



**METODOLOGÍA Y PROCEDIMIENTOS DE VALORACIÓN DE LA CAJA
MUNICIPAL DE AHORRO Y CRÉDITO HUANCAYO. 2017.**

T E S I S

Para optar el Grado de:

**MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE NEGOCIOS Y FINANZAS
INTERNACIONALES**

**CÉSAR WALTER CASTAÑEDA RAMÍREZ
YADIRA PÉREZ PÉREZ**

Asesor: Mag. MIGUEL VÍCTOR CHIRINOS GRADOS

LIMA, 2018

Dedicatoria

La presente investigación está dedicado a nuestros padres e hijos, por ser los principales impulsores de creación de valor, actividades que se encuentran evidenciadas mediante el ejemplo y recomendaciones impartidas en forma permanente, relacionadas con el crecimiento personal y profesional.

Agradecimientos

A todos los Directivos, Docentes, Asesores, Personal Administrativo, Entrevistado, que han participado desde su ámbito de acción en forma activa e incondicional, en el desarrollo de la Maestría en Administración de Negocios y Finanzas Internacionales – MBA Internacional.

Resumen

La Caja Municipal de Ahorro y Crédito Huancayo SA, tiene como único accionista la Municipalidad Provincial de Huancayo, se constituyó mediante Decreto Ley 23039 de fecha 14 de mayo de 1980, se autorizó su funcionamiento e inicio de sus operaciones el 08 de agosto de 1988, en el marco del D.S. 157-90-EF y la Ley 26702 “Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la SBS “.

En los momentos actuales es de vital importancia la determinación de un rango de valores CMAC Huancayo, en línea con la Ley N° 30607 “Ley que modifica y fortalece el funcionamiento de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMACs)” promulgada con fecha 12 de Julio 2017, y que tiene como objetivo principal la incorporación de capitales nacionales e internacionales para garantizar su sostenibilidad y adecuar los requerimientos patrimoniales asociados al riesgo de crédito, operacional y mercado relacionados con las normas de la SBS y los acuerdos de Basilea.

Sobre la base del párrafo anterior, surge la necesidad de conocer un rango de valores de las 32,953,562 acciones comunes de la CMAC Huancayo, por tal razón, en la presente investigación mediante la aplicación de métodos y procedimientos de las finanzas corporativas modernas, se ha determinado cinco (05) valores de las acciones; cuatro (04) están asociados a los métodos dinámicos, cuyos importes por cada acción común equivalen a S/ 59, S/ 47, S/ 38 y S/ 30 soles, y el último corresponde al método estático relacionado con el valor contable o en libros equivalente a S/ 14 soles, información relevante y de alto nivel que debe ser utilizado para la toma de decisiones en la mesa de negociación entre compradores y vendedores.

Palabras Clave

Costo promedio ponderado de capital (WACC), costo de oportunidad del capital (CAPM), método estático, método dinámico, precio, rango de valores, valoración, valor actual neto (VAN).

Abstract

The Caja Municipal de Ahorro y Credito Huancayo SA, has the Provincial Municipality of Huancayo as its sole shareholder, was founded by statutory order 23039, on May 14, 1980, its operation was authorized and operations began on 08 August 1988, under the DS 157-90-EF and Law 26702 "General Law of the Financial System and the Insurance and Organic System of the SBS".

Nowadays, it is really important to mention the importance of a range of CMAC Huancayo values, in line with Law No. 30607 "Law that modifies and strengthens the operation of the Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMACs)" promulgated on 12 of July 2017, and whose main objective is the incorporation of national and international capital to guarantee its sustainability and adapt the patrimonial requirements associated with credit, operational and market risk related to the SBS regulations and the Basel agreements.

On the basis of the previous paragraph, there is a need to know the range of values of the 32,953,562 common shares of the CMAC Huancayo, for this reason, in the present investigation through the application of methods and procedures of modern corporate finance, it has been determined five (05) stock values; four (04) are associated to the dynamic methods, whose amounts for each common share are equivalent to S / 59, S / 47, S / 38 and S / 30 soles, and the last corresponds to the static method related to the book value or in books equivalent to S / 14 soles, relevant and high level information that must be used to make decisions at the negotiation table between buyers and sellers.

Keywords

Weighted average cost of capital (WACC), opportunity cost of capital (CAPM), static method, dynamic method, price, valuation, range of values, net present value (NPV).

ÍNDICE

Resumen.....	iv
Abstract.....	v
Introducción	xiii
Capítulo I: El Problema de Investigación.....	1
1.1. Planteamiento del Problema	1
1.2. Formulación del Problema.....	2
1.2.1. Problema general.	2
1.2.2. Problemas específicos.....	2
1.2.3. Justificación del tema de la investigación.....	3
1.3. Objetivos de la Investigación	4
1.3.1. Objetivo general.....	4
1.3.2. Objetivos específicos.....	4
Capítulo II: Marco Teórico	5
2.1. Antecedentes del estudio	5
2.1.1. Internacional.....	5
2.1.2. Nacional.....	7
2.2. Bases teóricas	8
2.3. Definición de términos básicos	12
2.4. Hipótesis de Investigación	18
2.4.1 Hipótesis general.....	18
2.4.2 Hipótesis específicas.....	18
Capítulo III: Metodología	20
3.1. Enfoque de la investigación.....	20
3.2. Alcance de la investigación	20
3.3. Diseño de la investigación	20
3.4. Descripción del ámbito de la investigación	21

3.5. Variables	22
3.5.1. Definición conceptual de las variables	22
3.5.2. Definición operacional de la(s) variables(s)	23
3.6. Delimitaciones	24
3.6.1 Temática: Área del conocimiento que se inserta en la investigación.	24
3.6.2 Temporal: Tiempo relacionado con el desarrollo de la investigación. ...	24
3.6.3 Espacial: Área geográfica en donde se desarrollará la investigación.	24
3.6.4 Limitaciones	24
3.7. Población y muestra	24
3.8. Técnicas e instrumentos para la recolección de datos	24
3.9. Validez y confiabilidad del instrumento	25
3.10. Plan de recolección y procesamiento de datos	25
Capítulo IV Desarrollo de la Investigación	26
4.1. Sector Financiero	26
4.2. Contexto Macroeconómico Peruano	26
4.3. Sector Financiero Peruano	28
4.3.1. Sector de Microfinanzas en el Perú	29
4.4. Descripción y análisis de la industria en la Microfinanzas	31
4.4.1. Con respecto a la competencia.	31
4.4.2. Análisis de la negociación con acreedores.	31
4.4.3. Análisis de la negociación con clientes internos y externos.	31
4.4.4. Análisis de los clientes exclusivos y compartidos en las CMACs.	32
4.5. Análisis de la CMAC Huancayo	34
4.5.1. Actividad económica y Marco Legal.	34
4.5.2. Estructura Accionaria	34
4.5.3. Calidad de la cartera de créditos.	35
4.5.4. Procedimiento para determinar las provisiones de riesgo de crédito	38
4.5.5. Análisis de las obligaciones con el público.	45
4.5.6. Análisis de fondeo de la CMAC Huancayo.	47
4.5.7. Análisis de ingresos y gastos financieros.	48
4.5.8. Análisis de los indicadores financieros de la CMAC Huancayo.	50

4.5.9. Requerimiento del patrimonio efectivo y ratio de capital global.....	55
4.5.10. Métodos de valoración.	57
4.5.11. Principales métodos de valoración de empresas.....	58
4.5.12. Criterios relevantes sobre la diferencia del valor y precio de la CMAC Huancayo.....	60
4.5.13. Características de valoración de la CMAC Huancayo.	61
4.5.14. Supuestos de los inductores para la valoración.....	63
4.5.15. Criterios técnicos sobre la justificación del uso del método de valoración	63
4.5.16. Determinación del costo de la deuda.	64
4.5.17. Determinación del costo de oportunidad del capital.....	64
4.5.18. Determinación de la tasa de descuento WACC.....	67
4.5.19. Aplicación del método de valorización de la CMAC Huancayo.....	68
4.5.20. Análisis de sensibilidad asociado al valor por riesgo de liquidez.....	73
4.5.21. Rangos de valores determinados.....	75
4.5.22. Análisis del buen gobierno corporativo.....	76
4.5.23. Aspectos relevantes del buen gobierno corporativo de la CMAC Huancayo.....	77
4.5.24. Gestión integral de riesgos en la CMAC Huancayo.....	77
4.5.25. Principales riesgos inherentes a las operaciones de la CMAC Huancayo	78
Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones	80
5.1. Conclusiones.....	80
5.2. Recomendaciones.....	81
Referencias Bibliográficas	82
Anexos	85
Anexo 1: Matriz de consistencia del estudio.....	85
Anexo 2: Entrevista.....	86
Anexo 3: Artículo del Diario Gestión	90
Anexo 4: Estado de Situación Financiera de la CMAC Huancayo	91
Anexo 5: Estado de Resultados de la CMAC Huancayo	93

Anexo 6: Flujos de Caja Libre Histórico de la CMAC Huancayo 2010 -2017	94
Anexo 7: Inductores de valores históricos de la CMAC Huancayo 2011 – 2017.....	95
Anexo 8: Inductores de valores proyectados de la CMAC Huancayo 2018 – 2028 ..	96
Anexo 9: Flujos de Caja Libre Proyectado CMAC Huancayo	97

Índice de Tablas

Tabla 1	Lista de las Cajas Municipales	22
Tabla 2	Operacionalización de las variables del estudio	23
Tabla 3	Plan de recopilación y procesamiento de datos	25
Tabla 4	Clasificación de Países por Riesgo Crediticio	27
Tabla 5	Participación del mercado de las colocaciones por Institución	28
Tabla 6	Número de entidades del Sistema Financiero.....	29
Tabla 7	Participación de Mercado del Sistema de CMACs.....	30
Tabla 8	Promedio de la Cartera de clientes exclusivos y compartidos CMACs abril 2017 – enero 2018	33
Tabla 9	Estructura Accionaria de la CMAC Huancayo.....	34
Tabla 10	Tipos de Crédito	40
Tabla 11	Categoría de riesgo	41
Tabla 12	Clasificación de la cartera.....	41
Tabla 13	Escenario 01.....	42
Tabla 14	Escenario 02.....	43
Tabla 15	Escenario 03.....	44
Tabla 16	Requerimiento de patrimonio efectivo y ratio de capital global por Caja Municipal.....	56
Tabla 17	Supuestos de los inductores para la valoración	63
Tabla 18	Determinación del costo de la deuda	64
Tabla 19	Criterios para determinación del costo de oportunidad del capital.....	65
Tabla 20	Beta según Damodaran	67
Tabla 21	Riesgo País expresado en puntos	67
Tabla 22	Criterios para la determinación de la tasa de descuento WACC	68
Tabla 23	Valor actual presente de flujos de caja proyectados	69
Tabla 24	Determinación del Valor Continuo (VC) y del Valor Actual del Valor Continuo (VAVC)	70
Tabla 25	Cálculo del valor de la CMAC Huancayo	71
Tabla 26	Método y procedimiento del descuento de flujos de caja libre proyectados ..	72
Tabla 27	Análisis de Sensibilidad.....	74
Tabla 28	Tasas de descuento por riesgo de liquidez.....	74
Tabla 29	Determinación del valor contable	75
Tabla 30	Determinación de rango de valores	76

Índice de Gráficos

Gráfico 1.	Promedio de cartera de clientes exclusivos y compartidos de CMACs (abril 2017 – enero 2018)	32
Gráfico 2.	Evolución de la cartera de crédito CMAC Huancayo y el promedio CMACs (en millones de soles)	36
Gráfico 3.	Crecimiento de la cartera de créditos CMAC Huancayo y el promedio CMACs	37
Gráfico 4.	Ratio de morosidad CMAC Huancayo y promedio CMCS.....	37
Gráfico 5.	Cobertura de la cartera atrasada con provisiones CMAC Huancayo y el promedio CMACs.....	38
Gráfico 6.	Promedio de participación de mercado del periodo 2008 - 2017 de las CMACs	43
Gráfico 7.	Promedio de participación de mercado del periodo 2013-2017 de las CMAC's.....	44
Gráfico 8.	Participación de mercado del periodo 2017 de las CMAC's.....	45
Gráfico 9.	Evolución de la cartera de captaciones de la CMAC Huancayo y el promedio CMACs	46
Gráfico 10.	Evolución de los depósitos con el público de la CMAC Huancayo y del promedio CMACs.....	47
Gráfico 11.	Promedio de fondeo periodo 2008-2017 de la CMAC Huancayo.....	48
Gráfico 12.	Evolución de ingresos y gastos CMAC Huancayo (millones de soles).....	49
Gráfico 13.	Evolución del Spread financiero de la CMAC Huancayo	49
Gráfico 14.	Spread financiero de la CMAC Huancayo y el promedio del Sistema CMACs	50
Gráfico 15.	Eficiencia y gestión: Gastos de administración/créditos totales	51
Gráfico 16.	Eficiencia y gestión: Créditos directos/N° de empleados	51
Gráfico 17.	Indicador de rentabilidad: ROAE	52
Gráfico 18.	Indicador de rentabilidad: ROAA.....	53
Gráfico 19.	Indicador de liquidez MN	54
Gráfico 20.	Indicador de liquidez ME	54
Gráfico 21.	Ratio de Capital global de la CMAC Huancayo y el promedio CMACs (2009-2017).....	57
Gráfico 22.	Rendimiento del Mercado S&P 500	66
Gráfico 23.	Rendimiento bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años	66
Gráfico 24.	Mesa de Negociación.....	76

Índice de Figuras

Figura 1.	La CMAC Huancayo en las regiones del Perú	33
Figura 2.	Fotografía de la Municipalidad Provincial de Huancayo	35
Figura 3.	Criterios relevantes sobre la diferencia del valor y precio de la CMAC Huancayo	60
Figura 4.	Oficina de Caja Huancayo	61

Introducción

La presente investigación, permite determinar la metodología y procedimientos más adecuados de la valoración de la Caja Municipal de Ahorro y Crédito Huancayo S.A. (en adelante CMAC Huancayo), considerando que en el Perú la industria de microfinanzas se encuentra en un proceso de maduración y las nuevas tendencias de finanzas corporativas, conlleva a conocer los diferentes métodos de valoración y la determinación del respectivo procedimiento técnico alineado a dicha industria.

La actividad principal que realiza la CMAC Huancayo, es satisfacer las necesidades de financiamiento de los emprendedores y mantener las relaciones por largo plazo a nivel regional y nacional, ofreciendo productos: crediticios, obligaciones con el público (depósitos) y servicios, con tasas de interés y/o comisiones competitivas en el mercado, en el marco de la Ley 26702 “Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros”.

La Ley N° 30607 “Ley que modifica y fortalece el funcionamiento de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMACs)” promulgada con fecha 12 de Julio 2017, dispone entre otros aspectos, la incorporación de capitales nacionales e internacionales para garantizar su sostenibilidad y adecuar los requerimientos patrimoniales asociados al riesgo de crédito, operacional y mercado exigidos por los acuerdos de Basilea.

En la presente investigación, teniendo en cuenta la temática actual y el giro del negocio de la CMAC Huancayo, pretendemos dar una visión esquemática, práctica y con caracterización de las actividades del proceso de valoración simple, entendible y aceptable dentro del ámbito académico, profesional y del sector microfinanciero.

Finalmente, debemos mencionar que el análisis de la valoración se realiza mirando el pasado, presente y futuro. Si se observa el pasado, se utiliza la información contable del valor en libros, en el presente, la información del valor de mercado y para el futuro los descuentos de flujos de caja; y que de acuerdo al mundo académico y empresarial este último análisis, sigue siendo uno de los mejores enfoques para estimar el valor de una empresa, considerando que dicho valor está dado por su capacidad de los activos de generar flujos de caja a largo plazo.

Capítulo I:

El Problema de Investigación

1.1. Planteamiento del Problema

El presente estudio tiene por objetivo determinar el método más apropiado para la valoración de la CMAC Huancayo; por ende, se tomará en cuenta lo más perfeccionado y generalizado en el mundo académico y de los negocios. La valoración de las empresas constituye actividades muy importantes en los procesos de fusiones, adquisiciones, donaciones, captación de nuevos accionistas, proyectos, internacionalización de los negocios, etcétera.

La estimación del valor de una empresa está dada por la capacidad de generar flujos de caja a largo plazo, la misma que está impulsada por el crecimiento sostenible de sus ingresos y la rentabilidad que se obtiene de su capital invertido respecto a su costo de capital y de la estructura del gobierno corporativo, con respecto a las funciones y responsabilidades y de la implementación de la gestión integral de riesgos.

El modelo de valoración incorpora el procedimiento de elaboración de los flujos de caja libre de la CMAC Huancayo, el mismo que es el resultado después de haber cumplido con todos los gastos e impuestos relacionados con la empresa, lo que queda se entrega al accionista como retribución de su inversión. Para la proyección de dichos flujos, el presente enfoque contempla 10 años y un periodo adicional relacionado con el crecimiento, por tratarse de una empresa en marcha, que se conoce como valor continuo y, para la actualización se demostrara en el presente trabajo de investigación que el más aceptado es el costo promedio ponderado de capital (WACC).

También es importante precisar para proyectar los flujos de caja se debe tomar en cuenta las siguientes interrogantes:

-) ¿Qué se debe observar al comparar la proyección futura con los resultados históricos?
-) ¿Cómo son los resultados e indicadores con respecto a las del Sistema de Cajas Municipales?

- J ¿Cuáles son las variables económicas que afectan a la CMAC Huancayo SA?
- J ¿Los Directores y colaboradores entienden los riesgos inherentes a las operaciones de la CMAC Huancayo, en el marco del Buen Gobierno Corporativo y la Gestión Integral de Riesgos?
- J ¿Es necesario contar con un mayor capital en las situaciones actuales?
- J ¿Qué otros factores de riesgos pueden aumentar o disminuir el valor de la CMAC Huancayo?

En línea con los párrafos anteriores, una cuestión inmediata que se deriva; es si el valor y precio son conceptos equivalentes, la respuesta es categóricamente negativa, en el caso del valor es un importe obtenido mediante la aplicación de procedimientos que se fundamentan en datos objetivos y contrastables y sirve de guía en el proceso de negociación entre los compradores y vendedores, mientras que el precio es el monto resultante de la oferta y la demanda existente en un determinado momento y en caso de llegar a un acuerdo entre ambas partes se establecerá el precio de la transacción.

1.2. Formulación del Problema

1.2.1. Problema general.

¿Cuál es el método más apropiado para la valoración de la CMAC Huancayo, que sirva de guía técnica, en el proceso de negociación relacionada con las fusiones, incorporación de nuevos accionistas y gestión de nuevos proyectos?

1.2.2. Problemas específicos.

- J ¿Cuál es el mejor procedimiento para proyectar los flujos de caja libre esperados en el futuro?
- J ¿Cuál es la herramienta y la tasa de descuento adecuada que ayude a determinar el valor de la CMAC Huancayo?
- J ¿Cuál es el mejor procedimiento para determinar el valor de continuidad?
- J ¿Cuál es el mejor procedimiento para proyectar las provisiones, relacionadas con las pérdidas esperadas del riesgo de crédito?

1.2.3. Justificación del tema de la investigación.

1.2.3.1. Justificación teórica del problema.

De las lecturas realizadas se ha determinado que existen diferentes metodologías relacionadas con la valoración que se pueden clasificar en cuatro grupos: estáticos, dinámicos, compuestos y múltiples, lo cual conlleva en el presente trabajo a verificar e identificar cuáles son los más adecuados, para valorar la CMAC Huancayo, así mismo, se revisará de ser el caso los métodos existentes aplicados en el sector financiero y específicamente en el Sistema de Cajas Municipales.

Cuando se valora una empresa se está determinado el valor actual de los flujos de caja libre proyectados, para lo cual, se utiliza como herramienta de actualización el valor presente neto (VAN) y se requiere una tasa de descuento definida por el costo promedio ponderado de capital- WACC (Weighted Average Cost Capital).

1.2.3.2. Justificación práctica del problema

El presente trabajo de investigación contribuirá a determinar una metodología y procedimiento y su respectiva articulación en forma objetiva, coherente en su elaboración y sencillo entendimiento, lo cual facilitará el proceso de la necesidad de valorar la CMAC Huancayo, por la situación actual relacionada con el fortalecimiento patrimonial, incorporación de nuevos accionistas, lanzamiento de nuevos productos, fusión, absorción, escisión e internacionalización del negocio.

También es importante mencionar que el campo académico, entre otros aspectos tiene por finalidad responder a los problemas, necesidades y exigencias de la realidad empresarial; en ese sentido, en varios casos, las mallas curriculares de las Maestrías en Finanzas, tanto a nivel nacional como internacional, incorporan el curso de valoración de empresas, considerando que actualmente está en auge como consecuencia de la globalización, competencia y adelanto tecnológico.

Para la aplicación del método más aceptado en el mundo académico y empresarial, con respecto a la valoración de la CMAC Huancayo se cuenta con información relevante para la

elaboración, difundida en diferentes fuentes bajo los principios de la transparencia y del buen gobierno corporativo; en tal sentido, dicho valor estará determinado por las tendencias históricas de sus resultados, por el valor actual de los flujos de caja libre proyectados, y para la actualización se utilizara como herramienta el valor presente neto (VAN) y la tasa de descuento, el costo promedio ponderado de capital- WACC (Weighted Average Cost Capital).

1.3. Objetivos de la Investigación

La presente investigación se encuentra relacionada con la determinación del valor CMAC Huancayo, en línea con la Ley N° 30607 “Ley que modifica y fortalece el funcionamiento de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (en adelante CMAC’s)”, y que tiene como objetivo principal la incorporación de nuevos socios para garantizar la sostenibilidad y lograr su crecimiento a nivel nacional e internacional.

1.3.1. Objetivo general.

Determinar el método más apropiado para la valoración de CMAC Huancayo, con la finalidad de contar con una guía técnica en el proceso de negociación relacionada con las fusiones, incorporación de nuevos accionistas y gestión de nuevos proyectos.

1.3.2. Objetivos específicos.

-) Determinar el mejor procedimiento para proyectar los flujos de caja libre esperados en el futuro.
-) Determinar la herramienta y la tasa de descuento adecuada que se utiliza en el cálculo del valor de la CMAC Huancayo.
-) Determinar el mejor procedimiento para calcular el valor continuo.
-) Determinar el procedimiento para proyectar las provisiones, relacionadas con las pérdidas esperadas del riesgo de crédito

Capítulo II: Marco Teórico

2.1. Antecedentes del estudio

2.1.1. Internacional.

El desarrollo de la presente investigación (Tesis) para optar por el grado de Magister en Finanzas, con Título en *Valoración de Empresas Banco BICE* en la Universidad de Chile Posgrado Economía y Negocios, el investigador propone la valoración del patrimonio para la entidad financiera Banco BICE que actualmente no transa sus acciones en ninguna Bolsa de Valores, trayendo como resultado de la proyección de flujos de caja para los accionistas conforme a estimaciones de crecimiento para la entidad bancaria y la industria local, además de la tasa de costo de capital propio acorde al riesgo operacional (estimación de beta patrimonial sin deuda).

El investigador concluye que la estimación de la tasa de descuento para el accionista del Banco BICE es de 10.023%, siendo razonable para la entidad y para la industria bancaria local, la misma que ha sido contrastada con la realizada por el profesor de Finanzas de la Universidad de Nueva York Aswath Damodaran, quien estima para la industria bancaria de economías emergentes una tasa de costo patrimonial con deuda de 9.16%, aspectos señalados por Fuenzalida, Errazuriz de Solminihac (2017).

