que se detalla así:

Deuda total	-L290,018.22
Valor activos Corrientes	L 81,425.20

El valor Neto de la Corporación Financiera Internacional, S.A.

(COFINTER), en miles de Lempiras es:

Valor Actual	L228,340.5
Valor residual	L702,844.7
Valor de la Empresa	L931,185.2
(-) Deuda	(290,018.2)
(+) Valor Activos Corrientes	<u>81,425.5</u>
Valor neto de la Empresa	<u><u>L722,592.5</u></u>

El valor neto de la empresa se determina como la suma del valor actual de los flujos de efectivo más el valor residual, restándole el valor de la deuda y sumándole el valor de los Activos corrientes, por lo que el valor intrínseco neto de COFINTER, para los socios, es de L 722,592.5 (Setecientos Veintidós Millones, Quinientos Noventa y Dos Mil, Quinientos Lempiras).

4.8.12 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

ANALISIS I

El análisis de sensibilidad busca medir como afecta la valoración económica de una empresa cuando cambian las variables.

Se presentan dos situaciones en la valoración de COFINTER para observar que tan sensible es la financiera a diferentes cambios que se pudieran presentar.

- 1) Se realizó un análisis de sensibilidad considerando una disminución del 10% en los ingresos percibidos por los 5 años proyectados, dándonos un valor de la empresa de **L. 773,758.1** (Setecientos Setenta y Tres Millones, Setecientos Cincuenta y Ocho Mil, Cien Lempiras).
- 2) El valor neto de la empresa se obtuvo restándole al valor de la empresa la deuda y sumándole los activos líquidos, que resultó el valor es de L. 565,165.4 (Quinientos Sesenta y Cinco Millones, Ciento Sesenta y Cinco Mil Cuatrocientos Lempiras).

Como se detalla a continuación:

Valor Actual	L189,544.9
Valor residual	<u>584,213.2</u>
Valor de la Empresa	L 773,758.1
(-) Deuda	(290,018.2)
(+) Valor Activos Corrientes	<u>81,425.5</u>
Valor neto de la Empresa	<u>L565,165.4</u>

ANALISIS II

- 1) Se realizó un análisis de sensibilidad considerando una disminución del 10% en los ingresos percibidos por los 5 años proyectados y aumento del 10% de los gastos incurridos en los mismos períodos, dándonos un valor de **L. 709,449.4** (Setecientos Nueve Millones, Cuatrocientos Cuarenta y Nueve Mil, Cuatrocientos Lempiras).
- 2) El valor neto de la empresa se obtuvo restándole la deuda y sumándole los activos líquidos este valor es de L.500,856.7 (Quinientos Millones, Ochocientos Cincuenta y Seis Mil, Setecientos Lempiras). Se detalla a continuación:

Valor Actual	L 173,583.4
Valor residual	<u>535,866.1</u>
Valor de la Empresa	L 709,449.4
(-) Deuda	(290,018.2)
(+) Valor Activos Corrientes	<u>81,425.5</u>
Valor neto de la Empresa	<u>L500,856.7</u>

Los valores presentados son producto de los diferentes análisis y situaciones que pudieran presentarse. Como podemos observar en el segundo análisis de sensibilidad el valor baja cuantiosamente ya que los valores afectados se realizaron considerando un escenario pesimista.

Los análisis de sensibilidad se efectuaron tomando en cuenta las variables principales que pueden afectar el crecimiento o decrecimiento de una empresa como ser los ingresos y gastos de las empresas.

Tabla 19: Varios Análisis de Sensibilidad

**Valor de COFINTER según varios análisis de Sensibilidad
En miles de Lempiras**

Concepto	Análisis de Sensibilidad		
	Escenario Realista	(-) 10% Ingresos	(-) 10% Ingresos y (+) 10% Gastos
Valor Actual	L228,340.5	189,544.9	173,583.4
(+) Valor Residual	L702,844.7	584,213.5	535,866.1
Valor de la Empresa	L931,185.2	773,758.4	709,449.4

Fuente: Elaboración propia

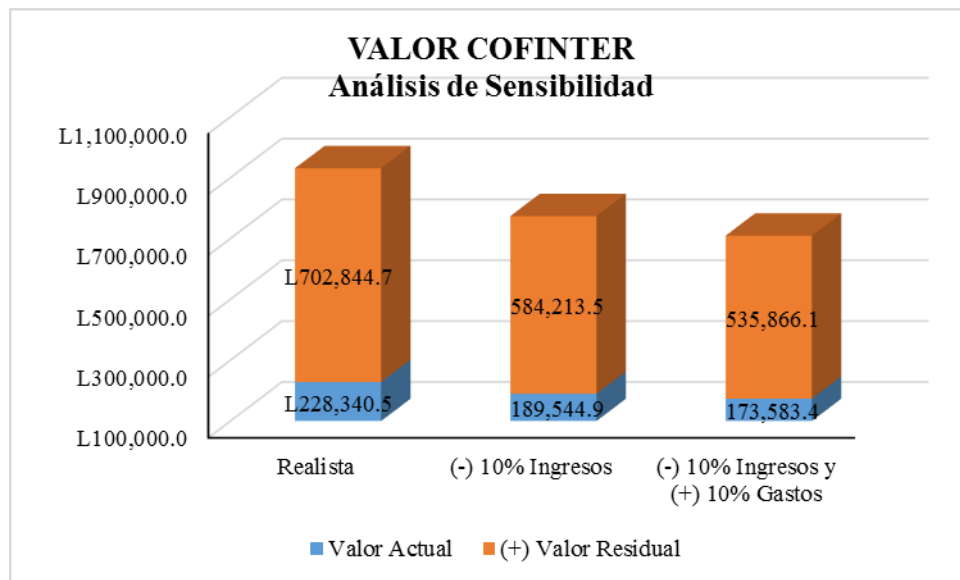


Figura 17: Valor de la Financiera

Fuente: Elaboración propia

En la gráfica podemos observar la variación del valor de la empresa en diferentes análisis de sensibilidad, el análisis realista en relación al análisis de disminución de ingresos y aumento de gastos en un 10%, nos presenta una reducción de 16.9% en el valor de la empresa, y con

relación al análisis de reducción del 10% en los ingresos el impacto es de aproximadamente el 8.3% como disminución del valor de la empresa.

Los anteriores análisis de sensibilidad nos muestran cómo la variación de los Ingresos y los Gastos Operativos afectan el valor económico de la empresa.

4.8.13 VALOR NETO DE LA EMPRESA

Para calcular el valor neto de la empresa, para los socios, lo hemos obtenido restando al valor total de la empresa, el valor de la deuda neta y sumando los activos corrientes como se muestra en la tabla siguiente:

Tabla 20: Valor de la Empresa

**Valor neto de COFINTER según varios análisis de Sensibilidad
En miles de Lempiras**

Concepto	Escenario	Análisis de Sensibilidad	
	Realista	(-) 10% Ingresos	(-) 10% Ingresos y (+) 10% Gastos
Valor Actual	L. 228,340.47	189,544.9	173,583.4
(+) Valor Residual	L702,844.7	584,213.5	535,866.1
Subtotal	L931,185.2	L773,758.4	L709,449.4
(-) Deuda	(290,018.2)	(290,018.2)	(290,018.2)
(+) Activos corrientes	81,425.2	81,425.2	81,425.2
Valor Neto de COFINTER	L722,592.2	L565,165.4	L500,856.4