Para optar por el grado de Especialista en Finanzas de la Empresa, con el Título de *Valoración Financiera de Banco Mercantil* de la Universidad Simón Bolívar (Caracas-Venezuela), el autor plantea solventar la falta de información existente y conocer el valor del Banco Mercantil, aplicando el método de valoración de flujos de caja libre. El proceso implicó el análisis de los estados financieros publicados, sobre la base de ellos se elaboró los flujos de caja libre históricos, proyectándolo para un horizonte de tres años y que fueron descontados utilizando la tasa de descuento del cálculo promedio ponderado del capital (WACC), para un periodo de cuatro (4) años que incluye uno de continuidad.

Dentro de las conclusiones el autor menciona que para la valoración de empresas se pueden utilizar muchos modelos, dependiendo del experto que valora y la finalidad con la

que se hace, por lo que recomienda a los investigadores usar el método más aceptado y reconocido para valorar una institución financiera el cual consiste en descontar los flujos netos de utilidades esperadas en el futuro. Finalmente, recomienda a la Universidad Simón Bolívar, la investigación de nuevos métodos de valoración y la aplicación a diferentes tipos de empresa, dado que existe un potencial desarrolló en esta área, relacionada con la situación política, económica y financiera del país, según el autor Sahmkow (2007).

La presente investigación fue desarrollada con la finalidad de optar por el Grado de Maestría en Administración con Título *El EVA como Medida de Gestión y Base de Valoración de una Empresa Industrial* de la Universidad Nacional de Colombia de la Facultad de Ciencias Económicas, la cual está basado en la información de los estados financieros reportados por una empresa del sector industrial colombiano durante el periodo 2006 -2015 a la Superintendencia de Sociedades, con dicha información se realizó un ejercicio del cálculo del EVA y con ello determinar si la empresa genera o destruye valor, para lograr dicho objetivo se revisó bibliografía de los principales métodos de valoración y posteriormente se analizaron estados financieros y luego se proyectó por un periodo de 5 años y se calculó el costo de capital, utilizado la metodología de CAPM.

Así mismo el investigador menciona que la valoración sirve para múltiples propósitos, siendo las más importantes operaciones de compra venta, valorizaciones de empresas cotizadas en bolsa, salidas de bolsa, identificación y jerarquización de los impulsores de valor, decisiones estratégicas sobre la continuidad de las empresas, entre otras.

Dentro de las conclusiones, menciona que la globalización ha incrementado la competencia para la obtención de recursos dinerarios de los accionistas; por lo cual, es necesario que las empresas deben demostrar que sus proyectos son rentables y que pueden cumplir con las expectativas que tienen los accionistas. Así mismo menciona que el método de valoración a pesar de las restricciones que se presentan es el modelo que permite medir la gestión de la compañía en términos de que si destruye o crea valor a favor de los accionistas, según el autor Almanza (2016).

2.1.2. Nacional.

La presente investigación fue desarrollado con la finalidad de optar por el Grado de Magister en Finanzas con el Título *Valoración de Empresa MIBANCO*, Banco de la Microempresa S.A. de la Universidad del Pacífico (Lima), la metodología propuesta por los investigadores está basada en el valor de la sociedad como negocio en marcha, en donde el valor de la empresa está relacionada a la generación de flujos futuros, proyectados bajo los supuestos de los resultados de la fusión y subsidiaria del Holding CREDICORP, dicha investigación también incluyó el análisis del negocio, competencia, la industria y el análisis del riesgo.

En el marco de la industria financiera, los principales supuestos de valoración considerados son: créditos desembolsados, número de deudores, calidad de las colocaciones, fondeo y depósitos, gastos de personal y el costo de capital.

En el resultado muestra diferentes valores de la acción la cual está asociada al método utilizado siendo los siguientes: valor de liquidación (más bajo) valor contable (intermedio) y descuentos de flujos de caja (más alto), según lo señalado por Becerra, Ramírez, Rojas (2016).

El presente estudio de investigación y análisis fue realizado por la Empresa “Apoyo Consultoría” en una Entidad financiera especializada en el Segmento de Microfinanzas - Financiera Confianza SA, teniendo por objeto la valoración de las acciones comunes con o sin derecho a voto emitidas, que servirá como guía para la Oferta Pública de Adquisición (OPA), y será utilizada por la Caja Rural de Ahorro y Crédito Nuestra Gente.

En este caso el estudio contempló un esquema básico de tres fases: en la primera fase se analizó las condiciones de la empresa y el mercado, en la segunda la determinación de la metodología a utilizar y la tercera la valoración de la empresa. Todo ello, en el Marco del Reglamento de Ofertas Públicas de Adquisición y compra de valores.

La información utilizada está relacionada con indicadores financieros proyectados como parte del análisis asociado con la eficiencia, operatividad, cobertura, endeudamiento y rentabilidad, mostrando tendencias razonables, su cartera de colocaciones esta explicada

principalmente por créditos a pequeñas y microempresas y de consumo, lo cual está incorporado en el informe elaborado por Apoyo Consultoría (2011)

2.2. Bases teóricas

En el contexto empresarial actual la valoración a nivel mundial está en pleno auge, considerando fundamentalmente el fenómeno de la globalización, unido a los factores de la competencia y el desarrollo tecnológico; aspectos que conllevan a realizar cambios de las estructuras corporativas, asociadas a las fusiones, adquisiciones, escisiones, financiamientos con capital estratégico, compras, ventas, garantías, retiros de accionistas, salidas de los mercados organizados, entre otras operaciones.

La valoración empresarial es un modelo usado dentro de las finanzas modernas para calcular un rango de valores entre las cuales se encuentra el precio de la empresa, y también es un instrumento fundamental de evaluación de los resultados de las empresas.

Dentro de un proceso de negociación en la práctica entre compradores y vendedores, generalmente se debe realizar una serie de actividades, siendo las más importantes: acercamiento entre ambas partes, generación de un acuerdo de confidencialidad debidamente firmado por los representantes legales y/o apoderados, la realización de un Due Diligence (diligencia de vida) entregándose toda la información necesaria para dicha actividad; luego, continua el proceso real de la valoración, la fijación de un precio y un cierre financiero que debe coincidir con un balance trimestral, semestral, anual o una fecha específica.

La valoración de las empresas es una tarea muy importante en los procesos de fusiones y adquisiciones, salidas o entradas de la bolsa, en tal sentido en el mundo de las finanzas existen metodologías aceptadas comúnmente y consideradas como los mejores enfoques para estimar el valor de las empresas, cada uno de dichos métodos varían en sofisticación y objetivos lo que reportan sus ventajas y desventajas. A continuación, detallamos algunos autores que difunden guías teóricas y prácticas relacionadas a la valoración de empresas:

Cuando se valora una empresa, se está determinando el valor actual de los flujos de caja futuros. En ese sentido, en la empresa se puede ver como un conjunto de activos que generan caja, por lo que, al valorizarla, estamos determinando el valor esperado de esos activos. La

herramienta que se emplea es el valor actual neto (VAN) el cual actualiza los flujos de caja futuros a la fecha en que se realiza la evaluación. Finalmente, los flujos de caja proyectados deben ser actualizados con la herramienta del VAN, la cual requiere la determinación de una tasa de descuento, si se determina el valor de la empresa empleando el flujo de caja operativo, se empleará como tasa de descuento el costo de capital medio ponderado (WACC), propuestas realizadas por Forsyth (2004).

Para calcular el valor de una empresa, uno de los métodos más utilizados es el descuento de flujos de caja (Discounted Cash Flow o DCF), dicho método analiza y estima los resultados futuros de una empresa para determinar el precio de las acciones en el presente, a partir de la actualización de dichos flujos descontándolos a una tasa media ponderada de los recursos utilizados; criterios que son sustentados por Fabregat, Alcover, Labatut, Fernández, Marín y Ruiz (2009).

Los parámetros de valoración son la tasa de descuento (WACC) y para el crecimiento es el cálculo del valor residual (g). Normalmente se realiza un análisis de sensibilidad al costo de recursos propios y para el más sensible incorpora las consideraciones del riesgo, además que la valoración por descuento de flujos de caja se refiere al valor de mercado del Equity a través del procedimiento estándar de descontar el cash flow libres a la tasa WACC y, para hallar el valor de la empresa se resta la deuda financiera, inferencia señalada por Revello de Toro (2014).

La clasificación de los principales modelos de valoración basados en el descuento de flujos de caja serían los siguientes: Modelos basados en el descuento de dividendos, modelos basados en el descuento de flujos de caja libre, modelos basados en el descuento del valor económico añadido y el modelo basado en el descuento de la renta residual, lo señala Gutiérrez (2010).

El modelo de descuento de flujos de caja, parte de ciertas asunciones bajo las cuales la tasa esperada de rentabilidad de las acciones puede estimarse como la suma de la rentabilidad esperada de los dividendos más la tasa de crecimiento de dichos dividendos futuros. Los expertos pueden escoger la metodología más adecuada, estos se pueden clasificar en tres grupos, según la procedencia de los datos utilizados: valores basados en el balance, múltiples, sistemas mixtos, descuentos de flujos, basados en la creación de valor y opciones

reales, lo indican Casanovas y Santandreu (2011).

Con respecto, a las reflexiones preliminares relacionadas a la redacción del informe, el profesional de la investigación considerara que está apunto de elaborar el informe cuando haya recogido la información necesaria y aplicando las metodologías más adecuadas para la valoración, siendo las siguientes:

- a) Escoger el modelo de valoración a incluir en el informe de acuerdo con la situación de la empresa.
- b) Revisión de los aspectos relevantes en la utilización de las metodologías como la tasa de actualización o el valor residual.
- c) Reflexiones sobre los objetivos del estudio de posibles mejoras de trabajo según los problemas detectados.
- d) Elaboración de las conclusiones definitivas.

El valor es un concepto más abstracto que el precio, puesto que presenta connotaciones ideales, mientras que el precio es más tangible, es simplemente una referencia a cambio de un pago en dinero o en especies, lo señala Zitzmann (2011).

Se debe tener presente la diferencia entre el valor y el precio; con respecto al valor, es la cantidad determinada mediante la aplicación de metodologías y procedimientos técnicos y que se fundamentan en datos objetivos y contrastables; por el contrario, el precio es la cantidad resultante de un proceso de negociación y se ha tomado como referencia los valores obtenidos, por consiguiente, se ponen de acuerdo las partes negociadoras: compradores y vendedores, aspectos señalados por Revello de Toro (2014).

Con respecto a los métodos de valoración, tanto los expertos como los autores señalan diferentes clasificaciones, las cuales se detallan a continuación: métodos patrimoniales, métodos híbridos, métodos basados en la rentabilidad, múltiplos de transacciones comparables, múltiplos de compañías cotizadas comparables, flujos de caja descontados, métodos de valoración contables, métodos de valoración de empresas, valores basados en el balance, sistemas mixtos, basados en la creación de valor, métodos estáticos, métodos dinámicos, métodos compuestos, modelos basados en el descuento de dividendos, descuentos de flujos de caja libre, descuentos de renta residual, entre otros; aspectos señalados por Casanovas y Santander (2011), Fabregat y Alcover (2009), Revello de Toro

(2014), Jiménez y De la Torre (2017).

Sobre la valoración de empresas, cuando no cotizan en mercados organizados, existen factores que inciden en el saldo óptimo de los activos líquidos, cuyo impacto se ve reflejado en mayores gastos por pago de intereses, mayores descuentos en la venta de activos, pérdida de descuento por pago en efectivo, deterioro de la calificación de crédito de la compañía, posible insolvencia financiera, en línea con lo antes comentado, en la práctica profesional viene haciendo uso de una reducción del valor en forma de porcentajes para lo que se apoyan en la propia experiencia y los estudios resultantes de la investigación. Estos porcentajes suelen oscilar entre el 20 por 100 y 50 por 100, aspectos señalados por Mercer, (1997); Reilly y Rotkowski, (2007); Rojo y Alonso, (2008).

La liquidez del mercado está relacionada con el riesgo de no poder convertir en dinero o cerrar una posición a tiempo en el mercado en un momento específico sin impactar en el precio de mercado o en el costo de la operación, inferencia señalada por Ruiz, Ignacio, Torres, (2000)

Para determinar la tasa “g” variable principal de crecimiento en el valor de continuidad, el cual está relacionado con el flujo de caja que debe ser coherente con las inversiones, y para ser mayores a cero exige asumir la hipótesis de existencia de oportunidades de proyectos, dicho valor de tasa de crecimiento fluctúa entre 0 y 2 ó 3% (Fabregat 2009).

El componente de la tasa de crecimiento nominal suele ser la inflación, por ejemplo, si la inflación está en un 4% y el crecimiento proyectado es de 2%, esto implica una tasa aproximada del 2% ($4\% - 2\%$), de crecimiento real de los flujos de caja (Fabregat 2009).

El flujo de efectivo libre es ampliamente discutido y citado dentro del ámbito empresarial, sobre los procedimientos y las diferentes maneras de elaboración, en los cuales los estudiosos y analistas aplican sus criterios, conocimientos y experiencias, con respecto a las obligaciones básicas relacionadas con las operaciones relevantes del giro del negocio, aspectos señalados por (Meigs, Williams, Haka, Bettner 2000).

2.3. Definición de términos básicos

Activo Total: Este rubro comprende los recursos líquidos disponibles, el portafolio de créditos concedidos a personas naturales y personas jurídicas, inversiones a corto y largo plazo en valores, títulos y bienes que permanecen en la institución financiera y los gastos pagados por adelantado y que posteriormente en forma proporcional se registran en la cuenta de resultados.

Apetito por el Riesgo. - El nivel de riesgo que la empresa está dispuesta a asumir en su búsqueda de rentabilidad y valor.

Beta (). - Medida del riesgo sistémico de un activo. Mide la sensibilidad del valor de una acción frente a las variaciones del mercado:

- J Cuando Beta es mayor a 1 el riesgo de la empresa o acción es más riesgosa que el mercado (acciones riesgosas).
- J Cuando Beta es menor a 1 el riesgo de la empresa es menor a la del mercado (acciones defensivas).
- J Cuando Beta es igual a 1 el riesgo de la empresa o acción es igual que el riesgo de mercado.
- J Cuando Beta es igual a 0, no hay riesgo (Bonos del Tesoro EE.UU.).

Capital Social: Comprende el capital pagado, el capital suscrito, el componente patrimonial de los instrumentos financieros compuestos, y las suscripciones pendientes de pago menos capital emitido no suscrito. Cabe precisar que el capital pagado conforma los aportes de los accionistas, incluyendo las reinversiones de utilidades, capitalización de reservas en línea con las normas legales.

Cartera Atrasada: Créditos directos que no han sido cancelados o amortizados en la fecha de vencimiento y que están registrados contablemente como créditos vencidos y/o en cobranza judicial.

Cartera de Alto Riesgo: Está conformada por rubros que están registrados contablemente como créditos reestructurados, refinanciados, vencidos y en cobranza

judicial, en línea con el Manual de Contabilidad.

Cartera Pesada: Está relacionada con la calificación crediticia del deudor con la categoría de riesgo: deficiente, dudoso y pérdida.

Capital Asset Pricing Model (CAPM): Modelo económico que utiliza las finanzas modernas para predecir la relación entre la rentabilidad y riesgo de una inversión, cuya herramienta principal es la β , es un buen indicador porque recoge el riesgo.

Costo Promedio Ponderado del Capital - WACC (Weight Average Cost Capital): Es el promedio de los costos de financiamiento que se usaran independientemente del financiamiento específico, que puede ser, acciones preferentes, acciones comunes o vía endeudamiento.

Créditos Directos: Corresponden al rubro principal del giro del negocio de las empresas del Sistema Financiero, que está constituido fundamentalmente por la entrega de dinero a los clientes en diversas modalidades, y que estos tienen la obligación de devolver el monto de dinero dentro de los plazos establecidos contractualmente y se encuentran registrados en cumplimiento del Manual de Contabilidad como créditos vigentes, reestructurados, refinanciados, vencidos y en cobranza judicial.

Créditos Castigados: Están relacionados con clientes clasificados como pérdida e íntegramente provisionados al 100% y están controlados en cuentas de orden, cabe precisar que para castigar un crédito deben existir evidencias fácticas de su irrecuperabilidad o de lo contrario el importe debe ser menor al costo de iniciar un proceso judicial o arbitral.

Créditos por Categoría de Riesgo del Deudor:

- J Créditos en Categoría Normal
- J Créditos en Categoría con Problemas Potenciales
- J Créditos en Categoría Deficiente
- J Créditos en Categoría Dudoso
- J Créditos en Categoría Pérdida

Tipos de Créditos

- J Corporativos
- J Grandes empresas
- J Medianas empresas
- J Pequeñas empresas
- J Microempresas
- J Consumo: revolvente y no revolvente
- J Hipotecarios para vivienda

Créditos por Modalidad

- J Arrendamiento Financiero
- J Descuentos
- J Factoring
- J Lease-back
- J Pignoraticio
- J Préstamos
- J Préstamos no revolventes para automóviles

Créditos según situación:

- J Créditos Vigentes
- J Créditos Refinanciados
- J Créditos Vencidos
- J Créditos en Cobranza Judicial

Créditos Indirectos o Créditos Contingentes: Representan los avales, las cartas fianza, las cartas de crédito, las aceptaciones bancarias, los créditos aprobados no desembolsados y las líneas de crédito no utilizadas otorgados por las empresas del sistema financiero.

Depósitos del Público: Comprende los depósitos realizados por el público bajo diferentes modalidades siendo las principales: cuentas corrientes, ahorros, cuentas a plazo en MN y ME, entre otros fondos captados. Así mismo, en este rubro se registran los gastos devengados que se encuentran pendientes de pago a dichos clientes.

Gastos Financieros: Corresponden los importes registrados en cuentas de gastos, relacionados con las captaciones con el Público, Fondos Interbancarios, Depósitos con Empresas del Sistema Financiero y Organismos Internacionales, Adeudos, Obligaciones Financieras, Valores, Títulos y Obligaciones en Circulación.

Gastos por Servicios Financieros: son los gastos relacionados con: cuentas por cobrar, créditos indirectos, fideicomisos, comisiones de confianza, entre otros gastos diversos.

Hipótesis: Son explicaciones tentativas de la relación entre dos o más variables

Ingresos Financieros: Incluye los ingresos relacionado con las siguientes operaciones: Disponible, Fondos Interbancarios, Inversiones, ingresos por diferencia de tipo de cambio, entre otros ingresos financieros.

Ingresos por Servicios Financieros: Corresponden a los ingresos relacionados con: cuentas por cobrar, operaciones contingentes, fideicomisos, comisiones de confianza, arrendamientos financieros, entre otros servicios.

Metodología de la investigación: Es un conjunto de procedimientos y técnicas que se aplican de manera ordenada y sistemática en la realización de un estudio. La función de la metodología de la investigación es otorgarles validez y rigor científico a los resultados obtenidos en el proceso de estudio y análisis.

Patrimonio Efectivo: Importe extracontable que sirve de respaldo para cubrir riesgo de crédito, riesgo de mercado y riesgo operacional.

Proceso. - Conjunto de actividades, tareas y procedimientos organizados y repetibles que producen un resultado esperado.

Reglas de Oro de Interpretación de los Índices Financieros

-) No juzgar a una empresa con datos de un solo ejercicio, si no con 5 o más años.
-) No juzgar a una empresa en forma aislada, si no debe ser comparada con empresas del mismo sector, así como también con la mejor.
-) La información que se compara tiene que ser uniforme y consistente.

Riesgo. - La condición en que existe la posibilidad de que un evento ocurra e impacte negativamente sobre los objetivos de la empresa.

Riesgo Cambiario: Posibilidad de pérdidas derivadas de fluctuaciones de los tipos de cambio y del precio del oro.

Riesgo de Crédito: Es el principal riesgo inherente a las operaciones de las entidades del Sistema Financiero, asociadas a incertidumbres de pérdidas por la falta de capacidad de pago o voluntad de los clientes, con la finalidad de cumplir con sus obligaciones contractuales debidamente formalizados en los respectivos contratos.

Riesgo de Liquidez: Posibilidad de pérdidas por la venta anticipada o forzosa de activos a descuentos inusuales para hacer frente a obligaciones, así como por el hecho de no poder cerrar rápidamente posiciones abiertas o no cubrir posiciones en la cantidad suficiente y a un precio razonable.

Riesgo Operacional: Está relacionado con las incertidumbres de pérdidas debido a los siguientes factores de riesgos: procesos inadecuados, errores humanos, fallas del Sistema Informático, eventos externos. Precizando además que incluye el riesgo legal excluyendo al riesgo de reputación y estratégico.

Riesgo Propio: Persona o entidad con la responsabilidad y autoridad para gestionar el riesgo.

Riesgo de Tasa de Interés: Posibilidad de pérdidas financieras como consecuencia de movimientos adversos en las tasas de interés, que afecta las utilidades y el valor patrimonial de la empresa

Riesgo de mercado. - Está relacionado con el denominado riesgo sistémico sobre posiciones dentro y fuera del balance, derivadas de las volatilidades de los precios del mercado: tasas de interés, precio y tipo de cambio.

Riesgo País: Es un índice que intenta medir el grado de riesgo que entraña un país para

las inversiones extranjeras. Los inversores, al momento de realizar sus elecciones de dónde y cómo invertir, buscan maximizar sus ganancias, pero además tienen en cuenta el riesgo, esto es, la probabilidad de que las ganancias sean menor que lo esperado o que existan pérdidas.

Tolerancia al Riesgo. - El nivel de variación que la empresa está dispuesta a asumir en caso de desviación a los objetivos empresariales trazados.

Variable: Es una propiedad que tiene una variación que puede medirse u observarse.

Indicadores Financieros

) **Solvencia.** – La definición está referida al valor de mercado de los activos totales que alcance para cubrir el valor del mercado del total de sus pasivos exigibles, para el caso de la CMAC Huancayo en línea con las disposiciones de la SBS los indicadores más importantes son:

- **Ratio de Capital Global (%).** Esta métrica considera al patrimonio efectivo como valores porcentuales de los activos y contingentes ponderados por riesgos totales en cual es asignado a cubrir el riesgo operacional, de mercado y riesgo de crédito, en línea con los acuerdos de Basilea.
- **Pasivo Total / Capital Social y Reservas (N° veces):** Esta métrica mide el nivel de apalancamiento financiero de la empresa.

) **Calidad de Activos**

- Créditos Atrasados (criterio SBS) / Créditos Directos (%)
- Créditos Atrasados con más de 90 días de atraso / Créditos Directos (%)
- Créditos Refinanciados y Reestructurados / Créditos Directos (%)
- Créditos Atrasados MN (criterio SBS) / Créditos Directos MN (%)
- Créditos Atrasados ME (criterio SBS) / Créditos Directos ME (%)
- Créditos de alto riesgo / Créditos directos (%)
- Provisiones / Créditos Atrasados (%)

) **Rentabilidad**

- **Rendimiento sobre los activos o Rendimiento sobre la inversión – ROIC (Return on Investment).** - Es una medida de desempeño global del negocio, y relaciona el beneficio obtenido en el periodo con la inversión. Para poder analizar y determinar si el ROIC es bueno o malo, es importante conocer y comparar con costo promedio ponderado del capital (WACC).
- **Return on assets (ROAA).** - Sirve para evaluar si la gerencia ha obtenido un rendimiento razonable de los activos bajo su control. Debe ser mayor al costo del endeudamiento de la empresa, para considerarse como una buena gestión.
- **Return On Equity (ROAE).** - Mide el rendimiento obtenido por parte de la gerencia sobre la inversión de los accionistas. Debe ser mayor al costo de oportunidad de los accionistas, para considerarse como una buena gestión.
- **Valor presente neto (VAN).** - Es un indicador de rentabilidad. Determina el valor presente de los flujos de fondos de los negocios. Si el VAN es positivo quiere decir que el proyecto genera un rendimiento superior a la tasa de descuento, en tanto sea negativo no alcanza ese rendimiento. $VAN \geq 0$ se acepta el proyecto, $VAN < 0$ se rechaza el proyecto.