Fuente: Elaboración propia

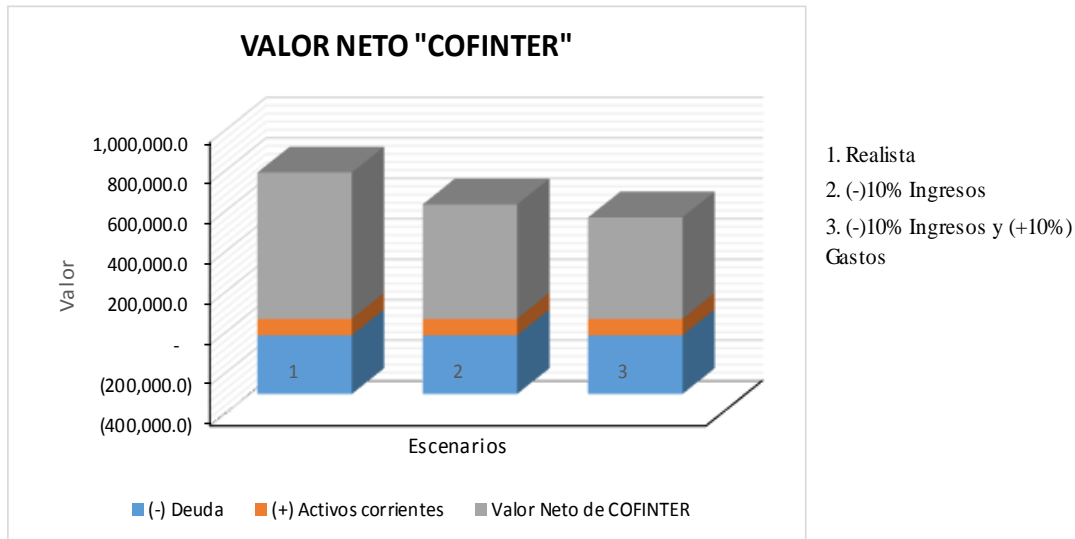


Figura 18: Valor de la Financiera, Según Análisis de Sensibilidad
Fuente: Elaboración propia

Como podemos observar en la gráfica al aplicar el saldo por deuda de la empresa y los activos corrientes, valor económico de esta estaría entre L722,592.6 (Setecientos Veintidós Ocho Millones, Quinientos Noventa y Dos Mil, Seiscientos Lempiras), y en el peor escenario por valor de L500,856.4 (Quinientos Millones, Ochocientos Cincuenta y Seis Mil, Cuatrocientos Lempiras).

Como hemos expuesto anteriormente la valoración de empresas es un aproximado al valor real, se trabaja con proyecciones, en este caso se realizó un horizonte temporal de 5 años, de acuerdo a estimaciones basadas en diferentes factores que pueden influir en la generación de flujos de efectivo futuros, en los diferentes análisis de la valoración de COFINTER, podemos ver que aún con el análisis más drástico de aumento en gastos y disminución de ingresos del 10% el resultado es favorable para la financiera, ya que si se decidiera vender esta empresa a la fecha los

socios recuperarían su inversión inicial de L. 177,174.3 (Ciento Setenta y Siete Millones, Ciento Setenta y Cuatro Mil, Trescientos Lempiras) y obtendrían una utilidad entre el 75% y el 65%.

CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

CONCLUSIONES

1. El presente trabajo tuvo como finalidad obtener el valor económico de COFINTER mediante la utilización del método de valoración de flujo de caja descontado, obteniendo un valor estimado de la Financiera por L 931,185.2 (Novecientos Treinta y Un Millones, Ciento Ochenta y Cinco Mil, Doscientos Lempiras).
2. COFINTER es una entidad perteneciente al Sistema financiero cuya actividad principal es la intermediación financiera, en los periodos comprendidos de los años 2014 al 2016 la financiera efectuó operaciones de intermediación financiera eficaces reflejando en sus estados financieros un incremento en el activo principal, que es la cartera de créditos en un promedio del 20% en esos períodos, su rentabilidad se mantiene por encima del 14.5% del rendimiento esperado por los socios.
3. Según indicadores financieros a la fecha COFINTER, muestra un índice de adecuación de capital, de 50.63%, por encima de lo sugerido por la CNBS. El indicador de liquidez presenta un valor por debajo del requerido por la CNBS, debido a una política baja de efectivo y a la actividad principal que es la intermediación financiera. El ROA es de

9.15%, el ROE refleja 22.23%, esto nos demuestra que la financiera es suficientemente rentable.

4. COFINTER es altamente competitiva, ya que se posiciona como una de las financieras con más utilidades obtenidas, crecimiento del capital, rendimiento del patrimonio, crecimiento de la cartera de créditos y se mantiene en las primeras posiciones del ranking de las sociedades financieras, según publicación de CNBS a diciembre de 2016.

RECOMENDACIONES:

1. La administración de COFINTER debe orientar las estrategias a la optimización de los recursos, con la finalidad de minimizar el costo financiero, maximizar el margen de rentabilidad en la intermediación financiera y mejorar el resultado sobre los activos productivos.
2. Implementar nuevos productos financieros, buscar más convenios con las empresas con la finalidad de hacer más efectiva la colocación de crédito, y a la vez minimizar el riesgo a través de la deducción por planilla.
3. La financiera debe tomar las medidas necesarias para cubrir o mitigar el riesgo de liquidez, así como monitorear y dar seguimiento a los indicadores de los diferentes

riesgos a los que están expuestas las instituciones del sistema financiero en virtud de sus actividades. Definir los parámetros para la obtención de nuevos productos e incursiones en el mercado que puedan afectar la liquidez de la financiera.

4. Analizar la posibilidad de crecimiento, aperturando sucursales en otras ciudades del país, con la finalidad de brindar más cobertura a nivel nacional y por lo tanto ampliación de su cartera crediticia, para la obtención de rentabilidad, siendo este su activo principal.

VI. BIBLIOGRAFÍA

- Allen, F., Myers, S. C., & Brealey, R. A. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas* (9na. ed.). Mexico D.F.: McGRAW-HILL/INTERAMERICANA EDITORES, S.A. DE C.V.
- Batres, D. A. (2013). *El Precio Maximizador de Utilidades como elemento para la valuación de empresas*. Boca del Río, Veracruz.
- BCH. (s.f.). Recuperado el 03 de 02 de 2017, de Banco Central de Honduras:
http://www.bch.hn/faq_economicas.php
- BCH. (s.f.). *Banco Central de Honduras*. Recuperado el 03 de 02 de 2017, de
http://www.bch.hn/download/imaef/nota_imaef.pdf
- BCH. (Noviembre de 2016). *Banco Central de Honduras*. Obtenido de Pagina oficial:
http://www.bch.hn/download/ipc_historico/2016/ipc122016.pdf
- BCH. (febrero de 2016). *PROGRAMA MONETARIO*. Obtenido de
http://www.bch.hn/download/programa_monetario/programa_monetario_2016_2017.pdf
- BCH. (25 de Enero de 2017). *Banco Central de Honduras*. Obtenido de
http://www.bch.hn/isi_notas.php
- BCH. (2017_2018). *programa_monetario*. Obtenido de
http://www.bch.hn/download/programa_monetario/programa_monetario_2017_2018.pdf
- BELAUNDE, G. (enero de 2013). *Diario Gestión* G. 1. Obtenido de
<http://blogs.gestion.pe/riesgosfinancieros/2013/01/especificidad-del-riesgo-de-li.html>
- Carlos Vicente Ramírez Molinares, A. C. (s.f.). *La Creación de Valor en las Empresas*. (Saber, Ciencia y Libertad ISSN: 1794-7154) .

Cataluña, U. P. (2012). Selección del método de valoración de empresas y el ciclo económico: El modelo QQC. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 15.

CNBS. (NOVIEMBRE de 1995). *CNBS*. Obtenido de <http://www.cnbs.gob.hn/files/leyes/leysis.pdf>

CNBS. (2004). Recuperado el 03 de 02 de 2017, de <http://www.cnbs.gob.hn/files/circulares/2004/C0562004.htm>

CNBS. (2010). *CNBS*. Obtenido de http://www.cnbs.gob.hn/files/proy_normativa/Proyecto_Norma_Riesgo_Liquidez20-08-10.pdf

CNBS. (Diciembre de 2015). *Comisión Nacional de Bancos y Seguros*. Obtenido de <http://www.cnbs.gob.hn/files/memoria/MEMORIA%202015.pdf>

CNBS. (2016). *CNBS*. Obtenido de <http://www.cnbs.gob.hn/sitios-relacionados-enlaces-de-interes/>

CNBS. (SEPTIEMBRE de 2016). *CNBS.HN*. Recuperado el 17 de FEBRERO de 2017, de <http://www.cnbs.gob.hn/sitios-relacionados-enlaces-de-interes/>

COFINTER. (2017). *COFINTER*. Obtenido de <http://portal.cofinter.hn/>: <http://www.cofinter.hn/>

Consejo Monetario Centroamericano. (Enero de 2017). *secmca.org/*. Obtenido de <http://www.secmca.org/INFORMES/02%20Politicase/PoliticaE.pdf>

Enciclopedia Financiera. (2017). *Enciclopedia Financiera*. Obtenido de <http://www.encyclopediainanciera.com/definicion-valor-intrinseco.html>

Espinosa, R. (JULIO de 2013). *robertoespinosa.es*. Obtenido de <http://robertoespinosa.es/2013/07/29/la-matriz-de-analisis-dafo-foda/>

ESPINOZA, R. (2013). Obtenido de <http://robertoespinosa.es/2013/07/29/la-matriz-de-analisis-dafo-foda/>

Eumed. (2016). Obtenido de <http://www.eumed.net/diccionario/definicion.php>

Fernández*, J. V. (2001). Valoración de Empresas de La Nueva Economía. *Nueva Economía y Empresa*, 791.