2.4. Hipótesis de Investigación

2.4.1 Hipótesis general.

El descuento de flujos de caja es el método más apropiado para determinar la valoración de la CMAC Huancayo, con la finalidad de contar con una guía técnica, en el proceso de negociación relacionada con las fusiones, incorporación de nuevos accionistas y gestión de nuevos proyectos.

2.4.2 Hipótesis específicas.

-) La mejor metodología y procedimiento utilizado para calcular el valor de la CMAC Huancayo, es el descuento de flujos de caja libre esperados en el futuro.

-) La herramienta y la tasa de descuento adecuada que refleja el valor de la CMAC Huancayo, está determinada por el VAN y el WACC.
-) El mejor valor de continuidad está determinado por la renta perpetua con tasa de crecimiento constante.
-) El mejor procedimiento para proyectar las provisiones, relacionadas con las pérdidas esperadas del riesgo de crédito, es el genérico y el específico.

Capítulo III: Metodología

3.1. Enfoque de la investigación

El enfoque utilizado es el cuantitativo que conlleva a realizar un seguimiento riguroso de actividades secuenciales bajo reglas lógicas (razonamiento deductivo), que en conjunto forman procesos asociados a la presente investigación, y los datos generados poseen los estándares de validez y confiabilidad, los cuales están enmarcados bajo el principio de transparencia, difundidos por la SBS, SMV, BCRP, SOAs y clasificadoras de riesgo.

3.2. Alcance de la investigación

En la presente investigación, se formula una propuesta metodológica y procedimental de la valoración de la CMAC Huancayo, utilizando como fuentes principales las páginas Web: único accionista (Municipalidad Provincial de Huancayo), CAMC Huancayo, y también la información disponible de la SBS y SMV desde el año 2008 al 2017, sirviendo de base para proyectar los flujos de caja libre de (10) diez años y (01) uno de continuidad.

Cabe precisar que el Grupo que forma parte de la presente investigación no tiene ningún interés en los negocios existentes de la CMAC Huancayo, por lo tanto, las conclusiones y recomendaciones relacionadas con los métodos de valoración son válidas solo para el campo académico y que en futuro puede variar dependiendo de los adelantos de la ingeniería financiera, cambios macroeconómicos, tecnológicos y políticos.

3.3. Diseño de la investigación

Con la finalidad de obtener la información que se requiere en la presente investigación, se ha definido realizar las siguientes actividades más relevantes, que a continuación se detallan:

-)] Especificar las metodologías de valoración más utilizados en el mundo académico y empresarial.
-)] Elaboración de comentarios actuales sobre el auge de las valoraciones empresariales.

- J Determinar que herramientas financieras y tasas de descuentos, son las más utilizadas para calcular el valor de la CMAC Huancayo.
- J Determinar los motivos por los cuales se realizan las valoraciones de las empresas.
- J Mediante el uso de fuentes públicas de la SBS y SMV relacionadas con información estadística, información de estados financieros auditados; elaborar flujos de caja y cuadros estadísticos, que sirvan como sustento fáctico de la determinación del mejor valor de la CMAC Huancayo.
- J Buscar información confiable en la página Web de la Municipalidad Provincial de Huancayo, sobre las empresas que conforman la Corporación Municipal, los accionistas y políticas de dividendos.
- J Realizar visitas a COPEME, con la finalidad de solicitar información relevante para ser incorporadas en la presente investigación, en línea con la objetividad del cálculo del valor de la CMAC Huancayo.
- J Realizar entrevistas con la finalidad de obtener información de alto nivel jerárquico y estratégico de Directivos del sector Microfinanciero.
- J Determinar la importancia en la valoración de la CMAC Huancayo, la implementación del buen gobierno corporativo, en cumplimiento de las normas emitidas por los entes supervisores.

3.4. Descripción del ámbito de la investigación

Las características más importantes y relevantes corresponden a empresas del sector financiero, cuyos únicos accionistas son las Municipalidades de Provincias y la Municipalidad Metropolitana de Lima, a la fecha son 12 Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, las mismas que están supervisadas por la SBS, se adjunta la relación correspondiente en la siguiente tabla:

Tabla 1
Lista de las Cajas Municipales

Código	Cajas municipales de ahorro y crédito
01	Caja Municipal de Ahorro y Crédito Sullana
02	Caja Municipal de Crédito Popular de Lima
03	Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Piura
04	Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Arequipa
05	Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Huancayo
06	Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Cuzco
07	Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Maynas
08	Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Ica
09	Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Paita
10	Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Santa
11	Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Trujillo
12	Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Tacna

Fuente: SBS - elaboración propia

En el cuadro precedente, la institución en estudio tiene el código N° 05 “Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Huancayo” asignada por la SBS.

3.5. Variables

3.5.1. Definición conceptual de las variables.

El Descuento de flujos de caja. - Es una herramienta estratégica relacionada con la valoración de las empresas. El valor de la empresa está dado por su capacidad de generar flujos de caja a largo plazo e impulsadas por su crecimiento y rentabilidad que se obtiene de su capital invertido respecto de su costo de capital.

El valor de la CMAC Huancayo. - Es el importe obtenido mediante la aplicación de una metodología y procedimiento de la valoración, que se fundamenta en la información confiable obtenida en el marco del principio de la transparencia y el Buen Gobierno Corporativo de la SBS y la SMV, para ello, se utiliza los flujos de caja futuros actualizados mediante la herramienta denominada VAN y la tasa de descuento WACC.

3.5.2. Definición operacional de la(s) variables(s).

Tabla 2

Operacionalización de las variables del estudio

Variables	Sub variables	Indicadores	Fuente de datos	Instrumento para el recojo de datos
Descuentos Flujos de Caja	Flujos de Caja Libre y Tasa de Descuento	VAN WACC Costo de la Deuda Costo de Capital De Solvencia Ratio del Capital Global Calidad de la Cartera:	Información estadística de la SBS, SMV, BCRP, Dictámenes Auditores Externos, COPEME, periódicos, páginas Web de la CMAC Huancayo y la Municipalidad Provincial de Huancayo	Tecnología: Uso del Excel para el Procesamiento de la información cuantitativa, contenida en los EEEF, Anexos, Reportes, Dictámenes de Auditores Externos obtenida de fuentes públicas.
Valor de la Caja Huancayo	Flujos de Caja Histórico CMAC Huancayo 2008 - 2017 Flujos de Caja Proyectado 2018 – 2028.	Mora, Provisiones Cartera de Alto Riesgo Eficiencia y Gestión Créditos directos/ Número de Empleados Crédito directo/ número de oficinas Depósitos / créditos directos Rentabilidad ROEA Y ROAA Ratio Liquidez en MN Y ME	Estimaciones sobre la base de valores proyectados Determinar un rango de valores estáticos y dinámicos de la CMAC Huancayo, sobre la base de los flujos de caja mediante del uso del VAN, WACC, indicadores financieros, entre otras informaciones.	Entrevistas: Con la finalidad de obtener información de alto nivel jerárquico y estratégico de Directivos del sector Microfinanciero.

3.6. Delimitaciones

3.6.1 Temática: Área del conocimiento que se inserta en la investigación.

La valoración de la CMAC Huancayo, corresponde al ámbito de las finanzas corporativas que se está desarrollando y ha tomado relevancia en los últimos años, tanto en el mundo de los negocios y académicos.

3.6.2 Temporal: Tiempo relacionado con el desarrollo de la investigación.

El tiempo considerado en la presente investigación data de los periodos desde el año 2008 al 2017 y para la proyección los años 2018 al 2028.

3.6.3 Espacial: Área geográfica en donde se desarrollará la investigación.

Comprende todos los lugares donde la CMAC Huancayo tiene Oficinas especiales y Agencias ubicadas en el territorio peruano.

3.6.4 Limitaciones

No contó con información de alto nivel relacionada con la política de dividendos, Plan Estratégico Institucional (PEI), y Plan Operativo Institucional (POI), Actas de las Sesiones de Directorio, Comité de Auditoría y Comité de Riesgos e Informes Anuales de visitas de inspección de la SBS.

3.7. Población y muestra

No aplicable, por ser un estudio de un caso específico de valoración de la CMAC Huancayo.

3.8. Técnicas e instrumentos para la recolección de datos

Como instrumentos principales en la presente investigación se ha utilizado:

- J) Tecnología: Uso del Excel para el Procesamiento de la información cuantitativa, contenida en los EEFF, Anexos, Reportes, Dictámenes de Auditores Externos obtenida de fuentes públicas.
- J) Entrevistas: Con la finalidad de obtener información de alto nivel jerárquico y estratégico de Directivos del sector Microfinanciero

3.9. Validez y confiabilidad del instrumento

La información reúne las características de disponibilidad, integridad y pública, la cual está contenida en la página web de la SBS, SMV, BCRP; CMAC Huancayo y la Municipalidad Provincial de Huancayo.

3.10. Plan de recolección y procesamiento de datos

La recolección y procesamiento de datos se adjuntan en la siguiente tabla:

Tabla 3

Plan de recopilación y procesamiento de datos

Actividades/Meses	Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	Abril
Fundamentación teórica						
Metodología del trabajo						
Preparación de instrumentos de recojo de datos relevantes						
Recojo de datos cuantitativos y cualitativos						
Estructuración de datos						
Análisis de datos de campo						
Análisis de información secundaria						
Redacción técnica de análisis						
Redacción de documento final						

Fuente: elaboración propia

Capítulo IV

Desarrollo de la Investigación

4.1. Sector Financiero

A inicios de los años 90 el problema central de las Instituciones de Microfinanzas (en adelante IMF) en América Latina era como alcanzar la sostenibilidad, rentabilidad, considerando, sobre todo, la implementación de plataformas tecnológicas crediticias y financieras adecuadas, que permita contar con una cartera de créditos de buena calidad y con rendimientos superiores a los costos.

Con respecto a la inclusión financiera en Latinoamérica aún es baja, al 2016, la relación Depósitos/PBI alcanzó un nivel promedio de 46.7%, mientras que el cociente Crédito/PBI ascendió a 44.7% para el mismo período; sin embargo, la tendencia de la inclusión es positiva que se ha mantenido desde el año 2011 en línea con el entorno macroeconómico de América Latina.

Con relación a las colocaciones totales de empresas dedicadas principalmente a los microcréditos, los tres países con mayor participación son Brasil con 24%, Perú con 19% y Colombia con 14%.

Como la inclusión financiera, está relacionada con la formalización laboral, según estudios del Banco Mundial del periodo 2016, los países desarrollados que pertenecen a la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico, el 85% de trabajadores cuentan con un empleo formal, mientras que en los países de América Latina y el Caribe la tasa es de 35% en promedio.

4.2. Contexto Macroeconómico Peruano

Durante los periodos 2010 al 2017, el tipo de cambio promedio de soles / dólar americano se situó alrededor de los S/. 3.25 por dólar (Fuente: BCRP Data Estadística).

Como aspecto importante, al 05.03.2018 la escala de calificación crediticia asignada al Perú con la categoría de “grado de inversión”, por las entidades de riesgo internacional;

tiene impacto relevante en la promoción y crecimiento de inversiones, seguridad en el proceso de emisión de deuda, costo de la deuda, negociaciones internacionales, entre otras ventajas financieras.

En octubre 2007 la empresa de calificación de riesgo crediticio Dominion Bond Rating Service (DBRS) otorgó al Perú por primera vez, el grado de inversión BBB, dicha calificación continua, al cierre del primer trimestre del 2014, el Perú mantuvo la calificación BBB+ / A3 según S&P-Fitch y Moody's respectivamente y al 05.03.2018 sigue con la misma calificación, se adjunta la siguiente tabla:

Tabla 4
Clasificación de Países por Riesgo Crediticio

País	Moody's	S&P	Fitch
Argentina	B2	B+	B
Bolivia	Ba3	BB	BB-
Brasil	Ba2	BB-	BB-
Chile	Aa3	A+	A
Colombia	Baa2	BBB-	BBB
Costa Rica	Ba2	BB-	BB
Ecuador	B3	B-	B
El Salvador	B3	CCC+	B-
México	A3	BBB+	BBB+
Panamá	Baa2	BBB	BBB
Paraguay	Ba1	BB	BB
Perú	A3	BBB+	BBB+
Uruguay	Baa2	BBB	BBB-
Venezuela	Caa3	SD	RD

Fuente: MEF Elaboración Propia

Como fundamento principal, de la calificación de Moody's que sitúa al Perú dentro de la categoría A, se encuentra la disminución de la deuda pública y sostenibilidad de crecimiento económico.

Las clasificadoras de riesgo internacional han otorgado al Perú la categoría de Grado de Inversión, cuyas escalas y significado son las siguientes: (i) A3 Gran capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras, pero es más susceptible a cambios en las condiciones económicas que enfrenta, (ii) BBB+ Capacidad adecuada para cumplir sus obligaciones financieras, pero con condiciones económicas adversas que pueden debilitar su capacidad para cumplir sus pagos.

4.3. Sector Financiero Peruano

El sector financiero peruano supervisado por la SBS, está conformado por la Banca Múltiple, Banca Estatal, Banca de Inversión, Empresas Financieras, Cajas Municipales, Cajas Rurales, Edepymes y Arrendamiento Financiero.

A finales del año 2017, el total de colocaciones (créditos directos) del sistema financiero fue de S/. 285,100 MM siendo 5.67% mayor a la cartera total de dichos créditos en el año anterior S/ 269,803 MM, se adjunta el cuadro siguiente en porcentajes:

Tabla 5

Participación del mercado de las colocaciones por Institución

Nombres de Entidades	2017	2016	2015	2014	2013
Banca Múltiple	86%	87%	88%	86%	86%
Banca Estatal	2%	2%	2%	2%	2%
Banca de Inversión	0%	0%	0%	0%	0%
Empresas Financieras	4%	4%	4%	5%	5%
Cajas Municipales	7%	6%	6%	6%	6%
Cajas Rurales	1%	0%	0%	1%	1%
Edepymes	1%	1%	1%	1%	1%
Arrendamiento Financiero	0%	0%	0%	0%	0%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: SBS Elaboración Propia

Tal como se puede apreciar en el cuadro precedente, la Banca Múltiple es el sector de mayor participación del total de Créditos Directos con S/. 245,552 MM al 2017 equivalente al 86%, seguido por las Cajas Municipales con S/.19, 693 MM con 7%, en

tercer lugar, las Entidades Financieras con S/. 11,260 MM con una participación equivalente a 4% y en cuarto lugar el Banco de la Nación con S/ 4,959 MM con 2%.

4.3.1. Sector de Microfinanzas en el Perú

Al cierre del año 2017, el sistema microfinanciero está compuesto por 54 entidades financieras que otorgan préstamos a microempresas y pequeñas empresas, clasificación definida por la SBS en la Resolución SBS N° 11356-2008.

El saldo de colocaciones a las microempresas y pequeñas empresas alcanza a S/ 30,404MM, liderando la Banca Múltiple con S/ 18,192MM, seguido por las Financieras con S/ 5,248MM y luego la Cajas Municipales con S/ 4,598MM, se adjunta la siguiente tabla:

Tabla 6
Número de entidades del Sistema Financiero

Nombres de Entidades	2017	2016	2015	2014	2013
Banca Múltiple	16	16	17	17	16
Banca Estatal	1	1	1	1	1
Banca de Inversión	1	0	0	0	0
Empresas Financieras	11	11	11	12	12
Cajas Municipales	12	12	12	12	13
Cajas Rurales	6	6	7	10	9
Edepymes	9	10	12	11	9
Arrendamiento Financiero	1	2	2	2	2
Total	57	58	62	65	62

Fuente: SBS Elaboración Propia

Las Pequeñas y Micro Empresas producen el 49% del PBI nacional y emplean al 88% de la PEA del sector privado, importantes datos que ameritan conocer más acerca de dichas empresas y sus conductores, así mismo, el marco regulatorio favorable debido a la implementación de normas para crear un mercado imparcial y competitivo, es un factor relevante que explica el crecimiento de este sector, vinculado a la Micro y Pequeña

Empresa y que ha capitalizado la bonanza de la económica en los últimos años. Por lo tanto, las IMFs que han atendido dichos segmentos, han logrado alto dinamismo.

Actualmente las IMFs especializadas en el sector que incluyen a Mibanco, Edpyme, Cajas Municipales, Rurales y Financieras; siendo los aspectos importantes los siguientes:

- J) Mibanco al 2017 es la empresa especializada en microfinanzas con mayores colocaciones con S/ 8,072MM, seguido de la Caja Arequipa con S/ 2,633MM, luego Caja Piura S/ 1,981MM, Caja Huancayo S/ 1,823MM, finalmente la Caja Cusco con S/ 1,408MM, y las otras instituciones tienen colocaciones menores a S/ 1,000MM.
- J) La CMAC Huancayo dentro del Sistema de Cajas Municipales, con respecto a las colocaciones de las 12 Instituciones, al 31.12.2017 se encuentra en tercer lugar con un 16.00% de la participación en el mercado, tal como se muestra en el presente cuadro:

Tabla 7

Participación de Mercado del Sistema de CMACs

Nº	Nombres de entidades	Total colocaciones	Participación Mercado
1	CMAC Arequipa	4,180,247	21.23%
2	CMAC Piura	3,166,496	16.08%
3	CMAC Huancayo	3,151,279	16.00%
4	CMAC Sullana	2,721,444	13.82%
5	CMAC Cusco	2,336,371	11.86%
6	CMAC Trujillo	1,558,665	7.91%
7	CMAC Ica	841,477	4.27%
8	CMAC Tacna	771,010	3.92%
9	CMCP Lima	374,689	1.90%
10	CMAC Maynas	340,297	1.73%
11	CMAC Paita	135,531	0.69%
12	CMAC Del Santa	115,588	0.59%
	TOTAL CMACs	19,693,094	100.00%

Fuente: SBS - Elaboración propia

4.4. Descripción y análisis de la industria en la Microfinanzas

4.4.1. Con respecto a la competencia.

En el año 2013 el sistema financiero peruano estaba conformado por 62 instituciones financieras y en el 2017 bajo a 57; en el caso de las CMACs, en los mismos periodos de 13 disminuyeron a 12, como consecuencia de la Liquidación de la CMAC Pisco; sin embargo, pese a la tendencia a la baja, actualmente existe mayor competencia, siendo los factores relevantes: la expansión geográfica, participación en los mismos mercados y ofreciendo los mismos productos, aspectos que en conjunto, originan mayores riesgos relacionados con la búsqueda de la carrera de posición y participación.

4.4.2. Análisis de la negociación con acreedores.

Los principales acreedores en las instituciones financieras, están constituidos por obligaciones con el público (depósitos) y otras obligaciones (adeudos), los cuales, buscan para sus recursos una mejor tasa de interés ya sea a corto y/o largo plazo.

Cabe precisar, para el caso de los adeudos, las instituciones acreedoras tienen mayor poder de negociación, debido a que las IMF están necesitando recursos de fondeo para el desarrollo de sus actividades; considerando, además, que los depósitos han tenido un menor crecimiento y las colocaciones crecen al ritmo esperado, debido al sobreendeudamiento del deudor y la desaceleración de la economía del país en estos últimos años.

4.4.3. Análisis de la negociación con clientes internos y externos.

Para la elección de los clientes internos y externos, es fundamental establecer claramente las políticas con la finalidad de contar con herramientas potentes que ayuden a elegir con sumo cuidado a dichos clientes. Actualmente, existe una fuerte competencia entre las empresas que pertenecen al sector financiero, que incluye al sistema de cajas municipales.

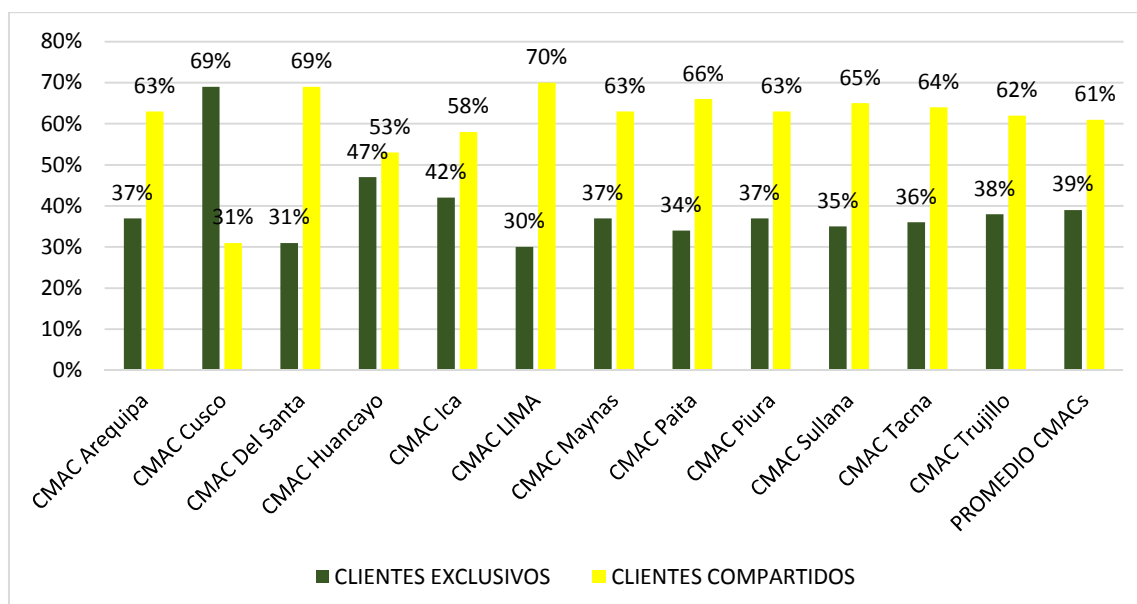
Con respecto de los colaboradores; se puede afirmar que existe una guerra por el “talento humano”, reflejándose en la alta rotación de personal clave, con experiencia en gestión de riesgo propio, identificación y toma de riesgos crediticios y para el caso de los

clientes externos, en el mercado existe una amplia oferta de productos activos y pasivos y otros servicios; por lo tanto; los clientes tienen una gama de opciones de productos para elegir y pueden obtener las mejores ventajas en las tasas por cobrar y/o pagar.

4.4.4. Análisis de los clientes exclusivos y compartidos en las CMACs.

Considerando que los principales productos que ofrecen las CMACs están dirigidos a las micro y pequeñas empresas, sin embargo, en la situación actual dicho segmento presenta un alto riesgo de sobreendeudamiento, y para gestionarlo se cuenta con reportes en los cuales se desglosa por cada IMF, clientes exclusivos son los que realizan operaciones crediticias con una Institución y cuando tienen deuda con dos o más instituciones financieras se denominan clientes compartidos, cuyo indicador es monitoreado y controlado por cada IMF, en este caso la CMAC Huancayo tiene mejores indicadores que la del Sistemas de Cajas, en promedio de clientes exclusivos es de 47% y compartidos 53%, mientras que en las CMACs es de 39% y 61% respectivamente, se adjunta a continuación el gráfico y tabla:

Gráfico 1. Promedio de cartera de clientes exclusivos y compartidos de CMACs (abril 2017 – enero 2018)



Fuente: COPEME Microfinanzas – Elaboración Propia

Tabla 8

Promedio de la Cartera de clientes exclusivos y compartidos CMACs abril 2017 – enero 2018

ENTIDADES	N° TOTAL CLIENTES	N° TOTAL CLIENTES EXCLUSIVOS	N° TOTAL CLIENTES COMPARTIDOS	CLIENTES EXCLUSIVOS	CLIENTES COMPARTIDOS
CMAC Arequipa	316773	118201	198573	37%	63%
CMAC Cusco	173765	120515	53250	69%	31%
CMAC Del Santa	16641	5120	11521	31%	69%
CMAC Huancayo	273702	127740	145963	47%	53%
CMAC Ica	64842	27470	37372	42%	58%
CMAC LIMA	32435	9890	22546	30%	70%
CMAC Maynas	31580	11678	19902	37%	63%
CMAC Paíta	21799	7310	14490	34%	66%
CMAC Piura	174978	64810	110168	37%	63%
CMAC Sullana	201246	70133	131113	35%	65%
CMAC Tacna	47949	17237	30712	36%	64%
CMAC Trujillo	140096	53867	86230	38%	62%
PROMEDIO CMACs	124650	52831	71820	39%	61%

Fuente: COPEME Microfinanzas – Elaboración Propia

Adicionalmente los clientes de la CMAC Huancayo de acuerdo al cuadro precedente el promedio es de 273,702, que se encuentran distribuidos en 13 regiones y 133 agencias, tal como se puede observar el mapa siguiente:

Figura 1. La CMAC Huancayo en las regiones del Perú



Fuente: Página web CMAC Huancayo

4.5. Análisis de la CMAC Huancayo

4.5.1. Actividad económica y Marco Legal.

La CMAC Huancayo, se constituyó mediante Decreto Ley 23039, el 14 de mayo de 1980, cuenta con autonomía administrativa, económica y financiera y está regulada por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), controlada y supervisada por la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) y Contraloría General de la República (CGR).