García Serna, O. L. (2003). *Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA*.
<http://conceptosdefinanzas.blogspot.com/2007/12/estructura-de-capital.html> (2007 de 2007). Obtenido de

Iese Business School Universidad de Navarra. (noviembre de 2008). *Métodos de Valoración de Empresas*. Obtenido de <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>

IMAE. (10/2016). *Índice Mensual de Actividad Económica*.

IPC, B. (25 de enero de 2017). *Banco Central de Honduras*. Obtenido de http://www.bch.hn/indice_precios_consumidor.php

IPM. (2006). *IPM*. Obtenido de www.grupoipm.hn

IPM, I. d. (2015). *Análisis de Sociedades Financieras*. Tegucigalpa.

Jiménez, C. M. (2017). Obtenido de Expansión: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/management-buy-out-mbo.html>

Jordan, R. W. (2010). Fundamentos de Finanzas Corporativas. En R. W. Jordan, *undamentos de Finanzas Corporativas*. Mc Graw Hill.

- Larraín B., F., & Sachs, J. D. (2002). *Macroeconomía en la Economía Global* (2da. ed.). Buenos Aires : Pearson .
- León, C. (Enero de 2007). *EVALUACION DE INVERSIONES*. Chiclayo,.
- Liceras*, A. N. (s.f.). Valoración de Empresas por el Método de los Rendimientos Futuros.
- López, F. J., & Luna Butz, W. (2001). *Valoración de empresas en la practica* (Primera ed.). Madrid España: MC GRAW HILL.
- Lucas, A. G. (2007). *Fundamentos de Valoracion de Empresas*.
- Muñiz, R. (2016). Obtenido de <http://www.marketing-xxi.com/Marketing-siglo-xxi.html>
- Parra, A. (2013). Valoración de empresas: Métodos de valoración. *Contexto, Vol. (2)*, 87-100.
- Paz, R. (2010). *conceptosdefinanzas.blogspot.com/2007/12/estructura-de-capital.html*. Obtenido de <http://conceptosdefinanzas.blogspot.com/2007/12/estructura-de-capital.html>
- Riedler, W. Z. (2007). *Tesis:Anales Historicos de las Hojas Electronicas y la Valoracion de Empresas*.
- Rueda, H. M. (2010). *es.scribd*. Obtenido de <https://es.scribd.com/doc/3572625/Indicadores-Financieros>
- Sampieri, R. H. (2010). *Metodología de la Investigación*. México D.F.: McGraw-Hill.
- Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. (2010). *Economía con Aplicaciones a Latinoamérica* (19 ed.). Mexico D.F., Mexico: McGraw Hill Interamericana Editores, S. A. de C.V.
- Sanjurjo, M. (2003). *Guia de Valoracion de Empresas* (segunda ed.). PEARSON EDUCACION.
- Santibáñez, F. G. (1997). Cálculo y Gestión del Valor de la Empresa. Publicado en el Boletín de Estudios Económicos, nº 162, Diciembre 1997.

Terra, M. P. (2008). Recuperado el 2017 de enero de 2017, de <http://www.ort.edu.uy/facs/pdf/documentodetrabajo41.pdf>

UNAC. (mayo de 2011). *unac.edu.pe*. Obtenido de http://www.unac.edu.pe/documentos/organizacion/vri/cdcitra/Informes_Finales_Investigacion/Mayo_2011/IF_TORRE_PADILLA_FCE/CAP.V.PDF

UNIZAR. (2016). *Ciber conta Unizar*. Obtenido de <http://ciberconta.unizar.es/ifinanzas/09-elvalorempresas.htm>

Valverde Gallegos, J. E., & Villacis Molina, H. G. (2014). *dspace.espol.edu.ec/*. Obtenido de <https://www.dspace.espol.edu.ec/retrieve/96158/D-CD188.pdf>

(mayo de 2010). Obtenido de Conceptos de Economía: <https://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/el-capm-un-modelo-de-valoracion-de-activos-financieros>

ANEXOS

ANEXO No. 1

ENTREVISTA

1. ¿Cuánto tiempo tiene de dirigir COFINTER?
2. ¿Conoce usted el valor económico o intrínseco de COFINTER?
3. ¿Usted cree que es importante conocer el valor económico?
4. ¿Usted considera que la Financiera ha logrado todos sus objetivos? ¿Qué es eficiente?
5. ¿En los últimos años la Financiera ha decrecido, se ha mantenido o ha crecido?
6. ¿Le parecen adecuados los niveles de rentabilidad de COFINTER?
7. ¿Qué productos de los que ofrece COFINTER le generan mayor rentabilidad?
8. ¿Quiénes son su mayor competencia en el mercado?
9. ¿Qué o cuales ventajas considera que tiene COFINTER en relación a la competencia?
10. ¿Cuáles considera que son las debilidades de la Financiera y que se deban mejorar?