Con D.S. N° 191-86-EF, de fecha 04 de junio de 1986 y con Resolución N° 599-88, del 25 de julio de 1988, se autorizó el funcionamiento de la CMAC Huancayo e inició sus operaciones con fecha 08 de agosto de 1988.

Las operaciones de la CMAC Huancayo están normadas por el D.S. 157-90-EF, del 28 de mayo de 1990, que tiene fuerza de ley, y por la Ley 26702 “Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la SBS”, del 09 de diciembre de 1996, en la que se establecen los requisitos, derechos, obligaciones, garantías, restricciones y demás condiciones de funcionamiento a que se sujetan las empresas que operan en el sistema financiero peruano.

4.5.2. Estructura Accionaria

La CMAC Huancayo tiene como único accionista a la Municipalidad Provincial de Huancayo, a continuación, se adjunta el cuadro e imagen.

Tabla 9

Estructura Accionaria de la CMAC Huancayo

Accionista	Participación	Sede
Municipalidad Provincial de Huancayo	100%	Huancayo – Perú

Fuente: www.cajahuancayo.com.pe

Figura 2. Fotografía de la Municipalidad Provincial de Huancayo



Fuente: ww.google.com.pe

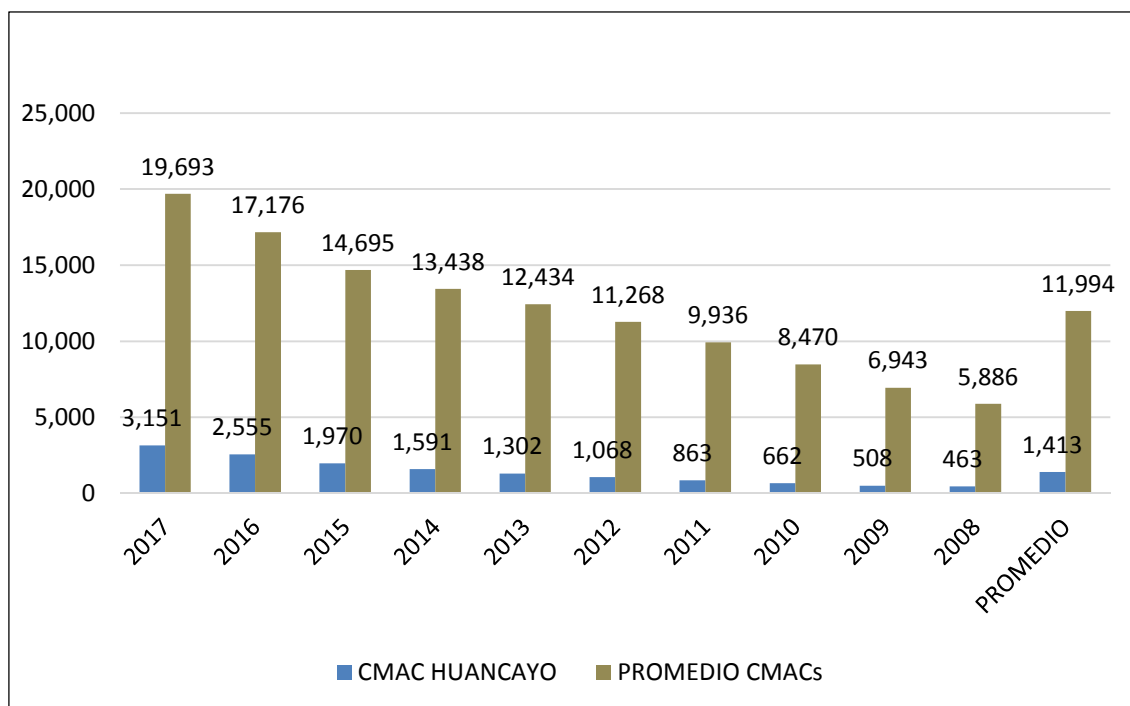
4.5.3. Calidad de la cartera de créditos.

Dentro de los activos de la CMAC Huancayo, el principal rubro está constituido por la cartera de créditos, la misma que está expuesta al riesgo de crédito, que se define como la posibilidad con mayor o menor incertidumbre de incurrir en una pérdida cuando la contraparte incumple en forma total o parcial sus compromisos, los cuales se encuentran estipulados en los respectivos contratos, firmados por los representantes de la IMF y los clientes.

La cartera de créditos será de mejor calidad cuando los tomadores de riesgo de crédito y otros participantes en el proceso desde el inicio hasta la recuperación de los recursos prestados, han actuado en forma diligente en el cumplimiento de sus funciones, lo cual se verá reflejado en el bajo índice de morosidad y la rentabilidad esperada por su único accionista que es la Municipalidad Provincial de Huancayo.

La CMAC Huancayo en los periodos 2008 al 2017, su cartera de créditos alcanza en promedio a S/ 1,413MM y del sistema de cajas equivale a un total S/ 11,994MM, evidenciado en un incremento sostenible como consecuencia de su expansión geográfica, productos crediticios y servicios alineados a las necesidades de sus clientes, a continuación, se adjunta el siguiente gráfico:

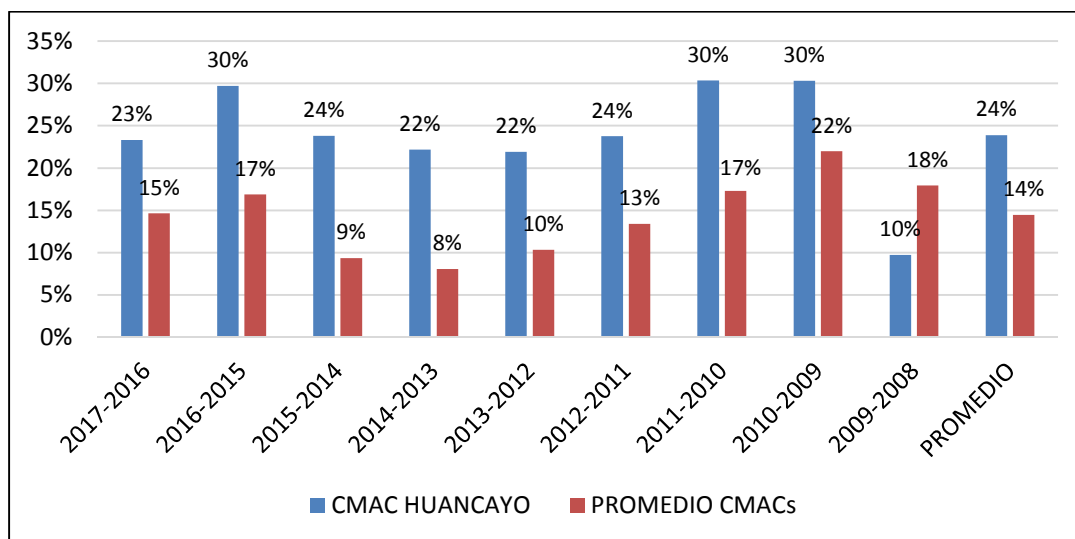
Gráfico 2. Evolución de la cartera de crédito CMAC Huancayo y el promedio CMACs (en millones de soles)



Fuente: SBS – Elaboración propia

Considerando los periodos precedentes, la cartera de créditos de la CMAC Huancayo, en valores relativos muestra un incrementado en promedio de 24%, cuyo porcentaje es mayor a la del sistema de cajas equivalente al 14%; con respecto al incremento futuro de las colocaciones la Federación Peruana de Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (FEPCMAC), informó que los planes de crecimiento de las CMACs indican un aumento entre el 18% y 20%, para el presente año (<http://masfinanzas.com.pe/microfinanzas/cajas-municipales>), se adjunta el siguiente gráfico:

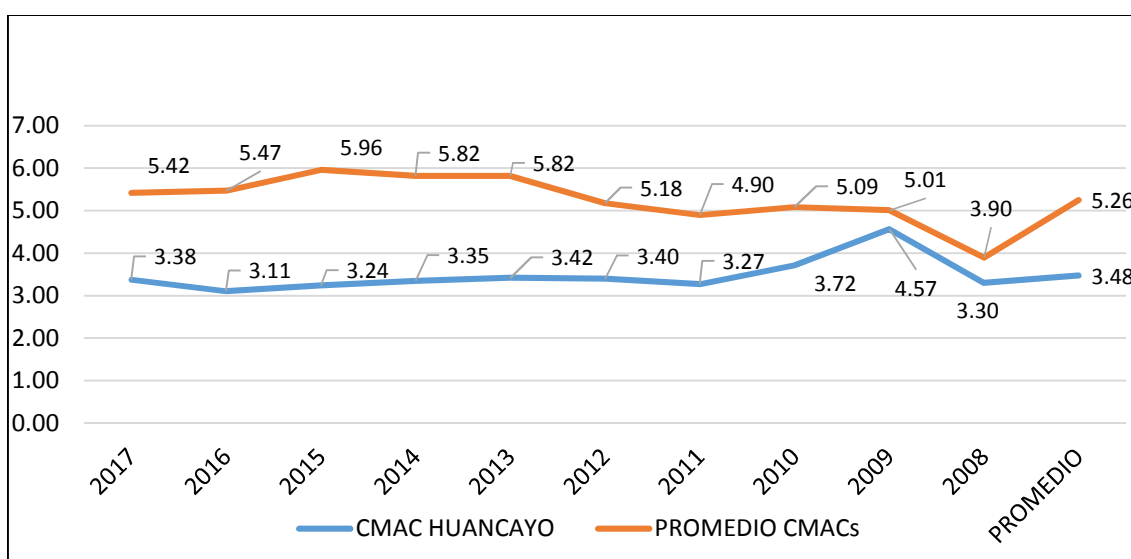
Gráfico 3. Crecimiento de la cartera de créditos CMAC Huancayo y el promedio CMACs



Fuente: SBS – Elaboración propia

Dentro de la medición de la calidad de la cartera de créditos, se encuentra el ratio de morosidad contable, cuyo procedimiento de cálculo consiste en considerar la cartera atrasada (vencida y cobranza judicial) sobre el total de la cartera (vigente, refinanciada, vencida, cobranza judicial); en línea con lo antes comentado, la CMAC Huancayo en los últimos 10 años (2008-2017) muestra un ratio de morosidad en promedio de 3.48%, que es el más bajo del sistema de cajas, equivalente a 5.26%, se adjunta el siguiente gráfico:

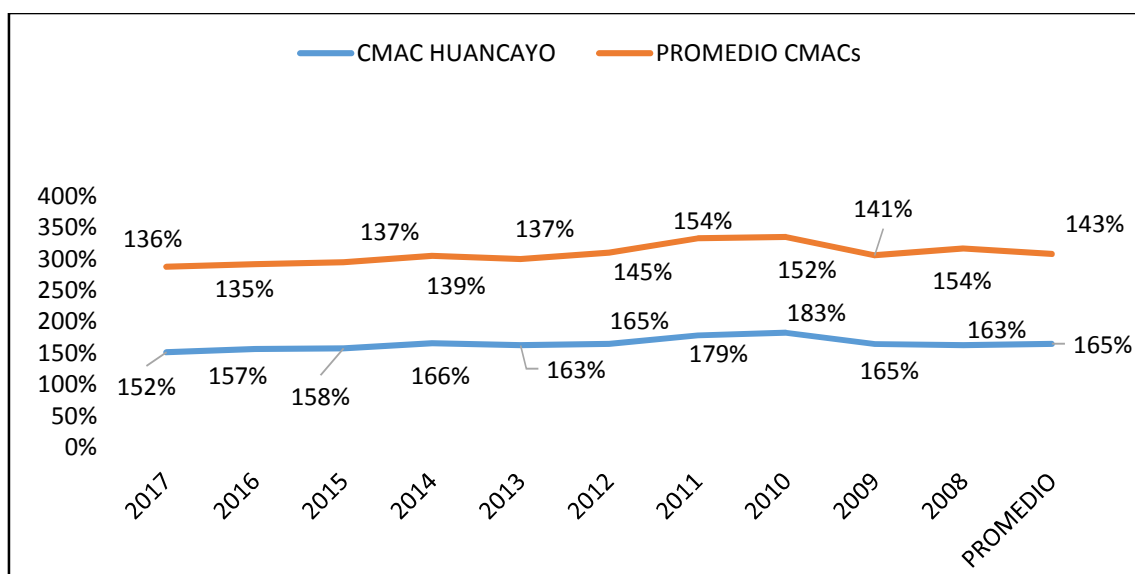
Gráfico 4. Ratio de morosidad CMAC Huancayo y promedio CMCS



Fuente: SBS – Elaboración propia

Finalmente, otro indicador relevante relacionado con la calidad de la cartera de créditos, es la cobertura de la cartera atrasada mediante provisiones constituidas, cuyo procedimiento de cálculo consiste en considerar las provisiones de la cartera de créditos entre el total de créditos atrasados (vencidos, cobranza judicial) y en los periodos 2008 al 2017 fue en promedio de 165% mayor al sistema de cajas equivalente a 143%, tal como se puede observar en el siguiente gráfico:

Gráfico 5. Cobertura de la cartera atrasada con provisiones CMAC Huancayo y el promedio CMACs



Fuente: SBS – Elaboración propia

4.5.4. Procedimiento para determinar las provisiones de riesgo de crédito

Considerando que la CMAC Huancayo, es un intermediario financiero y como tal sus operaciones están expuestas a diferentes riesgos, siendo el principal el riesgo de crédito, en ese sentido, el mejor procedimiento definido por la SBS en línea con los principios de Basilea que son estándares mundiales asociados a la supervisión de entidades financieras, los cuales están incorporados en la Resolución N° 11356 -2008 , “Reglamento para la evaluación y clasificación del deudor y la exigencia de provisiones”, que dispone el cálculo de las provisiones genéricas, específicas y procíclicas, para lo cual, se debe tomar en cuenta, los principales criterios que se detallan a continuación:

4.5.4.1. Tipos de Créditos.

Los tipos de crédito que otorga la CMAC Huancayo, a sus clientes se clasifica de la siguiente manera:

-)] Créditos Corporativos
-)] Créditos a Grandes Empresas
-)] Créditos a Medianas Empresas
-)] Créditos a Pequeñas Empresas
-)] Créditos a Micro Empresas
-)] Créditos de Consumo Revolvente
-)] Créditos de Consumo No-Revolvente
-)] Créditos Hipotecarios para Vivienda

4.5.4.2. Categorías de clasificación crediticia del deudor.

La categoría de la clasificación crediticia de los deudores de la CMAC Huancayo es la siguiente:

-)] Categoría Normal
-)] Categoría con Problemas Potenciales
-)] Categoría Deficiente
-)] Categoría Dudoso
-)] Categoría Pérdida

4.5.4.3. Clases de provisiones.

Las provisiones asociadas a las pérdidas esperadas del riesgo de crédito se constituyen sobre la base de la clasificación del deudor y el tipo de crédito, de acuerdo a los numerales precedentes, para lo cual se considerará las siguientes clases de provisiones.

-)] Provisión genérica. Son aquellas que se constituyen, de manera preventiva, sobre los créditos directos e indirectos de deudores clasificados en categoría Normal.

- J) Provisión específica. Se constituyen sobre los créditos directos e indirectos de deudores a los que se ha clasificado en una categoría de mayor riesgo que la categoría Normal.
- J) Provisiones pro cíclicas. Se constituyen sobre los créditos directos e indirectos de deudores clasificados en categoría Normal, cuando la regla procíclica se encuentre activada, cuyo factor principal es el PBI mayor a 5%, en las actuales circunstancias no se encuentra activada dicha provisión, considerando que la variable es menor al 5%.

4.5.4.1. Tasas de provisiones.

Para los distintos tipos de créditos clasificados en categoría Normal se considera las siguientes tasas:

Tabla 10 *Tipos de Crédito*

Tipos de crédito	Tasas de Provisiones
Créditos corporativos	0.70%
Créditos a grandes empresas	0.70%
Créditos a medianas empresas	1.00%
Créditos a pequeñas empresas	1.00%
Créditos a microempresas	1.00%
Créditos de consumo revolventes	1.00%
Créditos de consumo no-revolventes	1.00%
Créditos hipotecarios para vivienda	0.70%

Fuente: S BS

Para los deudores clasificados en una categoría de mayor riesgo que la Normal se aplica las tasas incorporadas en las tablas: 01 (créditos sin garantías), 02 (créditos con garantías preferidas) 03 (créditos con garantías preferidas de muy rápida realización), que se detallan a continuación:

Tabla 11 *Categoría de riesgo*

Categoría de Riesgo	Tabla 1	Tabla 2	Tabla 3
Categoría con Problemas	5.00%	2.50%	1.25%
Potenciales	25.00%	12.50%	6.25%
Categoría Deficiente	60.00%	30.00%	15.00%
Categoría Dudoso	100.00%	60.00%	30.00%
Categoría Pérdida			

Fuente: SBS

En caso que los créditos cuenten con garantías preferidas autoliquidables, la empresa constituirá provisiones específicas por la porción cubierta, considerando un porcentaje no menor al 1%.

4.5.4.2. *Clasificación de la cartera al 31.12.2016 y 31.12.2017 de la CMAC Huancayo*

Sobre la base de los criterios señalados en la Resolución N° 11356 -2008, la clasificación de la cartera de créditos directos, según las categorías de riesgo se detallan los respectivos valores en la siguiente tabla:

Tabla 12 *Clasificación de la cartera*

	31.12.2017		31.12.2016	
	S(000)	%	S(000)	%
Normal	2,883,519,699.02	91.5%	2,325,553,804.75	91.01%
C.P.P.	95,567,372.26	3.0%	104,571,928.95	4.09%
Deficiente	35,010,041.00	1.11%	22,682,291.83	0.89%
Dudoso	33,141,459.52	1.05%	23,206,538.82	0.91%
Pérdida	104,040,386.48	3.3%	79,365,116.50	3.11%
Total	3,151,278,958.28	100.00%	2,555,379,680.85	100.00%

Fuente: SMV - Anexo Informe Financiero Auditado al 31.12.2017

Fuente: SMV – Anexo Informe Financiero Auditado al 31.12.2017

Sobre la base del cuadro precedente se aplicaron las tasas y se determinaron las provisiones genéricas y específicas; luego, se constituyeron con impacto en los resultados de la CMAC Huancayo, para el año 2017, el importe fue de S/ 63, 025 mil y para el 2016 de S/ 37, 430 mil (ver importes en el Anexo N° 05). Cabe aclarar que en estos periodos

la provisión procíclica no se encontró activada, considerando que el PBI fue menor al 5%.

4.5.4.3. Análisis de la participación de mercado de créditos de la CMAC Huancayo.

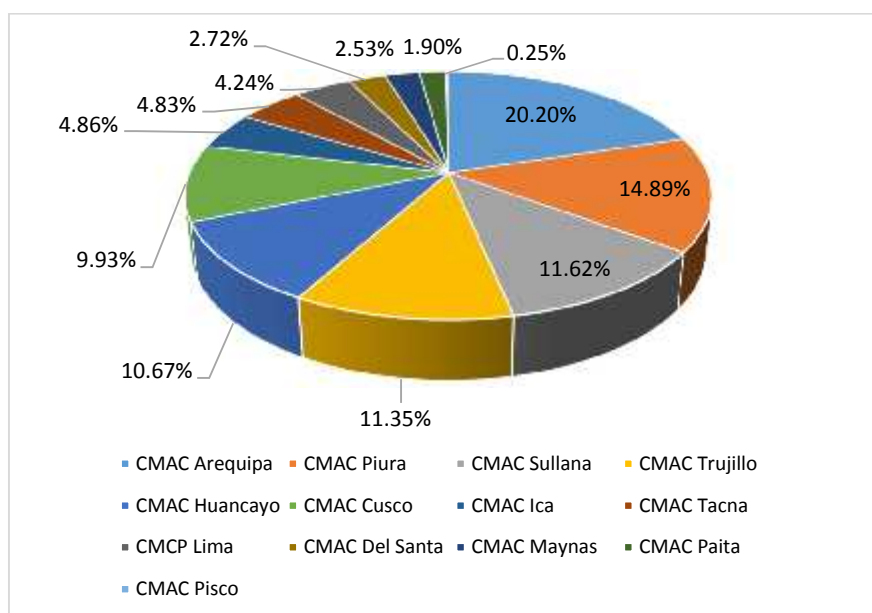
Es el porcentaje de participación de mercado que tiene la CMAC Huancayo, con relación a la cartera de créditos totales de las CMACs; para lo cual se ha elaborado un cuadro que contempla los saldos anuales de cada uno de los participantes y que en el año 2008 fueron 13 instituciones y al 2017 quedaron 12 por la liquidación de la CMAC Pisco. En relación a la CMAC Huancayo; se ha determinado, que en forma sostenible la participación de mercado se ha incrementado en los periodos 2008 al 2017, y mejorando el ranking del quinto al tercer lugar, para una mejor explicación se detallan tres (3) escenarios:

Escenario 01.- En este caso la participación de mercado de la CMAC Huancayo equivale a 10.67%, ocupando el quinto lugar dentro del ranking de las CMACs, Considerando el periodo 2008 al 2017, se adjuntan el cuadro y gráfico correspondiente:

Tabla 13 *Escenario 01*

CMACs	Participación
CMAC Arequipa	20.20%
CMAC Piura	14.89%
CMAC Sullana	11.62%
CMAC Trujillo	11.35%
CMAC Huancayo	10.67%
CMAC Cusco	9.93%
CMAC Ica	4.86%
CMAC Tacna	4.83%
CMCP Lima	4.24%
CMAC Del Santa	2.72%
CMAC Maynas	2.53%
CMAC Paita	1.90%
CMAC Pisco	0.25%

Gráfico 6. Promedio de participación de mercado del periodo 2008 - 2017 de las CMACs