11. ¿Qué es lo que le puede estar afectando a la Financiera para poder obtener el mayor rendimiento deseado?
12. ¿COFINTER tiene alianzas con otras empresas?
13. ¿Qué estrategias están aplicando para mejorar la situación financiera de COFINTER?
14. ¿Está satisfecho con las utilidades que le está generando la financiera en estos momentos?
15. ¿Sabe si la corporación se encuentra en una situación financiera sana que le permite seguir creciendo?
16. ¿Qué expectativas o planes tiene a futuro para la financiera? ¿Cómo visualiza a COFINTER dentro de 5 años?

ANEXO No. 2

B+A13:1340NOS DE LA SECRETARÍA DE FINANZAS A TASA VARIABLE

DENOMINACIÓN	CÓDIGO ISIN	FECHA DE EMISIÓN	FECHA DE VENCIMIENTO	TASA DE INTERÉS DEL CUPÓN				
				No.1	No.2	No.3	No.4	No.5
				Tasa	Tasa	Tasa	Tasa	Tasa
BONOS GOBIERNO DE HONDURAS (GDH)	HNSEFI000215	27-sep-11	27-sep-16	9.50%	11.94%	13.49%	13.90%	13.94%
BONOS GOBIERNO DE HONDURAS (GDH)	HNSEFI000453	20-jul-12	20-jul-17	14.00%	14.37%	14.54%	14.59%	12.36%
BONOS GOBIERNO DE HONDURAS (GDH)	HNSEFI002120	8-dic-14	8-dic-24	10.31%	7.58%	6.54%	6.44%	6.82%
BONOS GOBIERNO DE HONDURAS (GDH)	HNSEFI002138	17-dic-14	17-dic-24	10.31%	7.58%	6.54%	6.44%	6.82%
BONOS GOBIERNO DE HONDURAS (GDH)	HNSEFI002146	29-dic-14	29-dic-24	10.31%	7.58%	6.54%	6.44%	6.82%
BONOS GOBIERNO DE HONDURAS (GDH)	HNSEFI001712	29-dic-14	29-dic-19	10.31%	7.58%	6.54%	6.44%	6.82%
BONOS GOBIERNO DE HONDURAS (GDH)	HNSEFI001724	29-dic-14	29-dic-21	10.31%	7.58%	6.54%	6.44%	6.82%
BONOS GOBIERNO DE HONDURAS (GDH)	HNSEFI001734	29-dic-14	29-dic-24	10.31%	7.58%	6.54%	6.44%	6.82%
BONOS GOBIERNO DE HONDURAS (GDH)	HNSEFI002260	12-nov-14	12-nov-24	10.63%	8.24%	7.26%	6.98%	7.40%
BONOS GOBIERNO DE HONDURAS (GDH)	HNSEFI00210-4	12-nov-15	12-nov-25	7.26%	6.98%	7.40%		
BONOS GOBIERNO DE HONDURAS (GDH)	HNSEFI00259-1	12-nov-16	12-nov-26	7.40%				

Tasa de corte de letras del BCH en M/N a 364 días o plazo mas cercano + diferencial de 2.50%

Tasa de corte de letras del BCH en M/N a 364 días o plazo mas cercano + diferencial de 3.11% más un porcentaje fijo de 4.00%.

Indexada a la Variación Porcentual Interanual del IPC de dos meses anterior al mes de colocación/pago de cupón más un porcentaje fijo de 4.50%.