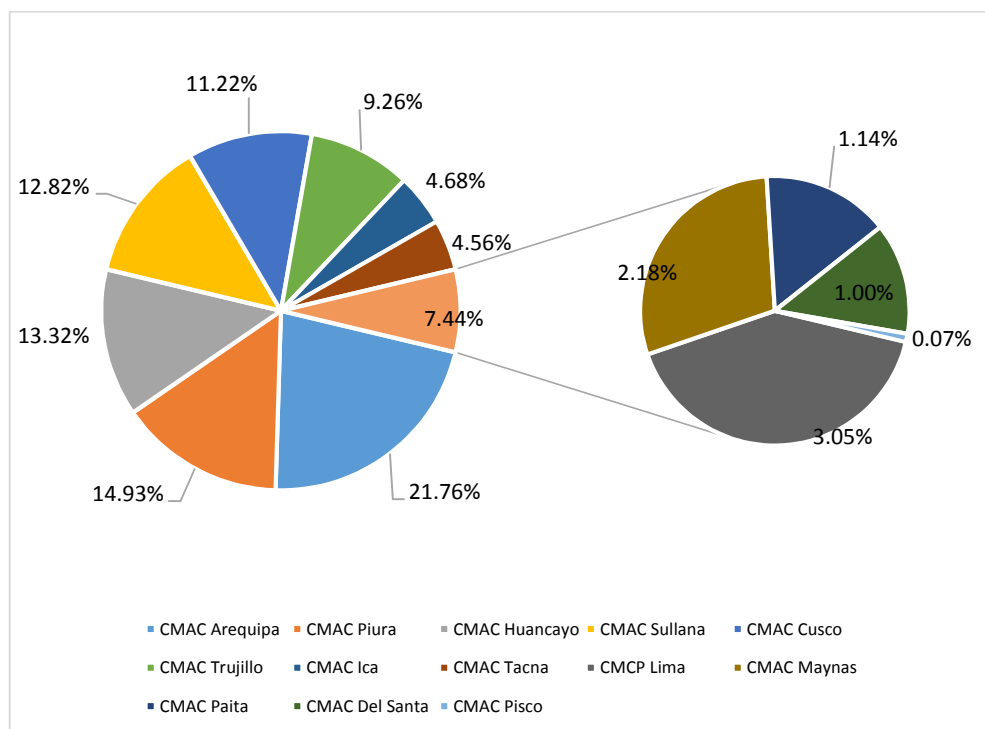


Escenario 02.- En este escenario con respecto al anterior ha mejorado su participación pasando del quinto al tercer lugar del ranking de las CMACs con un porcentaje del 13.32%, durante los periodos 2013 al 2017, se adjuntan el cuadro y gráfico correspondiente:

Tabla 14 *Escenario 02*

CMACs	Participación
CMAC Arequipa	21.76%
CMAC Piura	14.93%
CMAC Huancayo	13.32%
CMAC Sullana	12.82%
CMAC Cusco	11.22%
CMAC Trujillo	9.26%
CMAC Ica	4.68%
CMAC Tacna	4.56%
CMCP Lima	3.05%
CMAC Maynas	2.18%
CMAC Paita	1.14%
CMAC Del Santa	1.00%
CMAC Pisco	0.07%

Gráfico 7. Promedio de participación de mercado del periodo 2013-2017 de las CMAC's



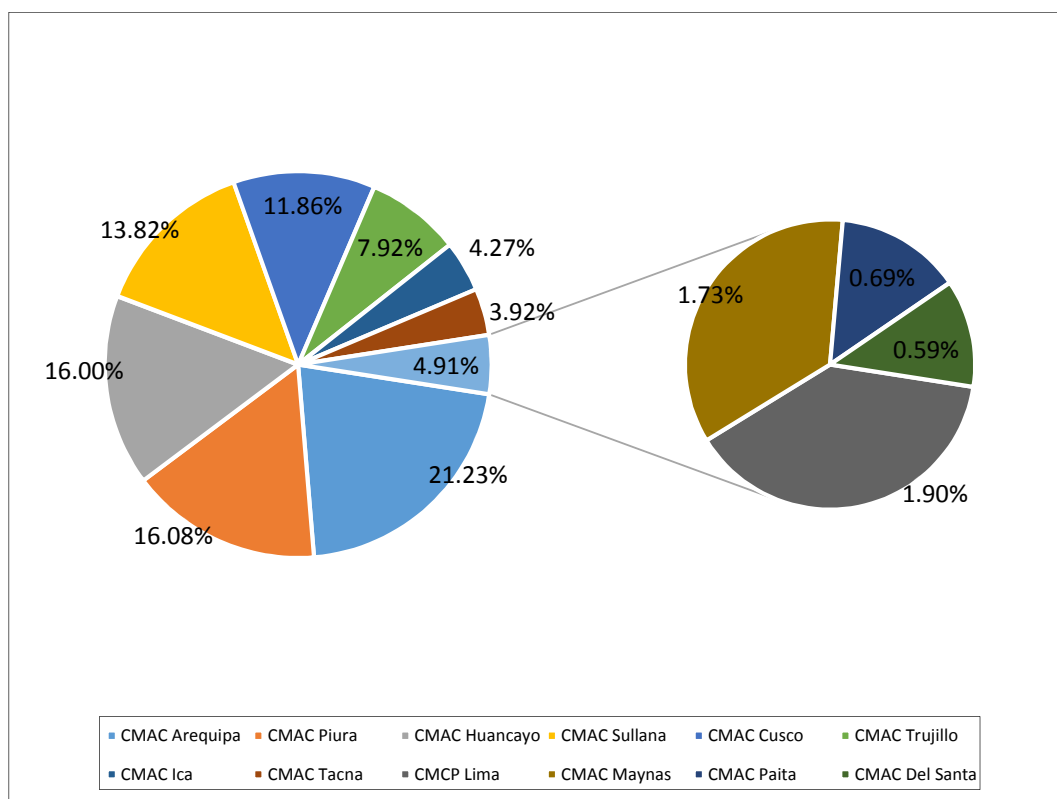
Fuente: SBS – Elaboración propia

Escenario 03.- Finalmente, en este escenario la CMAC Huancayo se mantiene en el tercer lugar con una participación del 16%, durante el periodo 2017, se adjuntan el cuadro y gráfico correspondiente:

Tabla 15 *Escenario 03*

CMACs	Participación
CMAC Arequipa	21.23%
CMAC Piura	16.08%
CMAC Huancayo	16.00%
CMAC Sullana	13.82%
CMAC Cusco	11.86%
CMAC Trujillo	7.92%
CMAC Ica	4.27%
CMAC Tacna	3.92%
CMCP Lima	1.90%
CMAC Maynas	1.73%
CMAC Paita	0.69%
CMAC Del Santa	0.59%

Gráfico 8. Participación de mercado del periodo 2017 de las CMAC's



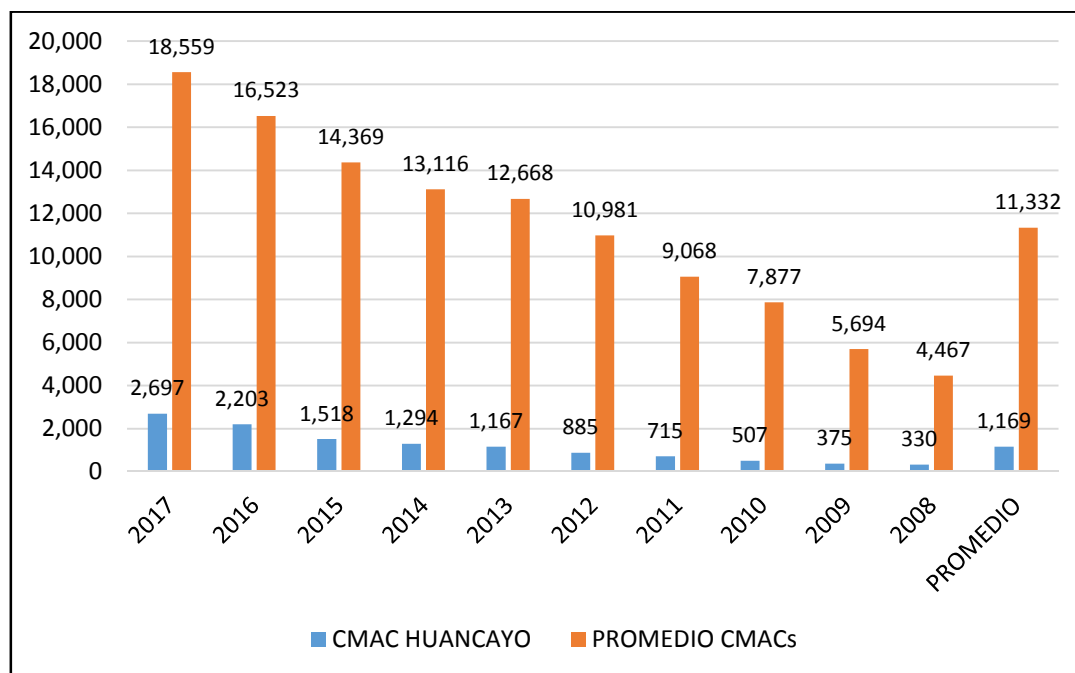
Fuente: SBS – Elaboración propia

4.5.5. Análisis de las obligaciones con el público.

La CMAC Huancayo como intermediario financiero, necesita recursos financieros, y dentro de la estructura más aconsejable e importante del fondeo, se encuentra las obligaciones con el público y que está conformado fundamentalmente, por depósitos de ahorros, depósitos a plazo, compensación por tiempo de servicios (CTS) en MN y ME.

Durante los periodos 2008 al 2017, el saldo promedio de los depósitos con el público alcanza el S/ 1, 169MM y en el sistema de cajas equivale a S/ 11, 332MM, como aspecto relevante en el 2008 los depósitos con el público fueron de S/ 330MM y al 2017 se incrementó a S/ 2,697MM, se adjunta el siguiente gráfico:

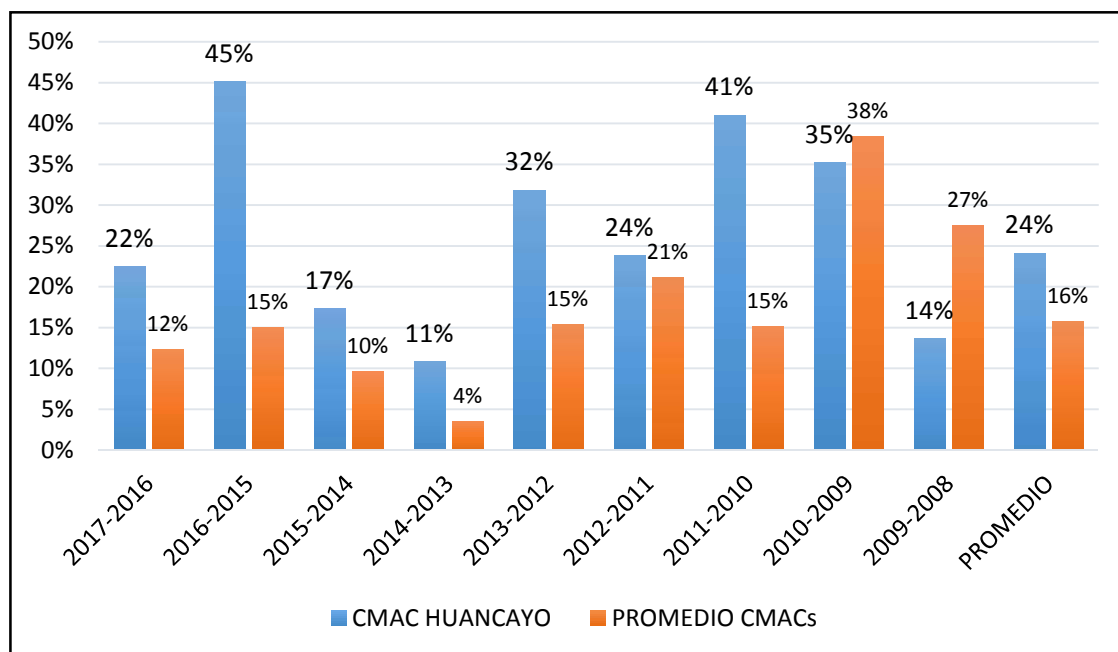
Gráfico 9. Evolución de la cartera de captaciones de la CMAC Huancayo y el promedio CMACs



Fuente: SBS – Elaboración propia

Con respecto a la evolución de las obligaciones con el público, en términos porcentuales en los periodos 2008 al 2017 la CMAC Huancayo, presenta un incremento promedio de 24%, mucho mayor al sistemas de cajas equivalente a 16%, cuyos porcentajes de incremento coincide con el rubro colocaciones (gráfico N° 03); en ese sentido, dentro de su gestión de activos y pasivos prima el criterio de la estrategia del CALCE, se adjunta el siguiente gráfico relacionado con los valores porcentuales de las obligaciones con el público:

Gráfico 10. Evolución de los depósitos con el público de la CMAC Huancayo y del promedio CMACs

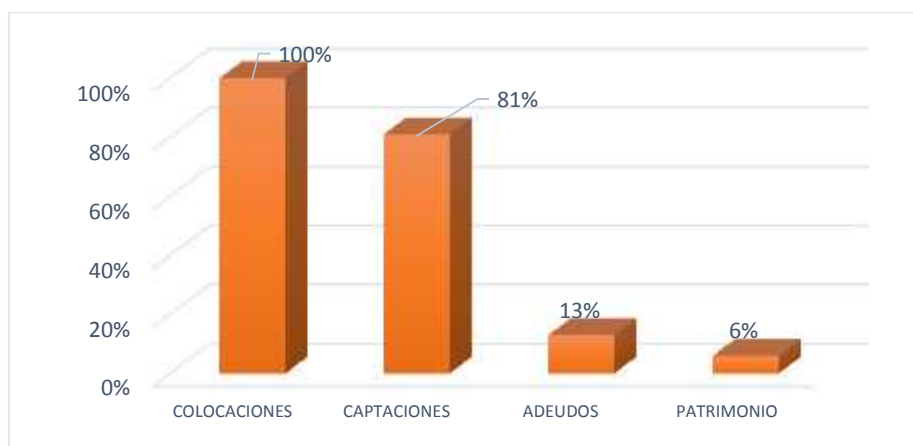


Fuente: SBS – Elaboración propia

4.5.6. Análisis de fondeo de la CMAC Huancayo.

Con la finalidad de examinar la realidad del fondeo de la CMAC Huancayo se ha seleccionado información relevante para los periodos del 2008 al 2017, a efectos de determinar los promedios de fondeo que se utiliza para financiar la cartera de créditos, resultando que las captaciones contribuyen con el 81%, adeudos 13% y el patrimonio 6%, en mira el siguiente gráfico:

Gráfico 11. Promedio de fondeo periodo 2008-2017 de la CMAC Huancayo

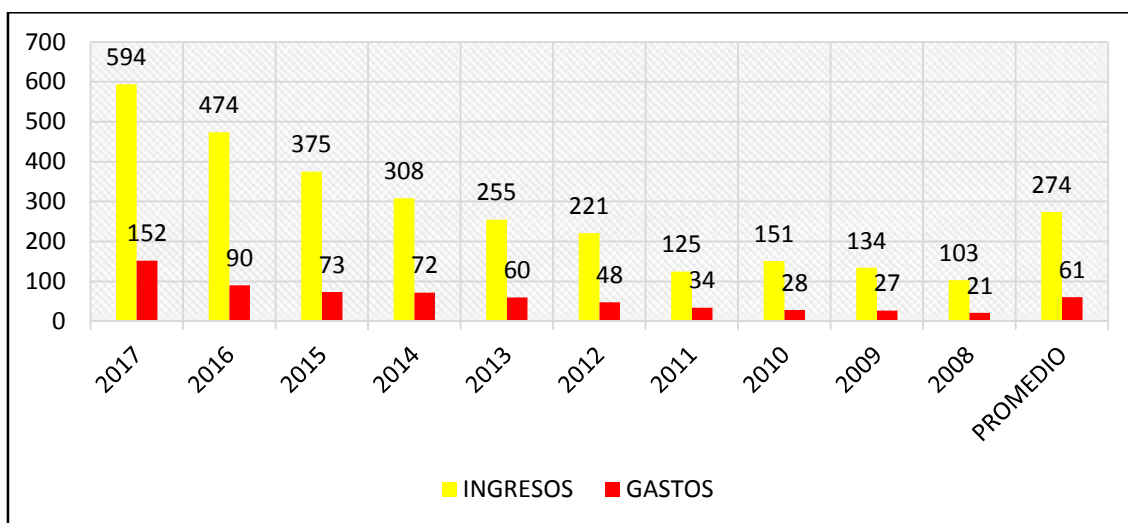


Fuente: SBS – Elaboración propia

4.5.7. Análisis de ingresos y gastos financieros.

Los ingresos financieros están relacionados con los intereses y comisiones por las operaciones de créditos y con respecto a los gastos corresponden a los intereses por depósitos con el público, durante los periodos de 2008 al 2017 el promedio de ingresos equivale S/ 274MM y los gastos S/ 61MM respectivamente, tal como se puede apreciar en el gráfico siguiente:

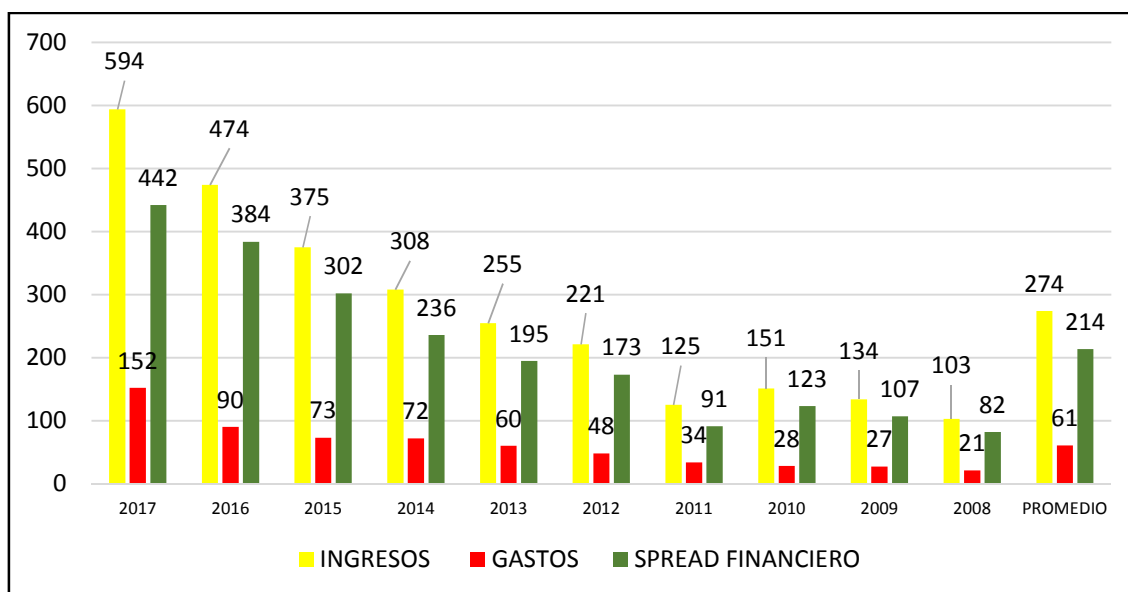
Gráfico 12. Evolución de ingresos y gastos CMAC Huancayo (millones de soles)



Fuente: SBS – Elaboración propia

Considerando que la CMAC Huancayo es un intermediario financiero y como análisis principal se debe incorporar dentro de la información de alto nivel y estratégico, el Spread Financiero, que consiste en la diferencia entre los intereses que pagan por las operaciones asociadas a los depósitos con el público y los que recibe como rentabilidad de la cartera de créditos; en línea con lo antes comentado, durante el periodo del 2008 al 2017 alcanzo en promedio a S/ 214MM, tal como se puede apreciar en el siguiente gráfico:

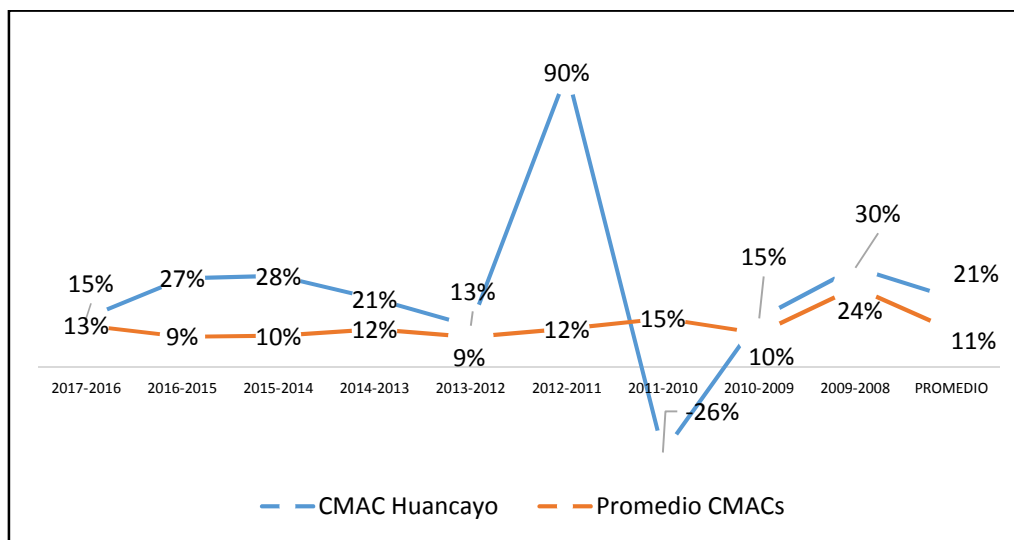
Gráfico 13. Evolución del Spread financiero de la CMAC Huancayo



Fuente: SBS – Elaboración propia

Con la finalidad de poder juzgar e interpretar con objetividad el Spread Financiero durante el periodo 2008 al 2017, se ha determinado que la CMAC Huancayo registra un promedio de 21%, mientras que el Sistema de Cajas muestra un porcentaje de 11%, a continuación, se muestra el siguiente gráfico:

Gráfico 14. Spread financiero de la CMAC Huancayo y el promedio del Sistema CMACs



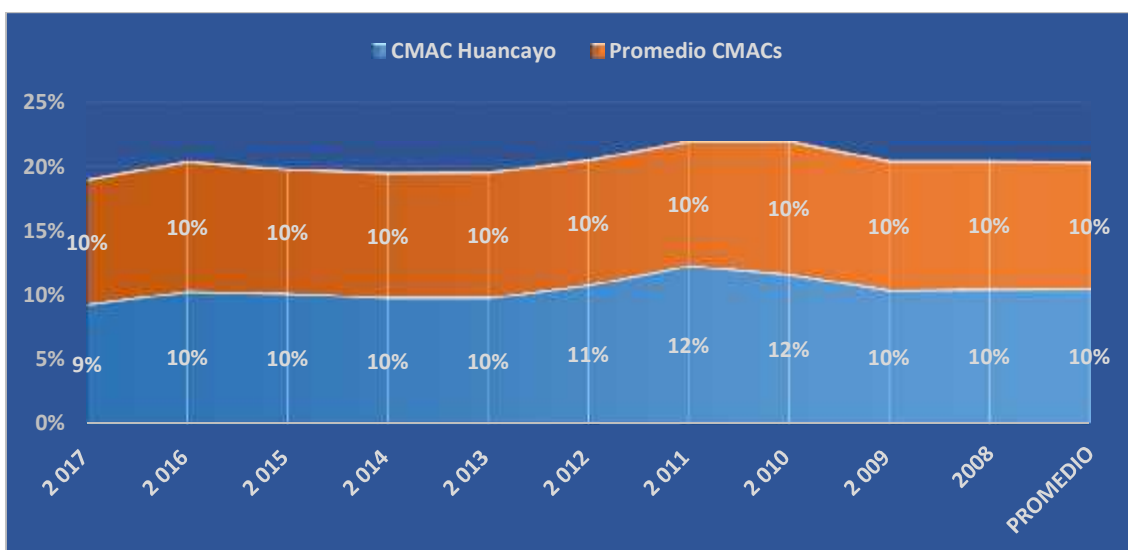
Fuente: SBS – Elaboración propia

4.5.8. Análisis de los indicadores financieros de la CMAC Huancayo.

4.5.8.1. Eficiencia y gestión: Gastos de administración/créditos totales (%).

Es un indicador relacionado con la medición del gasto de los últimos 12 meses en personal, directorio, servicios recibidos de terceros, impuestos y contribuciones; lo cual significa, por cada sol desembolsado como crédito directo y cada sol comprometido como crédito indirecto, el mencionado indicador registra un promedio 10% en los 10 últimos años, tanto para la CMAC Huancayo y las CMACs, tal como se puede observar en el gráfico siguiente:

Gráfico 15. Eficiencia y gestión: Gastos de administración/créditos totales

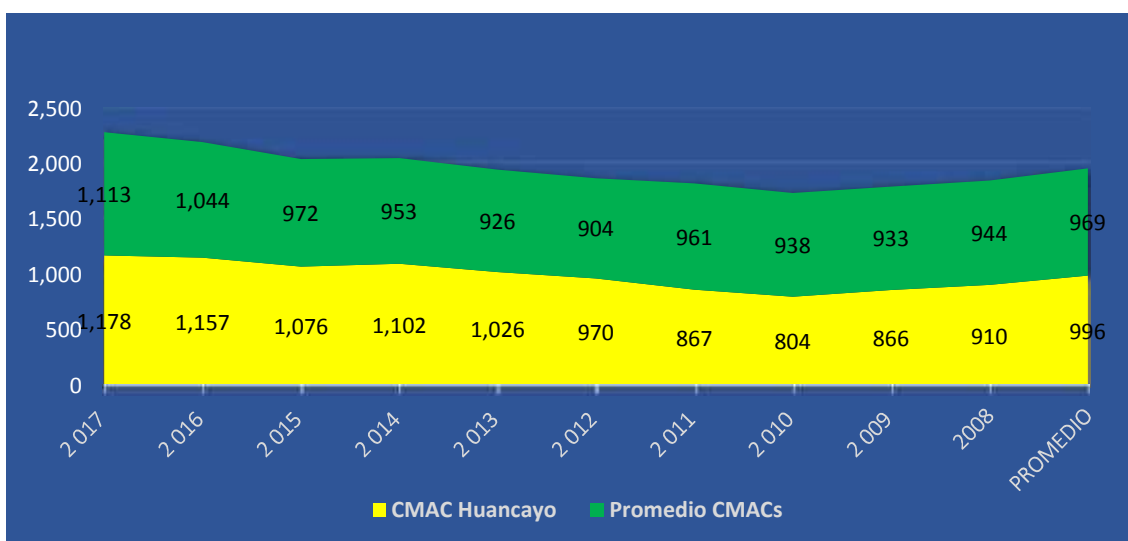


Fuente: SBS – Elaboración propia

4.5.8.2. Eficiencia y gestión: Créditos directos/N° de empleados (miles de soles).

Es uno de los indicadores de eficiencia y gestión, que mide el monto promedio de créditos colocados por cada empleado, en este caso la CMAC Huancayo, por cada empleado tiene un crédito promedio de S/ 996 mil, mayor a la del sistema de cajas equivalente a S/ 969 mil, lo cual demuestra una mayor eficiencia y gestión, aspectos que se encuentran evidenciados principalmente en las ratios de rentabilidad en forma sostenible en el tiempo, se adjunta el gráfico siguiente:

Gráfico 16. Eficiencia y gestión: Créditos directos/N° de empleados



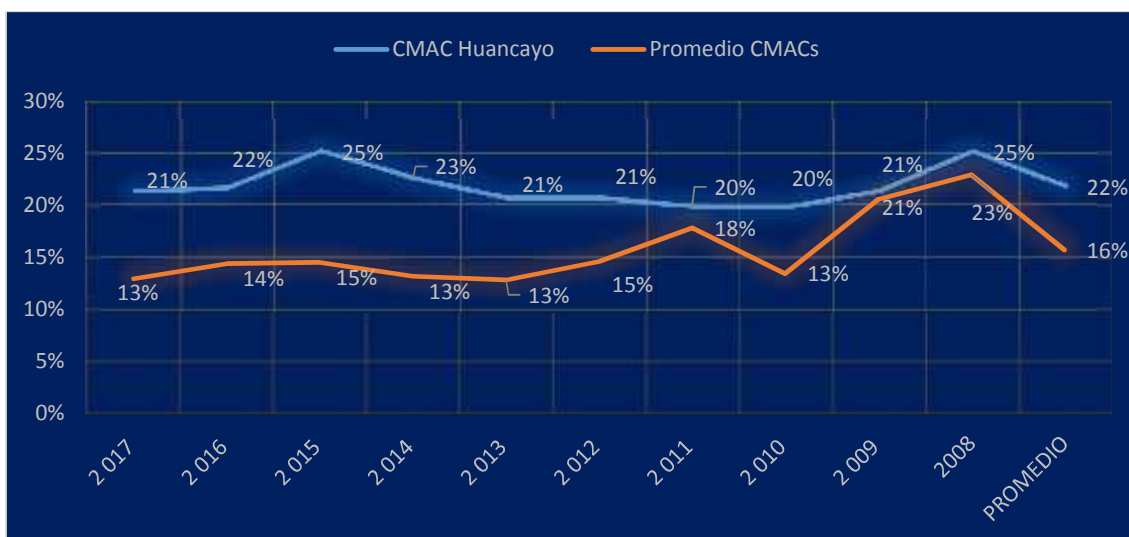
Fuente: SBS – Elaboración propia

4.5.8.3. *Indicador de Rentabilidad: ROAE*

Mide el rendimiento obtenido por parte de la gerencia sobre la inversión de los accionistas; y para su interpretación se compara con las empresas del mismo sector, en este caso la CMAC Huancayo registra un ROAE de 22% mayor al de las CMACs equivalente a 16%, evidenciándose de esta manera una buena gestión.

También es importante mencionar que en la determinación de la utilidad, variable relevante del cálculo de dicho ratio, se considera principalmente las actividades del giro del negocio, que comprenden los intereses ganados por las colocaciones y los pagados por las obligaciones con el público, los cuales son considerados como inductores históricos básicos en la elaboración de los flujos de caja libre proyectados y consecuentemente en la determinación del rango de valores, objetivo principal de la presente investigación, en concreto, si una empresa presenta un ROAE superior al promedio del Sistema de Cajas y en forma sostenible, serán variables favorables dentro de la mesa de negociación, para mayor detalle se adjunta el siguiente gráfico:

Gráfico 17. Indicador de rentabilidad: ROAE



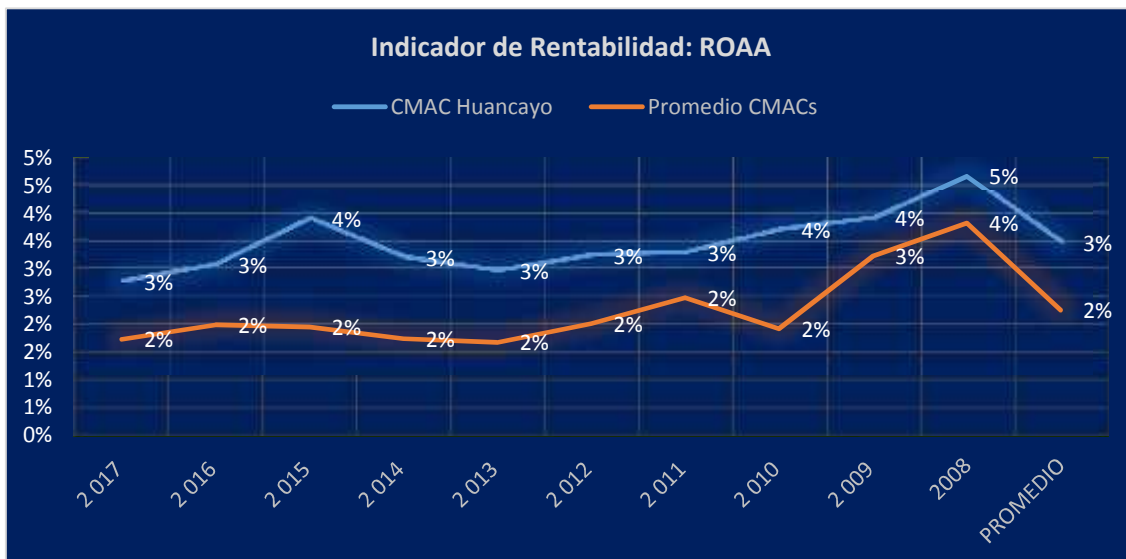
Fuente: SBS – Elaboración propia

4.5.8.4. *Indicador de Rentabilidad: ROAA.*

Esta métrica sirve para evaluar si la gerencia ha obtenido un rendimiento razonable de los activos bajo su control, y para su interpretación se compara con las empresas del

mismo sector, en este caso la CMAC Huancayo registra un ROAA de 3% mayor al de las CMACs equivalente a 2%, evidenciándose de esta manera una buena gestión por parte de la gerencia, se adjunta el siguiente gráfico:

Gráfico 18. Indicador de rentabilidad: ROAA

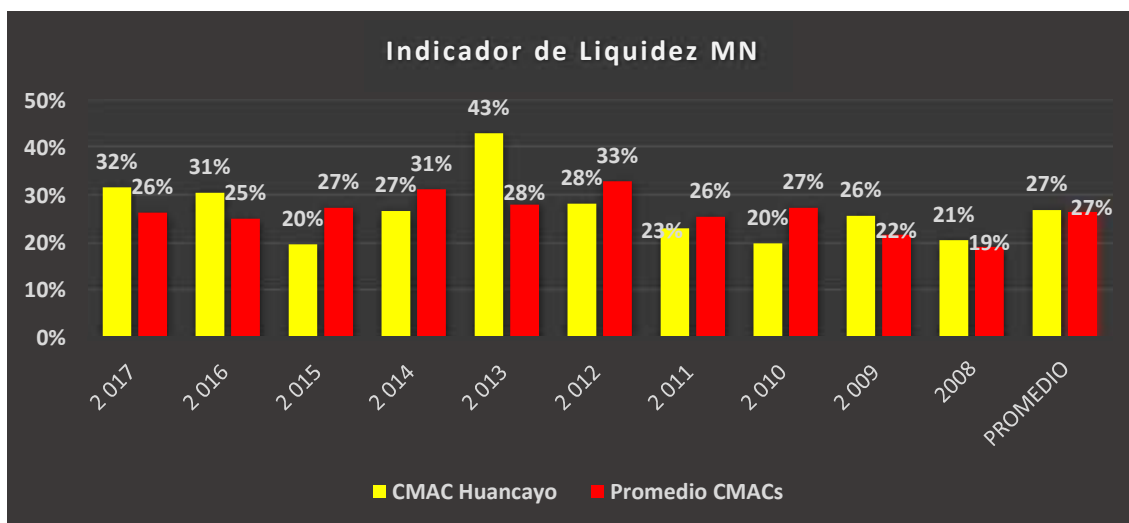


Fuente: SBS – Elaboración propia

4.5.8.5. *Ratio de Liquidez en MN*

Es una métrica asociada a la gestión del riesgo de liquidez, que significa que las instituciones financieras deben mantener un ratio mínima de 8% en MN, en este caso la CMAC Huancayo cumple con dicho límite presentando en los 10 últimos años un ratio promedio de 27% igual al de las CMACs, para un mejor detalle se adjunta el gráfico siguiente:

Gráfico 19. Indicador de liquidez MN

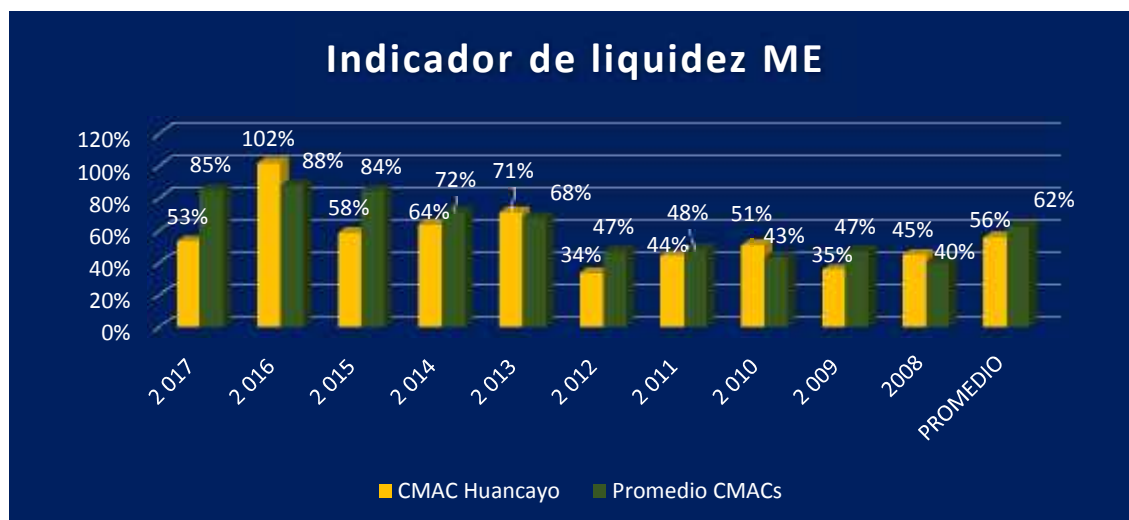


Fuente: SBS – Elaboración propia

4.5.8.6. Ratio de Liquidez en ME

Es un indicador asociado a la gestión del riesgo de liquidez, que indica que las instituciones financieras deben mantener un ratio mínimo de 20% en ME, en este caso CMAC Huancayo cumple con dicho límite presentando en los 10 últimos años un ratio promedio de 56% menor a la de las CMACs equivalente a 62%, demostrando en este caso que la CMAC Huancayo utiliza mejor los activos no rentables, para un mejor detalle se adjunta el gráfico siguiente:

Gráfico 20. Indicador de liquidez ME



Fuente: SBS – Elaboración propia

4.5.9. Requerimiento del patrimonio efectivo y ratio de capital global.

4.5.9.1. El patrimonio efectivo.

Se constituye en cumplimiento de las normas externas el cual está destinado a cubrir el riesgo de crédito, riesgo de mercado, riesgo operacional y se define como un importe extracontable, que está conformado: por capital pagado, capital adicional, reservas legales, reservas facultativas, utilidades de ejercicios anteriores y del ejercicio en curso con acuerdo de capitalización, parte computable de la deuda subordinada, entre otros.

En ese sentido, considerando la situación actual relacionada con la globalización, competencia, adelantos tecnológicos, expectativas del accionista y garantizar la sostenibilidad y crecimiento de sus operaciones, es necesario que la CMAC Huancayo cuente con un mayor capital, cuyo rubro forma parte del patrimonio efectivo, tal como se detalla en el párrafo precedente:

Todas las instituciones financieras supervisadas por la SBS y sus operaciones están expuestas a los riesgos de crédito, mercado y operación, entre otros riesgos, tienen la obligación de remitir en forma mensual el requerimiento de patrimonio efectivo, el mismo que es consolidado en cuadros estadísticos por dicha institución, en este caso se adjunta el correspondiente cuadro al 31 de diciembre de 2017 de las CMACs:

Tabla 16

Requerimiento de patrimonio efectivo y ratio de capital global por Caja Municipal

Requerimiento de patrimonio efectivo y ratio de capital global por Caja Municipal						
Al 31 de diciembre de 2017						
(En miles de soles)						
ENTIDAD	REQUERIMIENTO DE PATRIMONIO EFECTIVO				PATRIMONIO EFECTIVO TOTAL	RATIO DE CAPITAL
	POR RIESGO DE CRÉDITO	POR RIESGO DE MERCADO	POR RIESGO OPERACIONAL	TOTAL		GLOBAL ^{1/}
	(a)	(b)	(c)	(d)=(a)+(b)+(c)		(e)/[(d)/10%] (En porcentaje)
CMAC Arequipa	416,012	2,010	93,691	511,712	741,834	14.50
CMAC Cusco	253,655	384	43,436	297,475	463,524	15.58
CMAC Del Santa	12,627	30	3,164	15,821	23,265	14.71
CMAC Huancayo	310,136	306	57,883	368,325	531,633	14.43
CMAC Ica	89,467	125	19,490	109,082	161,173	14.78
CMAC Maynas	36,110	9	9,030	45,148	75,443	16.71
CMAC Paita	15,987	2	3,997	19,985	31,537	15.78
CMAC Piura	316,336	866	28,573	345,775	473,231	13.69
CMAC Sullana	279,679	581	56,568	336,828	433,263	12.86
CMAC Tacna	80,532	150	15,012	95,694	136,330	14.25
CMAC Trujillo	179,937	1,021	40,150	221,109	434,443	19.65
TOTAL CMACs	1,990,477	5,484	370,993	2,366,953	3,505,676	14.81
CMCP Lima	41,250	299	10,388	51,937	79,269	15.26
TOTAL CAJAS MUNICIPALES	2,031,727	5,783	381,381	2,418,890	3,584,944	14.82

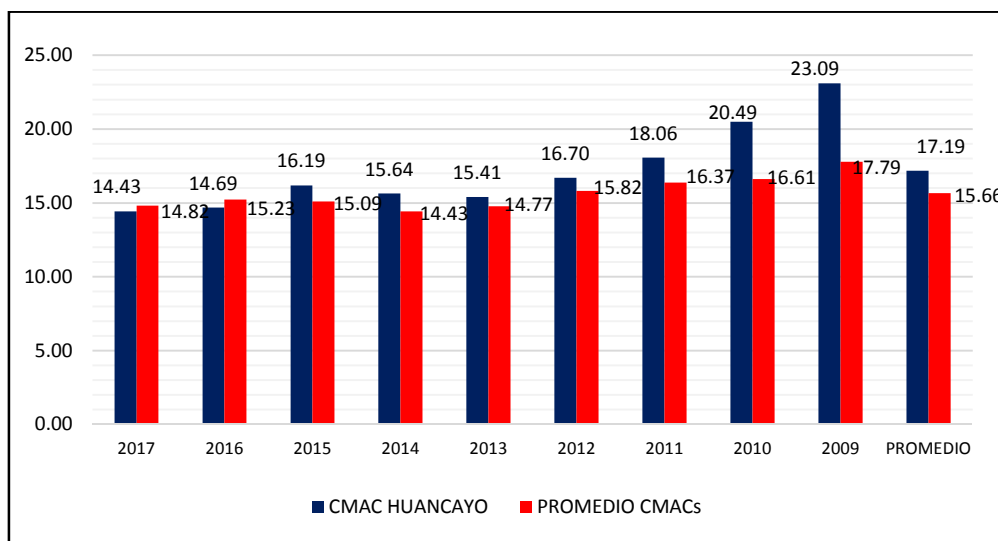
Fuente y elaboración : SBS

4.5.9.2. Ratio de capital global.

El patrimonio efectivo de las empresas del Sistema Financiero debe ser igual o mayor al 10% de los activos y contingentes ponderados por riesgo totales. Las empresas deberán contar con políticas internas claras y precisas con la finalidad de evaluar la suficiencia del patrimonio efectivo en función del tamaño, tipo de operación y su perfil de riesgo, en este caso, luego de la revisión de la información difundida por la SBS, se ha determinado que la CMAC Huancayo registra un ratio global al 31 de diciembre de 2017 de 14.43%, mayor al requerido por el regulador que es 10%, ver la Tabla N° 16 precedente.

Es responsabilidad del Directorio asegurarse que las instituciones tengan un patrimonio efectivo por encima del límite global antes mencionado anticipando posibles fluctuaciones negativas del ciclo económico y en función al perfil de riesgo del negocio; en esa línea para el caso de la CMAC Huancayo, se ha realizado un análisis de tendencia de nueve (9) años y se ha comparado con la del sistema de cajas, determinándose que el promedio es de 17.19% mayor al límite determinado que es de 10% y superior al promedio de las CMACs equivalente a 15.66%, se adjunta el siguiente gráfico:

Gráfico 21. Ratio de Capital global de la CMAC Huancayo y el promedio CMACs (2009-2017)



Fuente: SBS Elaboración propia

Finalmente debemos resaltar, en el marco pedagógico y empresarial, como parte del análisis de los indicadores financieros antes detallados, relacionados con la CMAC Huancayo y el Sistema de Cajas, como criterio básico, para formarnos una opinión técnica/financiera/económica, se ha utilizado como criterio básico las tres reglas de oro en su interpretación, la primera está referida al análisis históricos de 10 ejercicios, la segunda a la comparación con las instituciones pares que conforman el Sistema de Cajas y la última está relacionada a la información contable, uniforme y consistente basada en el manual de contabilidad emitido por la SBS, evidenciándose la aplicación de dichos criterios en el análisis e interpretación y que están incorporados en cada uno de los gráficos, concluyéndose que en todos los casos, que la CMAC Huancayo presenta los mejores indicadores de dicho sistema, variables que se convierten en inductores históricos importantes dentro de la elaboración de los flujos de caja proyectados.

4.5.10. Métodos de valoración.

La valoración de empresas en el contexto actual se ha convertido en un proceso de importancia creciente y de mucha relevancia en el ámbito de las finanzas corporativas; por tal motivo, dicha actividad está en auge en el campo de los negocios y la academia, debido a (03) factores: la globalización, competencia y desarrollo tecnológico,

conlleando a cambios estructurales corporativos en línea con los principios del buen gobierno corporativo y los planes estratégicos empresariales.

4.5.11. Principales métodos de valoración de empresas.

El mundo de los negocios y académico reconoce la existencia de varios métodos de valoración de empresas los cuales se encuentran agrupados bajo diferentes criterios; por lo tanto, en la práctica cuando se recurre a dichos instrumentos se determina un rango de valores, alineados a las características de la empresa y del sector, que sirvan de requisito básico para la mesa de negociación de compradores y vendedores, a continuación, detallamos cinco clasificaciones más relevantes:

Caso 1 de clasificación de los métodos:

-) Estáticos
-) Dinámicos
-) Compuestos
-) Múltiplo

Caso 2 de clasificación de los métodos:

-) Valores basados en el balance
-) Múltiples
-) Sistemas mixtos
-) Descuentos de flujos
-) Basados en la creación de valor
-) Opciones reales

Caso 3 de clasificación de los métodos:

-) Métodos patrimoniales
-) Métodos híbridos
-) Métodos basados en la rentabilidad

Caso 4 de clasificación de los métodos:

-) Modelos de valoración contable

) Modelos de valoración de rentabilidad futura

Caso 5 de clasificación de los métodos:

-) Múltiplos de transacciones comparables
-) Múltiplos de compañías cotizadas comparables
-) Flujos de caja descontados

En la presente investigación se ha seleccionado la clasificación detallada en el caso N° 1, por ser más precisa en su agrupación y su terminología se alinea a los modelos de valoración que se está utilizando en el presente trabajo, a continuación, se definen cada uno de los métodos

Métodos estáticos: Están basados en información histórica contable y reflejada en los estados financieros.

Métodos dinámicos: Información relacionada con el futuro de la empresa y que se estimará sobre los flujos de caja o dividendos futuros que generaría la empresa.

Métodos compuestos. - Se denominan también mixtos y utilizan información estática y dinámica de la empresa. Parten de los estados financieros actuales y le añaden información adicional y relevante en función a la generación de beneficios futuros.

Métodos múltiples.- Es un modelo que consiste en relacionar el valor de la empresa y otras variables que permita extrapolar los resultados a otras empresas o simplemente comparar indicadores financieros de la empresa que estamos analizando, con otras de características similares, información que servirá para tomar decisiones compra, ventas de títulos, cartera de créditos o incluso la totalidad de la empresa, como métodos múltiples más utilizados respecto al valor de las acciones es el EBIT y NOPAT, (ver anexo N° 08).