ANEXO No. 3

BANCO CENTRAL DE HONDURAS
Subgerencia de Estudios Económicos
Departamento de Programación y Análisis Financiero
Sección de Programación Financiera
TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO ^{1/} SOBRE OPERACIONES NUEVAS DE LOS BANCOS
COMERCIALES 2015-2017
(Porcentajes)

FECHA	MONEDA NACIONAL		MONEDA EXTRANJERA		INTERBANCARIA MN	
	(MN) PASIVA		(ME) ACTIVA		PASIVA	
ACTIVA						
2016						
ENERO	15.01	8.74	7.08	3.92		6.90
FEBRERO	15.04	8.59	6.98	3.78		6.64
MARZO	14.87	8.28	7.05	3.61		6.56
ABRIL	14.39	7.69	7.02	3.61		6.50
MAYO	15.57	7.78	7.32	3.80		6.46
JUNIO	14.21	8.02	6.89	3.56		6.24
JULIO	15.41	8.17	6.90	3.66		6.50
AGOSTO	15.90	8.32	7.16	3.72		6.33
SEPTIEMBRE	15.12	8.15	7.48	3.53		6.04
OCTUBRE	15.65	8.06	7.16	3.93		6.27
NOVIEMBRE	14.96	8.32	6.72	3.53		6.37
DICIEMBRE	14.31	8.72	6.79	3.44		6.55
2017						
ENERO	14.30	9.18	6.87	3.64		6.68
DEL 30 DE ENERO AL 3 DE FEBRERO 2017						
MÍNIMA	9.70	0.75	4.00	0.25		6.25
MÁXIMA	62.50	11.50	13.28	5.00		6.50
PROMEDIO	14.86	8.86	6.79	3.35		6.47
PONDERADO						
DEL 6 AL 10 DE FEBRERO 2017						
MÍNIMA	9.00	0.50	4.00	0.25		6.50
MÁXIMA	62.99	12.50	10.00	5.00		6.50
PROMEDIO	15.62	8.78	7.48	3.31		6.50
PONDERADO						
DEL 13 AL 17 DE FEBRERO 2017 ^{p/}						
MÍNIMA	9.00	0.25	3.50	0.25		6.50
MÁXIMA	62.50	11.00	10.50	5.00		6.75
PROMEDIO	14.99	8.86	6.75	3.37		6.52
PONDERADO						
VARIACIONES ABSOLUTAS						
CON RELACIÓN A:		MN	ME	INTERBANCARIA MN		
ACTIVA		PASIVA	ACTIVA		PASIVA	
ÚLTIMA	-0.63	0.08	-0.73	0.06		0.02
SEMANA						
MES ANTERIOR	0.69	-0.32	-0.12	-0.27		-0.16
DICIEMBRE	0.68	0.14	-0.04	-0.07		-0.03

AÑO ANTERIOR					
MISMA SEMANA	-2.23	0.08	-0.27	-0.45	-0.12
AÑO ANTERIOR					

Fuente: Información proporcionada por los Bancos Comerciales sobre operaciones realizadas en los períodos indicados.

Nota: Las operaciones pasivas se refieren únicamente a depósitos a plazo. Las operaciones activas excluyen préstamos a funcionarios y empleados conforme al Reglamento para las Operaciones de Crédito de Instituciones Financieras de Grupos Económicos y Partes Relacionadas de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS) y los concedidos con fondos RAP, Fosovi y Banhprovi.

p/ Preliminar.

1/ La ponderación se hace de acuerdo a la participación de cada banco respecto al total de préstamos concedidos en la semana por el sistema bancario.