4.5.12. Criterios relevantes sobre la diferencia del valor y precio de la CMAC

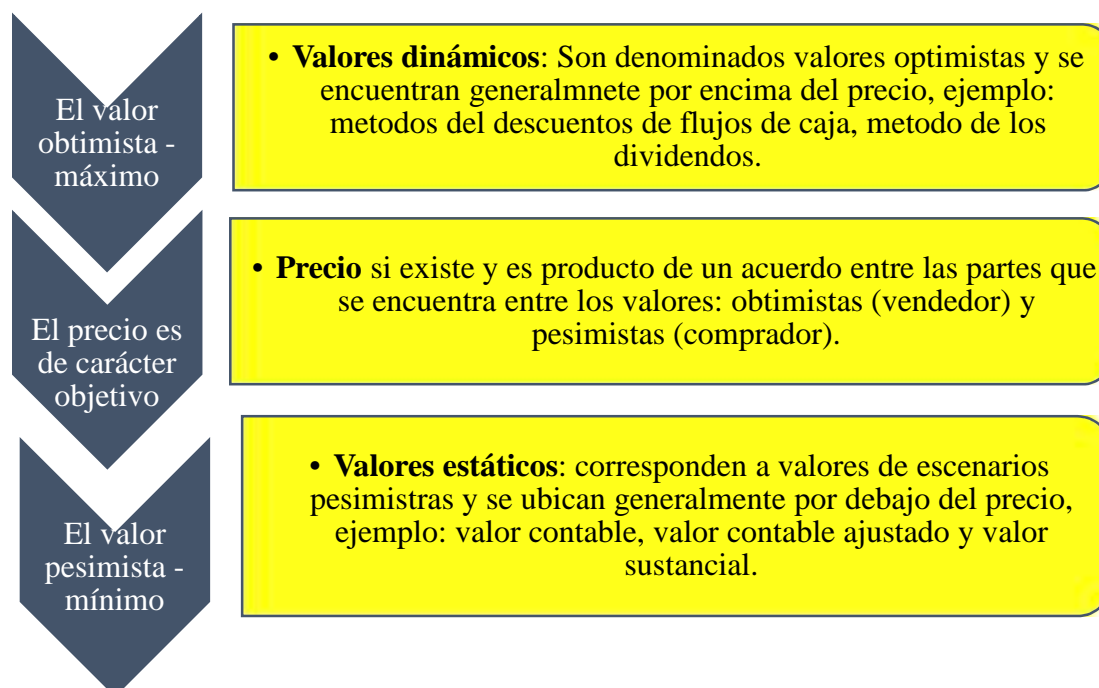
Huancayo

La valoración se concibe como un modelo usado para calcular un rango de valores entre los cuales se encuentra el precio, este criterio es aplicado en la presente investigación.

Los valores son importes obtenidos mediante la aplicación de metodologías y procedimientos técnicos y se fundamentan en datos objetivos y contrastables, y no existen valores únicos, ni indiscutibles. El valor por definición es subjetivo.

Por el contrario, el precio es objetivo y único equivalente a la cantidad obtenida mediante el proceso de negociación entre el comprador y el vendedor y se toma como marco de referencia los valores obtenidos, a continuación, se adjunta el gráfico siguiente donde se puede observar las principales características de la diferenciación entre valor y precio:

Figura 3. Criterios relevantes sobre la diferencia del valor y precio de la CMAC
Huancayo



Fuente: elaboración propia

4.5.13. Características de valoración de la CMAC Huancayo.

Las principales características de la CMAC Huancayo, con respecto a las CMACS son las siguientes:

-) La oficina principal se encuentra ubicada en la ciudad de Huancayo.

Figura 4. Oficina de Caja Huancayo



Fuente: Google.com

-) Productos

Productos de crédito Empresarial

- Empresarial
- Leasing
- Agropecuarios

Consumo

- Personales
- Convenios
- Credi Casa Habitacional

Con fines de vivienda

- Mi Vivienda
- Techo Propio

Depósitos de ahorro

- Depósito de ahorros
- Ahorro Corriente
- Cuenta Sueldo Efectivo
- Cuenta futuro
- Órdenes de Pago

Depósito a plazo fijo

- Ahorro Cash
- Clásico
- Plus Ahorro
- Programado
- Depósitos CTS
- CTS Clásico

-)] Crecimiento sostenible en los 10 últimos años tanto en las operaciones de créditos (colocaciones), como en las obligaciones con el público (captaciones o depósitos) en el periodo del 2008 al 2017, con un incremento de 24% superior al sistema de cajas equivalente a 14%.
-)] La cartera atrasada se encuentra coberturada por provisiones constituidas con un porcentaje de 165% superior a la del promedio de la CMACs equivalente a 143%.
-)] Gestiona adecuadamente los clientes compartidos y exclusivos del portafolio de créditos.
-)] La participación del mercado está mejorando en forma sostenible, con respecto al ranking, paso del quinto al tercer lugar y en valores relativos de 10.67% a 16% respectivamente.
-)] Presenta la mayor rentabilidad del sistema de cajas, evidenciado en los indicadores ROAE y ROAA

4.5.14. Supuestos de los inductores para la valoración.

Tabla 17

Supuestos de los inductores para la valoración

Supuestos generales	<p>La fecha de valoración es al 31 de diciembre de 2017</p> <p>Se ha utilizado como base los estados financieros, publicados por la SBS del 2008 al 2017 y los auditados publicados por la SMV del 2010 al 2017 (ver anexo N° 04 y 05)</p> <p>El horizonte de la proyección de flujos, es de 10 años (2018 – 2027) y el año 2028 corresponde al cálculo de la continuidad. (ver anexo N° 08 y 09)</p> <p>Las proyecciones de crecimiento del PBI y del sector microfinanciero del 2018 al 2021 es de 4%, y para los años 2022 al 2028 se tomaron porcentajes de crecimiento conservadores, que se encuentran en el rango de 3.5% y 2%, considerando el contexto económico y política actual.</p> <p>La tasa de continuidad de crecimiento es de 2% y el flujo corresponde al periodo de 2028.</p>
Cartera de ingresos y gastos	<p>El crecimiento del ingresos de las colocaciones está siendo proyectado en función al crecimiento del PBI hasta el 2021 y desde el 2022 se están considerando crecimientos más conservadores tomando en cuenta la coyuntura económica y política actual, que en promedio equivalen a 3.07%</p> <p>Asumimos que la estructura de las colocaciones se mantendrá igual a las del 31 de diciembre de 2017.</p> <p>Considerando que la CMAC Huancayo es un intermediario financiero, dentro de los flujos de caja, los rubros que tienen mayor impacto en el uso de recursos y generación de ingresos es la cartera de créditos, las obligaciones con el público y adeudos, con respecto al origen de fondos y sus intereses correspondientes, constituyen los gastos que tienen mayor impacto en dichos flujos.</p> <p>El costo de la deuda se calculó sobre los periodos del 2016 y 2017, considerando las obligaciones con el público y adeudos sobre los gastos del periodo 2017.</p>

Fuente: MF - Elaboración Propia

4.5.15. Criterios técnicos sobre la justificación del uso del método de valoración

La CMAC Huancayo, es una institución que se dedica a la intermediación financiera en línea con la Ley N° 26702, cuyas ganancias dependen principalmente de la adecuada gestión de sus activos y pasivos para obtener un Spread Financiero de los flujos obtenidos de sus clientes (obligaciones con el público y adeudos), y los intereses generados por los diferentes productos crediticios.

En ese orden de ideas, se ha elaborado una proyección del descuento de flujos de caja libre de 11 años, en los cuales intervienen como variables relevantes los recursos utilizados para los desembolsos de créditos, y los obtenidos mediante depósitos y adeudos, y para la actualización de dichos flujos, se utiliza como herramienta el VAN y como tasa de descuento el WACC.

4.5.16. Determinación del costo de la deuda.

Como procedimiento para determinar el costo de la deuda se han utilizado los Estados de Situación Financiera de los ejercicios 2016 y 2017 y el Estado de Resultados 2017, cuyo costo es equivalente a 5.745%, se detallan a continuación los cálculos realizados:

Tabla 18

Determinación del costo de la deuda

Determinación del Costo de la Deuda (en miles soles)					
Datos correspondientes al Estado de Situación Financiera					
Rubro	2017	Peso (%)	2016	Peso (%)	Promedios
Deuda	2,899,231	86%	2,401,935	86%	2,650,583
Patrimonio	467,985	14%	395,256	14%	431,621
Total	3,367,216	100%	2,797,191	100%	3,082,203
Datos correspondientes al Estado de Resultados			Calculo del Costo de la Deuda		
Rubro	2017				
Intereses por oblig. Publico	136,910			Costo Deuda	5.745%
Adeudos	15,366				
Total	152,276				

Fuente: SBS y Elaboración Propia

4.5.17. Determinación del costo de oportunidad del capital.

En las finanzas corporativas uno de los temas más estudiados es la determinación del costo de oportunidad del capital, también denominado costo de los fondos propios, en la presente investigación, se está utilizando el CAPM (Capital Asset Pricing Model), modelo propuesto por Sharpe (1964) que incorpora como variable principal el riesgo, se adjunta la fórmula y el cuadro correspondiente:

$$\text{CAPM: } \text{TLR} + (\text{RM} - \text{TLR}) + \text{RP}$$

Tabla 19

Criterios para determinación del costo de oportunidad del capital

VARIABLES	Significado	Criterio
TLR	Representa la tasa libre de riesgo USA	Tasa de los bonos de EEUU a 10 años, equivalente a 2.832% al 16.04.2018 (ver Gráfico 23)
	Beta estimada de la industria bancaria, coeficiente que refleja la variabilidad o sensibilidad de los rendimientos de la empresa o sector en relación al mercado	Betas Damodaran: Bank- Money Center, equivalente a 0.64 (ver Tabla 20)
RM	Rentabilidad esperada en el mercado de valores	Tasa de rendimiento de mercado de las 500 mejores empresas de EEUU, S&P 500, equivalente a 6.90% de 18.04.2018 (ver Gráfico 22)
RP	Representa el riesgo de invertir en el Perú	Estadísticas del BCRP, indicadores de riesgo para países emergentes, metodología JP Morgan, equivalente a 147 puntos (1.47%) del 10.04.2018 (ver Tabla 21).

Fuente: MF - Elaboración Propia

Considerando la información de la columna de criterios del cuadro precedente, se reemplaza en la respectiva fórmula, determinándose el CAPM=6.91%, se adjunta los cálculos correspondientes:

$$\text{CAPM} = 2.832\% + 0.64 (6.90\% - 2.832\%) + 1.47\%$$

$$\text{CAPM} = 6.91\%$$

A continuación, se detalla las fuentes utilizadas, que contienen los datos correspondientes a la determinación del costo de oportunidad del patrimonio.

Gráfico 22. Rendimiento del Mercado S&P 500



Fuente: página web <https://us.spindices.com/indices/equity/sp-500>

Gráfico 23. Rendimiento bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años



Fuente: página web <https://www.datosmacro.com/bono/usa>

Tabla 20
Beta según Damodaran

Industry Name	Industrias	Number of firms	Beta
Advertising	Publicidad	40	1.15
Aerospace/ Defense	Aeroespacial	87	1.08
Air Transport	Transporte aéreo	17	1.01
Apparel	Vestir	51	1.02
Auto & Truck	Auto y camión	18	1.2
Auto Parts	Piezas de auto móviles	62	1.04
Bank (Money Center)	Banco (Money Center)	11	0.64

Fuente: <http://www.betasdamodaran.com/betas-damodaran-2018>

Tabla 21
Riesgo País expresado en puntos

Fecha	Diferencial de rendimientos del índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG) / <i>Emerging Market Bond Index (EMBIG) Stripped Spread - Riesgo País - JP MORGAN</i>							
	Perú	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	México	Venezuela
2018 Abr. 1-10	147	416	235	125	174	554	245	4234

Fuente: www.google.com.pe/search?rlz=1C1KMZB_enPE625PE632&ei=C73XWqukK4-TzwK1_4vQCw&q=bcrp+riesgo+pais

4.5.18. Determinación de la tasa de descuento WACC.

Para determinar la tasa de descuento y aplicar a cada año del flujo de caja libre proyectado, se utiliza el costo promedio ponderado de capital - WACC (Weighted Average Capital Cost), la fórmula y los criterios de adjuntan en la siguiente tabla:

$$WACC = W_d * [K_d (1-t)] + W_p * K_p$$

Tabla 22

Criterios para la determinación de la tasa de descuento WACC

Variables	Significado	Criterio
Wd	Peso de la deuda	Estado de situación financiera 2017, saldos de las obligaciones con el público y adeudos, equivalente a S/ 2,899,231mil y el patrimonio equivalente S/ 467,985, totalizando S/ 3,367,216 mil, y luego se calcula los pesos correspondientes, deuda 86% y patrimonio 14%; en concreto, el peso de la deuda equivale a 86%
Wp	Peso del patrimonio	Considerar el contenido precedente, el peso del patrimonio equivale al 14%
Kd	Costo de la deuda	Se utilizó los saldos de la deuda correspondientes a las obligaciones con el público y adeudos, de 2016 (S/ 2,401,935 mil) y 2017 (S/ 2,899,231mil), cuyo promedio equivale a S/ 2,650,583mil; luego, se determina los gastos financieros del estado de resultados del 2017, equivalente S/ 152, 276mil, finalmente se divide 152,276/2,650,583 x 100, cuyo resultado corresponde al costo de la deuda equivalente a 5.74%
T	Tasa de impuesto a la renta	Tasa del impuesto a la renta equivale al 28%
Kp	Costo de oportunidad del patrimonio	Equivalente a 6.91%, ver procedimiento del cálculo en el numeral precedente 4.5.17.

Fuente: Elaboración Propia

Considerando la información del cuadro presidente, se reemplaza en la respectiva formula, determinándose el WACC= 4.52%, se adjunta el cálculo correspondiente:

$$WACC = Wd [Kd (1-t)] + Wp Kp$$

$$WACC = 86\% * [5.74\% *(100\% - 28\%)] + 14\% * 6.91\%$$

$$WACC = 4.52\%$$

4.5.19. Aplicación del método de valorización de la CMAC Huancayo.

Para la aplicación del método de valoración de la CMAC Huancayo como criterio relevante, se ha tomado en cuenta la tendencia histórica de los indicadores financieros, crecimiento de las colocaciones, captaciones, y de las principales variables económicas son: PBI, tipo de cambio, precio de los productos, índices bursátiles, entre otros.

Considerando el marco pedagógico, técnico y del mundo real, en la elaboración de la valorización de la CMAC Huancayo, se ha utilizado el método del descuento de flujos de caja libre proyectados de (11) once años que corresponden a los periodos 2018 al 2028 (Anexos N° 8 y 9), los cuales están conformados por variables claves proyectadas, que incorpora información relevante y material, relacionados con la intermediación financiera, que comprende los desembolsos de créditos (disminución de efectivo), las obligaciones con el público y adeudos (aumento de efectivo), así mismo, precisamos que el ultimo flujo (2028) está asociado al valor continuo del negocio en marcha, a continuación detallamos los cálculos correspondientes:

-) Mediante el uso del Excel, se procedió a la actualización de los 10 flujos de caja libre proyectados del 2018 al 2027, utilizando como herramienta el VAN y la tasa de descuento el WACC equivalente a 4.52%, resultando el importe de S/ 945,911.83, se adjunta el cuadro correspondiente:

Tabla 23

Valor actual presente de flujos de caja proyectados

Año	Flujo de Caja Libre (S/)
2018	111,775.32
2019	111,775.32
2020	111,775.32
2021	111,775.32
2022	111,775.32
2023	111,775.32
2024	111,775.32
2025	111,775.32
2026	111,775.32
2027	111,775.32
2028	111,775.32
Total	945,911.83

Argumentos de función VAN

Tasa: 0.0452 = 0.045200

Valor1: 11175.32 = 11175.32; 11175.32; 11175.32; 11175.32; 11175.32

Resultado de la fórmula = 945,911.83

Fuente: SBS, SMV, BCRP – elaboración propia

J) Continuado con el procedimiento, se ha determinado el valor continuo (VC), para lo cual, se considera como principal variable el ultimo flujo del Anexo N° 09, equivalente a S/ 138, 572.16, y aplicando un incremento de crecimiento continuo con la tasa (g) del 2% y la fórmula correspondiente, el resultado es de S/ 5,498,442 mil adicionalmente a este valor, se calcula el valor actual del valor continuo (VAVC), resultado un importe de S/ 3,533,830 mil, se adjunta la siguiente tabla:

Tabla 24

Determinación del Valor Continuo (VC) y del Valor Actual del Valor Continuo (VAVC)

Flujo de caja libre continuo		Valor actual del valor continuo	
Fórmula	= $\frac{CFL_{n+1}}{K(WACC)-g}$	Fórmula	= $\frac{VC}{(1+WACC)^{10}}$
WACC	= 4.520208%	VC	= 5,498,441.54
G	= 2.00%	WACC	= 4.520000%
CFL_{n+1}	= 138,572.16	VAVC	= $\frac{5,498,441.54}{(1+4.520208\%)^{10}}$
CVC	= $\frac{138,572.16}{4.520208\% - 2\%}$	VAVC	= 3,533,829.57
VC	= 5,498,441.54		

Fuente : SBS, SMV - elaboracion propia

Fuente SBS, SMV. Elaboración propia

J) Finalmente, con los valores precedentes, y en línea con el modelo y los procedimientos correspondientes, se ha elaborado un cuadro resumen, incorporado el disponible y las deudas al 31.12.2017, con lo cual el valor de la CMAC Huancayo es de S/ 1, 948,065.10, y el valor de la acción equivalente a S/ 59.00, se adjunta la siguiente tabla:

Tabla 25

Cálculo del valor de la CMAC Huancayo

Cálculo del valor de la CMAC Huancayo (en miles de Soles)	
VAN de los flujos del 1 al 10	945,911.83
VAVC	3,533,829.57
Valor de la CMAC Huancayo	4,479,741.41
+ Disponible- 31.12.2017	367,554.65
- Deudas - 31.12.2017	2,899,230.95
Valor de CMAC Huancayo Hoy S/	1,948,065.10
Valor de CMAC Huancayo Hoy US\$	603,676.82
Número de acciones comunes	32,953,562
Valor de la acción S/	59
<i>Tipo de cambio contable al 31/03/2018 - SBS - S/3.227</i>	
<i>Fuente : SBS, SMV - elaboracion propia</i>	

Fuente: SBS, SMV. Elaboración propia

Aplicando la metodología para la valoración de la CMAC Huancayo y considerando los criterios básicos: bases teóricas, entrevistas de expertos, las mejores prácticas, experiencia laboral y pedagógica, los resultados están evidenciados en los cuadros y gráficos precedentes con sus respectivos comentarios, y que son de fácil comprensión e interpretación, en tal sentido, se confirma que el mejor procedimiento es el descuento de flujos de caja libre proyectados (2018 al 2027), agregando además, que dentro de su estructura de los flujos proyectados permite incorporar variables macroeconómicas asociadas al giro del negocio y como herramienta de actualización de dichos flujos se utiliza VAN y como tasa de descuento el WACC, ampliamente conocidos en las finanzas corporativas modernas, así mismo, se ha determinado que dicho método/procedimiento presenta más ventajas que desventajas, a continuación de adjunta el detalle correspondiente en la siguiente tabla:

Tabla 26

Método y procedimiento del descuento de flujos de caja libre proyectados

Ventajas	Desventajas	Comentarios
En la determinación del valor de la CMAC Huancayo, se tomó como criterio básico la generación de los flujos futuros de los activos detallados en el Estado de Situación Financiera.	No existe material didáctico disponible con respecto a la aplicación de un procedimiento sistemático y lógico, para la elaboración de los flujos de caja proyectados en la CMAC Huancayo.	En el marco de las finanzas corporativas modernas, el valor de la CMAC Huancayo, está determinada por la generación de los flujos de caja proyectados de sus activos, en este caso el principal rubro es la cartera de créditos.
Información histórica de los EEFF, Anexos, Reportes, disponibles en la SBS y SMV	No se cuenta con información de alto nivel asociado a PEI, POI, actas de acuerdo del Directorio, Comité de Auditoría, Comité de Riesgos que brinden elementos de juicio para la interpretación adecuada de los EEFF.	Se está considerando como una limitación
El flujo de caja proyectado incorpora inductores históricos relevantes en su proceso de elaboración, los cuales expresan valores asociados a los EEFF de la CMAC Huancayo.	Los Inductores relacionados con las variables macroeconómicas (PBI, Tipo de Cambio, etc.) son volátiles, originando un riesgo de precisión con respecto al valor.	Se debe actualizar permanentemente el valor de la CMAC Huancayo, tomando como criterio la materialidad
La estructura de elaboración de los flujos es flexible, el cual permite incorporar rubros asociados al giro del negocio: desembolsos de crédito, captaciones del público, provisiones de créditos, entre otros.		Es una ventaja, contar con información del giro del negocio, la cual está clasificada como relevante e importante dentro de la estructura de los rubros que conforman los flujos de caja proyectados.
Para la actualización de los flujos de caja proyectados a valor presente, se utiliza como herramienta el VAN		Herramienta utilizada tanto por la academia como en el mundo empresarial.
Como tasa de descuento el WACC, que incorpora dentro del costo de oportunidad la Beta, herramienta		El WACC está considerado por la academia y por los expertos, como la mejor tasa

que mide el riesgo con respecto al mercado		de descuento, relacionada con la actualización de los flujos de caja proyectados.
Facilidad para realizar el monitoreo permanente considerando que se cuenta con información actualizada con periodicidad mensual		Información disponible en forma mensual, considerando que la CMAC Huancayo esta supervisada por la SBS, por lo tanto, los EEFF se reportan en forma mensual.
Facilidad y simplicidad en el uso, durante el proceso de negociación.		Por su simplicidad se convierte en una herramienta principal en el proceso de negociación.

Así mismo, cabe resaltar que la CMAC Huancayo, es una empresa en marcha y presenta los mejores indicadores financieros del Sistema de Cajas analizado ampliamente en la presente investigación, aspecto que es reconocido por los expertos de alto nivel, por lo tanto, el crecimiento del negocio continuará, en línea con el párrafo precedente, para determinar el valor de continuidad correspondiente al último flujo, periodo 2028 (Anexos N° 08 y N° 09), se mantendrá como constante una tasa de incremento (g) de 2%, la cual está alineada a los criterios técnicos y las tendencias actuales.