ANEXO No. 4

Country Default Spreads and Risk Premiums

Last updated: January 2017

<i>Country</i>	<i>GDP (in billions)</i>	<i>Moody's rating</i>	<i>Adj. Default Spread</i>	<i>Total Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>	<i>Corporate Tax Rate</i>	<i>Region</i>
Abu Dhabi	390	Aa2	0.57%	6.40%	0.71%	0.00%	Middle East
Albania	11.4	B1	5.20%	12.09%	6.40%	15.00%	Eastern Europe & Russia
Andorra (Principality of)	3.25	Baa3	2.54%	8.82%	3.13%	0.00%	Western Europe
Angola	102.6	B1	5.20%	12.09%	6.40%	30.00%	Africa
Argentina	583.2	B3	7.51%	14.94%	9.25%	35.00%	Central and South America
France	2418.8	Aa2	0.57%	6.40%	0.71%	33.30%	Western Europe
Gabon	14.3	B1	5.20%	12.09%	6.40%	27.46%	Africa
Georgia	14	Ba3	4.16%	10.81%	5.12%	15.00%	Eastern Europe & Russia
Germany	3363.4	Aaa	0.00%	5.69%	0.00%	29.72%	Western Europe
Ghana	37.5	B3	7.51%	14.94%	9.25%	25.00%	Africa
Greece	194.9	Caa3	11.55%	19.90%	14.21%	29.00%	Western Europe
Guatemala	63.8	Ba1	2.89%	9.24%	3.55%	25.00%	Central and South America
Guernsey (States of)	0.5	Aa1	0.46%	6.25%	0.56%	0.00%	Western Europe
Honduras	20.4	B2	6.36%	13.51%	7.82%	30.00%	Central and South America
Hong Kong	309.3	Aa1	0.46%	6.25%	0.56%	16.50%	Asia
Hungary	121.7	Baa3	2.54%	8.82%	3.13%	19.00%	Eastern Europe & Russia
Iceland	16.6	A3	1.39%	7.40%	1.71%	20.00%	Western Europe
India	2095.4	Baa3	2.54%	8.82%	3.13%	34.61%	Asia
Indonesia	861.9	Baa3	2.54%	8.82%	3.13%	25.00%	Asia
Iraq	180.8	B3	7.51%	14.94%	9.25%	15.00%	Middle East
Ireland	283.7	A3	1.39%	7.40%	1.71%	12.50%	Western Europe
Isle of Man	7.4	Aa1	0.46%	6.25%	0.56%	0.00%	Western Europe
Israel	299.4	A1	0.81%	6.69%	1.00%	25.00%	Middle East
Italy	1821.5	Baa2	2.20%	8.40%	2.71%	31.40%	Western Europe
Jamaica	14.3	B3	7.51%	14.94%	9.25%	25.00%	Caribbean
Japan	4123.2	A1	0.81%	6.69%	1.00%	33.06%	Asia
Jersey (States of)	1	Caa1	8.66%	16.35%	10.66%	20.00%	Western Europe
Jordan	37.5	B1	5.20%	12.09%	6.40%	20.00%	Middle East
Kazakhstan	184.4	Baa3	2.54%	8.82%	3.13%	20.00%	Eastern Europe & Russia
Kenya	63.3	B1	5.20%	12.09%	6.40%	30.00%	Africa
Korea	1377.9	Aa2	0.57%	6.40%	0.71%	24.20%	Asia
Kuwait	114	Aa2	0.57%	6.40%	0.71%	15.00%	Middle East
Kyrgyzstan	6.6	B2	6.36%	13.51%	7.82%	15.00%	Eastern Europe & Russia
Latvia	27	A3	1.39%	7.40%	1.71%	15.00%	Eastern Europe & Russia
Lebanon	47.1	B2	6.36%	13.51%	7.82%	15.00%	Middle East
Liechtenstein	6.7	Aaa	0.00%	5.69%	0.00%	12.50%	Western Europe
Lithuania	41.2	A3	1.39%	7.40%	1.71%	15.00%	Eastern Europe & Russia

Fuente: Aswath Damodaran

GLOSARIO

Accionista: Dueño de una o más acciones de una empresa.

Captación: Obtención de recursos de terceros en forma de préstamo o crédito. Las instituciones financieras mantienen permanentemente distintas formas de captación de fondos de personas naturales o jurídicas: pagarés, fondos mutuos, debentures, bonos, certificados de depósitos, etc.

Colocación: negociación destinada a la venta de una nueva emisión de valores, o a la concesión de un préstamo a largo plazo.

Creación de valor: es beneficiar al accionista y la empresa.

Crecimiento económico: Proceso sostenido a lo largo del tiempo en el que los niveles de actividad económica aumentan constantemente.

Mercado: conjunto de transacciones que se realizan entre los compradores y vendedores de un bien o servicio; vale decir, es el punto de encuentro entre los agentes económicos que actúan como oferentes y demandantes de bienes y servicios.

Pasivo: valor de los recursos que financian los activos de la empresa

Precio: cantidad de dinero dada a cambio de una mercancía o servicio, es decir, el valor de una mercancía o servicio en términos monetarios.

Rentabilidad: Tasa de retorno obtenida de una inversión en un valor específico o de algún título de propiedad.

Sociedad Financiera. Institución que tiene como objetivo fundamental intervenir en el Mercado De Capitales y otorgar créditos para financiar la producción, la construcción, la adquisición y la Venta de Bienes a mediano y largo Plazo.

Valor: es el grado de utilidad o aptitud de las cosas, para satisfacer las necesidades o proporcionar bienestar o deleite.

Valoración: Proceso de asignar un valor económico a un bien o servicio