4.5.20. Análisis de sensibilidad asociado al valor por riesgo de liquidez

Valor asociado a la tasa de descuento por riesgo de liquidez, en el marco de la gestión del riesgo de la liquidez de mercado, el cual está relacionado con la dificultad de no convertir en dinero a tiempo en un momento específico sin impactar en el precio o el costo de la acción; por esta razón, y considerando que las acciones de la CMAC Huancayo, no se encuentran negociadas en la bolsa de valores, se está aplicando la tasa de descuento que fluctúa entre 20% y 50% (Mercer, 1997; Reilly y Rotkowsky, 2007; Rojo y Alonso, 2008), en línea con los estudios y análisis realizados sobre dicho riesgo, en esta investigación los participantes han convenido, utilizar tres porcentajes de descuento equivalente a: tasa mínima (20%), justo medio (35%) y tasa máxima (50%), determinándose los importes siguientes: S/ 1,558,452 mil, S/ 1,266,242 mil, S/ 974,032 mil respectivamente; así mismo, se han determinado el valor de las acciones considerando

cada uno de los importes precedentes entre el número de acciones comunes equivalente a: 32,953,962, dando como resultado S/ 47, S/ 38 y S/ 30, se adjunta la siguiente tabla:

Tabla 27

Análisis de Sensibilidad

Valor de la CMAC Huancayo (S/)	1,948,065.10
Número de Acciones Comunes	32,953,562

Tabla 28

Tasas de descuento por riesgo de liquidez

Rangos	Porcentajes de sensibilidad	Valores de la CMAC Huancayo	Valores de las acciones
Mínimo	20%	1,558,452.08	47
Justo medio	35%	1,266,242.32	38
Máximo	50%	974,032.55	30

Fuente: SBS. Elaboración propia

Como método adicional al descuento de flujos de caja libre, se ha convenido incorporar el valor contable equivalente al valor en libros, en la presente investigación se ha analizado el estado de la Situación Financiera del ejercicio 2017, determinándose que el total del activo equivale a S/ 3, 524,695 Mil y el pasivo a S/ 3, 056,710 Mil, con cuyos importes se aplica la formula básica para determinar el valor contable patrimonial, obteniéndose un valor de S/ 467,985 mil, y considerando que el número de las acción comunes es de 32,953,562, con lo cual el valor de la acción es de S/ 14 (467,985.000/32, 953,562), se adjunta la siguiente tabla:

Tabla 29 *Determinación del valor contable*

Valor Contable (Patrimonio) (en Miles de soles)	=	Activo - Pasivo
	=	3,524,695 - 3,056,710
Valor Contable (Patrimonio) S/	=	467,985.04
Número de acciones	=	32,953,562
Valor de la acción S/	=	14
Valor Contable (Patrimonio) (US \$) tipo de cambio contable SBS al 31/03/2018 = 3.2270	=	145,021.70

Fuente: SBS. Elaboración propia

4.5.21. Rangos de valores determinados

Aplicando las metodologías y procedimientos de valoración, se han determinado cuatro (04) valores correspondientes a los métodos dinámicos y uno al estático, los primeros están relacionados con los ingresos futuros de la CMAC Huancayo, llamados también valores optimistas y que generalmente son utilizados en las diferentes negociaciones por los vendedores; por el contrario, los estáticos corresponden a valores pesimistas asociados a los compradores, todo ello en conjunto se clasifica como información de alto nivel y forma parte de la mesa de negociación, con la finalidad de determinar el precio de la respectiva operación; a continuación, se adjunta la tabla y el gráfico correspondiente:

Tabla 30 *Determinación de rango de valores*

Nombre General	Nombre Específico	Rango de valores	
		CMAC Huancayo (en miles de soles)	*Acciones comunes S/
Método Dinámico	Descuentos de flujos de caja libre	1,948,065.10	59
	Valor con descuento del 20% por riesgo de liquidez de S/ 1,948,065.10	1,558,452.08	47
	Valor con descuento del 35% por riesgo de liquidez de S/ 1,948,065.10	1,266,242.32	38
	Valor con descuento del 50% por riesgo de liquidez de S/ 1,948,065.10	974,032.55	30
Método Estático	Valor contable del patrimonio	467,985.04	14
* Numero de acciones comunes 32,953,562 - Valor de la acción = Valor CMAC Huancayo/N° de acciones			
Fuente : SBS, SMV - elaboración propia			

Fuente: SBS, SMV. Elaboración propia

Gráfico 24. Mesa de Negociación



Fuente: www.google.com- elaboración propia

4.5.22. Análisis del buen gobierno corporativo

El buen gobierno corporativo está definido como un conjunto de controles internos, procesos y procedimientos mediante los cuales la CMAC Huancayo es administrada.

En línea con lo antes mencionado, las normas emitidas por la SBS y SMV, dentro del proceso del Buen Gobierno Corporativo, disponen que los directores deben contar con el perfil correspondiente, conocimientos, experiencia en el sector, en el caso del sistema financiero y específicamente en el sistema de cajas, los directores firman anualmente, el documento denominado “Declaración de Cumplimiento de los Miembros del Directorio Resolución SBS N° 272-2017” relacionada con el Reglamento de Gobierno Corporativo

y la Gestión Integral de Riesgos”, y para los demás colaboradores deben conocer todos los riesgos inherentes a la Institución en la cual trabajan y como mayor énfasis su riesgo propio. En concreto, dicho proceso en las situaciones actuales contribuye al cumplimiento de los objetivos de la CMAC Huancayo, inductores potentes que tienen impacto en los resultados a favor del único accionista que es la Municipalidad Provincial de Huancayo.

4.5.23. Aspectos relevantes del buen gobierno corporativo de la CMAC Huancayo

Considerando que a CMAC Huancayo es supervisada por la SBS por ser una institución dedicada a la intermediación financiera, a la fecha de la presente investigación está en proceso de implementación la Resolución SBS N° 272-2017 – “*Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos*”, cuyos aspectos relevantes son los siguientes:

- a) Estructura y organización corporativas de acuerdo a la complejidad de sus operaciones y servicios.
- b) Idoneidad moral y solvencia económica de los accionistas.
- c) Idoneidad técnica y moral de los Stakeholders.
- d) Cultura, valores y responsabilidades corporativas exigibles a los directores, gerentes, funcionarios y demás colaboradores.
- e) Políticas claras y precisas relacionadas con la gestión objetiva, íntegra e independiente de los conflictos de intereses.
- f) Políticas de remuneraciones alineadas con los objetivos a largo plazo de la CMAC Huancayo.
- g) Marco de la gestión integral de los riesgos.
- h) Políticas relacionadas con el control interno sólido; así como un desempeño efectivo de las funciones de auditoría interna y de cumplimiento normativo.

4.5.24. Gestión integral de riesgos en la CMAC Huancayo

Es un proceso efectuado por el directorio, la gerencia y el personal aplicado a toda la CMAC Huancayo, que tiene como objetivo principal la definición de su estrategia,

identificación de potenciales eventos de riesgo que pueden afectar el cumplimiento razonable en el logro de sus objetivos.

La Gestión Integral de Riesgos incluye la totalidad de las líneas de negocio, procesos y unidades organizativas, diseñada de acuerdo a la naturaleza, tamaño y complejidad de sus operaciones y servicios.

4.5.25. Principales riesgos inherentes a las operaciones de la CMAC Huancayo

La Resolución SBS N° 272-2017, detalla los siguientes riesgos: crédito, lavado de activos y financiamiento del terrorismo, liquidez; mercado, reputación, técnico, reaseguro, estratégico y operacional, con respecto a dichos riesgos en las notas de los estados financieros del ejercicio 2017, la CMAC Huancayo está expuesta a los siguientes riesgos:

- i. Riesgo de crédito. - Toman posiciones afectas al riesgo de crédito, que consiste en que el cliente no puede cumplir con sus compromisos o pagos a su vencimiento, en este caso se constituyen las provisiones genéricas y específicas.
- ii. Riesgo de liquidez. - Este riesgo está relacionado con retiros diarios del recurso disponible en efectivo por cuentas de ahorro, vencimiento de depósitos, otorgamiento de préstamos y otros retiros, en tal sentido, para minimizar ese riesgo se cuenta con un comité de activos y pasivos.
- iii. Riesgo de mercado. - Está expuesta a los efectos de las fluctuaciones del tipo de cambio de moneda extranjera, tasa de interés y cotización de inversiones y para gestionarlo se cuenta con una gerencia de riesgos y un manual de control y evaluación de riesgos que incorpora indicadores y límites, en línea con el apetito y tolerancia al riesgo y que son aceptables por la CMAC Huancayo.
- iv. Riesgos de lavado de activos y del financiamiento del terrorismo, Es la posibilidad de que la empresa sea utilizada para fines de lavado de activos y del financiamiento del terrorismo y para gestionarlo se cuenta con un funcionario responsable con nivel gerencial, en línea con las normas emitidas por la SBS.
- v. Riesgo operacional. - Pérdidas posibles debido a procesos inadecuados implementados en la CMAC Huancayo, fallas del personal, y de la tecnología de información o eventos externos y para minimizar dichos riesgos se cuenta con

metodologías, políticas aprobadas por el Directorio en línea con las emitidas por la SBS sobre la materia. Cabe resaltar que en este riesgo incluye el riesgo legal, pero no se considera el riesgo estratégico y de reputación.

Finalmente, debemos mencionar que las mejores empresas tienen como característica principal, la adecuada gestión de riesgos inherentes a sus operaciones, lo cual debe estar evidenciado fundamentalmente en el cumplimiento de los objetivos estratégicos e indicadores financieros, en el presente caso, los expertos en microfinanzas del Perú lo consideran como una de las principales empresas que conforman la familia del Sistema de Cajas, opinión corroborada en el presente estudio en el cual se ha realizado un análisis técnico/financiero riguroso de los 10 últimos años (Anexo N° 4 y 5), sobre la base de la información difundida por la SBS y SMV, instituciones de prestigio reconocido a nivel nacional e internacional.

Capítulo V:

Conclusiones y Recomendaciones

5.1. Conclusiones

Sobre la base de la investigación realizada, análisis de información obtenida de diferentes entes de control, entrevista con opiniones del sector de microfinanzas de alto nivel técnico y estratégico, con respecto a la realidad histórica, actual, expectativas futuras, métodos y procedimientos de valoración de la CMAC Huancayo, en línea con las finanzas corporativas modernas, se arribó a las siguientes conclusiones:

- J Se ha determinado que el mejor método y el más usado por los especialistas, para la determinación del valor de la CMAC Huancayo, es el descuento de flujos de caja libre, por la flexibilización en la elaboración que permite incorporar variables claves del negocio (desembolsos de créditos, provisiones, depósitos y adeudos), convirtiéndose en un instrumento de primer nivel para la toma de decisiones en la mesa de negociación entre compradores y vendedores.

- J La mejor herramienta para la actualización de los flujos de caja libre descontada es el VAN y como tasa de descuento el WACC, considerando que es la más utilizada y que su fortaleza radica en su fácil comprensión e interpretación en el mundo real, y además incorpora el rendimiento mínimo exigido por el único accionista que es la Municipalidad Provincial de Huancayo.

- J Considerando que la CMAC Huancayo es una empresa en marcha, el mejor procedimiento para calcular el valor continuo, es el flujo de caja libre proyectado del último año (2028), que está representada por una tasa (g) equivalente al 2%, variable principal de crecimiento del valor de continuidad.

- J Para proyectar las provisiones de las pérdidas esperadas del riesgo de crédito, el mejor procedimiento técnico/legal/tributario, son las provisiones genéricas y específicas, definidas por la SBS que incorpora criterios de Basilea, asociadas a las operaciones crediticias.

5.2. Recomendaciones

Considerando, que los hechos descritos, podrían afectar la reputación de la entidad, creemos pertinente mencionar que, en la medida de lo posible, la difusión del contenido de la presente investigación deberá regirse por el principio de reserva, en línea con las normas de la Universidad Católica Sedes Sapientiae de la Escuela de Postgrado; sin embargo, al margen de lo mencionado, los partícipes de la presente investigación han convenido sugerir las siguientes recomendaciones:

- J) La alta administración de las empresas y en especial de la CMAC Huancayo, como política principal en la selección de socios estratégicos del sector privado y/o público, deberán utilizar en la mesa de negociación como herramienta de alto nivel estratégico, un rango de valores determinados con métodos dinámicos u optimistas (vendedor) y con métodos estáticos o pesimistas (comprador), con la finalidad de contar con criterios técnicos confiables en la determinación del precio de la respectiva operación; todo ello enmarcado, dentro de los lineamientos del Buen Gobierno Corporativo y la nueva Ley N° 30607 aprobada por el congreso el año pasado, relacionado con la incorporación de nuevos accionistas en las CMACs.
- J) El mundo académico debe responder a los problemas y exigencias empresariales (corporativo, grandes, medianas, pequeñas y microempresas), considerando que actualmente la valoración de empresas está en auge, originados por factores de la globalización, competencia y desarrollo tecnológico, y en línea con las finanzas corporativas modernas y las mejores prácticas, por lo tanto, dicha materia, debe formar parte de la estructura curricular en el postgrado de finanzas.

Referencias Bibliográficas

- Adela, L. G. (2013). *Dinero Eficiente*. Lima-Perú: Biblioteca Nacional del Perú.
- Apoyo Consultoría. (Julio 2011). *Estudio de Valorización de una Entidad Financiera, Especializada en Segmento de Microfinanzas*. Lima - Perú.
- Beaton, N. J. (23 de agosto 2011). *Valorización Banco Nuevo Mundo*. Lima - Peru: Socio Global de Valorización Servicios de Asesoría; Grant Thornton LLP.
- Beltran, A., & Cueva, H. (2013). *Evaluación Privada de Proyectos* (3era ed.). Lima - Perú: Pearson.
- Bravo, O., & Sanchez, M. (Abril de 2012). *Gestión Integral de Riesgos* (1era ed., Vol. Tomo 2). Bogota - Colombia: B&S Publicado por: Bravo y Sanchez, EU.
- Cabello, J. M. (2014). *La Valorización de los Negocios* (3era ed.). Madrid España: Delta Producciones.
- Caja Trujillo. (Abril 2017). Microfinanzas. Seremos Mas Selectivos al Colocar. *SEMANA Economica*, Pág 36.
- Carrasco, J. (2010). ¿Qué es Valorar una Empresa?; El lado Oscuro de la valorización de Empresas; ¿Como Se compran y se venden las Empresas? *Guía de Finanzas*, Págs 18; 60; 61.
- Casanovas, M., & Santandreu, P. (2011). *Guía Práctica de Valoración de Empresas*. Barcelona: Profit.
- Chu, M. (Noviembre 2011). La Creación de Valor en las Finanzas. Lima- Perú: Editor del Proyecto Editorial - Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.
- Cuervo, J., Osorio, J., & Duque, M. (Julio 2013). *Costeo Basado en Actividades ABC* (2da ed.). Bogota - Colombia: ECOE Ediciones.
- Duarte, S., & Fernandez, A. (2012). Finanzas Estructurales: Otro Coloquio. Mexico: Limusa - Ipade.
- Fernández, P. (Noviembre 2008). *Métodos de Valorización de Empresas*. Universidad de Navarra-Barcelona España: IESE Business School.
- Forsyth, J. A. (2004). *Finanzas Empresariales Rentabilidad y Valor* (1era ed.). Lima - Perú.
- Franco, P. (Diciembre 2013). *Planes Negocios: Una Metodología Alternativa* (3era ed.). Lima - Perú: Universidad del Pacífico.
- Gaitán, R. (Enero 2015). *Administración de Riesgos E.R.M. y la auditoría interna* (2da ed.). Bogota - Colombia: ECOE Ediciones.

- García, E. (Julio 2012). *¿Cómo Generar Valor en las Empresas?* (1a ed.). Lima - Perú: Universidad del Pacífico.
- Geller, L. (Abril 2013). *Dinero Eficiente*. Lima - Perú: Asociación Gráfica Educativa.
- Hope, J., & Player, S. (2012). *Las Mejores Practicas de Gestion Empresarial*. Barcelona: Editorial I, S.L.
- Indacochea, A., & Gomez, A. (2010). La Contabilidad Creativa y la Valorización de Empresas; El Accionista como Generador de valor. *Guía de finanzas*, Pág 59-86.
- Jiménez, F., & De la Torre, A. (2017). *Valoración de empresas y analisis bursátil* (2da ed.). Madrid: Pirámide.
- Jordi, F., Alcover, S., Labatut, G., Fernández, P., Marin, S., & Ruiz, P. (2009). *Valorizacion de Empresas*. Barcelona: Bresca Editorial, S.L.
- Jorios, P. (2013). *Valor en Riesgo*. Mexico: LIMUSA.
- Lubian, F., & Berastain, C. (30 de julio de 2010). *Valorización Fundamental en Entidades Financieras*.
- Mato, M. (2010). *Mercado de Capitales una Perspectiva Global* (1era ed.). Buenos Aires: Cengage Learning Argentina.
- Meigs, W., & Haka, B. (2000). *La base para decisiones gerenciales*. Bogota. Colombia: Irwin Mc Graw Hill.
- Mercados y Finanzas. (Octubre 2016). Atractivos para Bancos y Cajas. *Semana económica*, Pág. 39.
- Microfinanzas Management. (21 de mayo de 2017). Cajas Municipales mas Formalizadas. *Semana Económica*, Pág 42.
- Milla Gutierrez, A. (2010). *Creacion de Valor para el Accionista*. Madrid, Buenos Aires, Mexico y Bogotá: Diaz de Santos.
- Montserrat Casanovas, Pol Santandreu. (2011). *Guia Practica para la Valorización de Empresas* . Barcelona: Profit Editorial.
- Ostengo, H. C. (Junio 2006). *Control de Gestión* (1era ed.). Buenos Aires - Argentina: Libreria Editorial Osmar D. Buyati.
- Pino, M. (11 de mayo de 2017). Modernización del Marco Legal. Congreso da el primer paso para incorporación de Capital extranjero en Cajas Municipales. *Semana Económica*, Pág 20.
- Portocarrero, F., Tarazona, A., & Westley, C. (Enero 2006). *¿Como deberia Financiarse las Instituciones de Microfinanzas?* (1era ed.). Lima - Peru: IEP Instituto de Estudios Peruanos.
- PREMIC, E. P. (2016). Premio a la Microempresa. *Gan@Mas* , Pags 23-25.

- Revello de Toro Cabello, J. M. (2014). *La Valoracion de los Negocios* (3era ed.). Madrid: Publicaciones Delta.
- Sahmkoe, H. (mayo 2007). *Valorizacion Financiera de Banco Mercantil*. Caracas - Venezuela: Universidad Simon Bolivar .
- Sarmiento, J. (s.f.). *Valorizacion de Empresas: Metodos*. Contables para la Valorizacion.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP's. (2015). *Glosario de términos e indicadores financieros*. Obtenido de <https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2015>
- Torres, J., Santardreu, P., Garriga, M., Lopez, F., & Amat, O. &. (2012). *Nuevas Tendencias en Finanzas Corporativas*. España: ACCID.

Anexos

Anexo 1: Matriz de consistencia del estudio

Preguntas	Objetivos	Hipótesis	VARIABLES e indicadores	Metodología
<p>Problema general ¿Cuál es el método más apropiado para la valoración de la CMAC Huancayo, que sirva de guía técnica, en el proceso de negociación relacionada con las fusiones, incorporación de nuevos accionistas y gestión de nuevos proyectos?</p>	<p>Objetivo general Determinar el método más apropiado para la valoración de CMAC Huancayo, con la finalidad de contar con una guía técnica en el proceso de negociación relacionada con las fusiones, incorporación de nuevos accionistas y gestión de nuevos proyectos.</p>	<p>Hipótesis general El descuento de flujos de caja es el método más apropiado para determinar la valoración de la CMAC Huancayo, con la finalidad de contar con una guía técnica, en el proceso de negociación relacionada con las fusiones, incorporación de nuevos accionistas y gestión de nuevos proyectos</p>	<p>Variable independiente <ul style="list-style-type: none"> ✓ El descuento de flujos de Caja Libre Indicador Flujos estimados ✓ Tasa de descuento Indicador VAN WACC <ul style="list-style-type: none"> ✓ Costo de la deuda ✓ Costo de capital </p>	<p>Tipo de investigación: Cuantitativo: Deductivo</p>
<p>Problemas específicos <ul style="list-style-type: none"> ✓ ¿Cuál es el mejor procedimiento para proyectar los flujos de caja libre esperados en el futuro? ✓ ¿Cuál es la herramienta y la tasa de descuento adecuada que ayude a determinar el valor de la CMAC Huancayo? ✓ ¿Cuál es el mejor procedimiento para determinar el valor de continuidad? ✓ ¿Cuál es el mejor procedimiento para proyectar las provisiones, relacionadas con las pérdidas esperadas del riesgo de crédito? </p>	<p>Objetivos específicos <ul style="list-style-type: none"> ✓ Determinar el mejor procedimiento para proyectar los flujos de caja libre esperados en el futuro. ✓ Determinar la herramienta y la tasa de descuento adecuada que se utiliza en el cálculo del valor de la CMAC Huancayo. ✓ Determinar el mejor procedimiento para calcular el valor continuo. ✓ Determinar el procedimiento para proyectar las provisiones, relacionadas con las pérdidas esperadas del riesgo de crédito. </p>	<p>Hipótesis específicas <ul style="list-style-type: none"> ✓ La mejor metodología y procedimiento utilizado para calcular el valor de la CMAC Huancayo, es el descuento de flujos de caja libre esperados en el futuro. ✓ La herramienta y la tasa de descuento adecuada que refleja el valor de la CMAC Huancayo, está determinada por el VAN y el WACC ✓ El mejor valor de continuidad está determinado por la renta perpetua con tasa de crecimiento constante. ✓ El mejor procedimiento para proyectar las provisiones, relacionadas con las pérdidas esperadas del riesgo de crédito, es el genérico y el específico. </p>	<p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Proyecciones genéricas y específicas Indicador Provisiones estimadas <p>Variable dependiente <ul style="list-style-type: none"> ✓ El valor de la CMAC Huancayo S.A.C. Indicadores ✓ Descuento de flujos de caja – WACC y provisiones estimadas </p> </p>	

Anexo 2: Entrevista

Al gerente general del consorcio de Organizaciones Privadas de Promoción al Desarrollo de la Pequeña y Microempresa – COPEME

La presente entrevista tuvo por finalidad recoger información de Alto Nivel Técnico y Estratégico, sobre la realidad histórica, actual y las expectativas futuras desde su ámbito de acción, con respecto al Sistema de Cajas en el Perú y en especial de la Caja Municipal de Ahorro y Crédito Huancayo (CMAC Huancayo).

Referencia Personal: Carlos Ríos Henckell - Gerente General de COPEME y Gerente de su Área Microfinanzas, Vice-Presidente de EDPYME Alternativa, Consejero de Microfinance Gateway del CGAP y Perú Opportunity Fund.

Cabe resaltar que la entrevista fue concedida muy gentilmente por el Sr. Carlos Ríos Henckell (CR), en su oficina ubicada en el Jr, León Velarde 333- Lima 14- Perú, el 20 de abril de 2018.

Pregunta: En la décimo cuarta disposición transitoria, de la Ley General 26702, entre otros aspectos, se dispone: *Autorízase a los respectivos Concejos Municipales, previa opinión de la FEPMAC, a acordar la participación de personas naturales o jurídicas en el accionariado de las correspondientes Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, preferentemente a instituciones afines del país y del exterior*”; luego, con fecha 12 de julio 2017, se promulga la Ley N° 30607 “Ley que modifica y fortalece el funcionamiento de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC)” promulgada con fecha 12 de Julio 2017, que tiene como objetivo principal la incorporación de capitales nacionales e internacionales para garantizar su sostenibilidad ¿ Por qué hasta la fecha los Consejos Municipales, no acuerdan incorporar nuevos accionistas?

CR: Si analizamos el historial del sistema de cajas, estas instituciones están contribuyendo al crecimiento económico del país y sobre todo a las micro y pequeñas empresas; sin embargo, los Consejos Municipales no han tomado la iniciativa de incorporar capitales nacionales o extranjeros en el accionariado de las CMACs, con la finalidad de fortalecer su patrimonio y lograr obtener recursos financieros necesarios para

obtener autorizaciones y acceso a más productos financieros en línea con las necesidades de los clientes y lograr la sostenibilidad de dichas instituciones.

Pregunta: ¿Cuál es el impacto del riesgo político en el sector microfinanciero, especialmente en la gestión de las CMACs?

CR: Las CMACs actualmente constituyen el sistema más fuerte y de mayor antigüedad, el riesgo político influye en la toma de decisiones de los Directorios de las Cajas; esto genera incertidumbre en la toma de decisiones de los potenciales inversionistas, considerando que el cambio de alcaldes se realiza cada cuatro años, aspecto que podría variar los compromisos asumidos por las CMACs frente terceros.

Pregunta: ¿Cómo se ve el interés de los Accionistas únicos de las CMAC s, con respecto a la valoración de sus Instituciones?

CR: Actualmente el tema de la valoración está en pleno auge, como consecuencia de la globalización, la alta competencia y el desarrollo tecnológico; sin embargo, en el Perú falta desarrollarse y sobre todo en las CMACs, cuya naturaleza tiene sus características propias para llevar a cabo las valoraciones de las instituciones, con la finalidad de poder realizar operaciones de ventas de acciones, ventas de cartera u otros activos.

Pregunta: Actualmente el sistema de cajas está conformado por doce Instituciones ¿Desde su ámbito de acción cual es la CMAC que presenta mejores indicadores financieros y refleja un mejor gobierno corporativo y presenta cierta sostenibilidad en el tiempo?

CR: Las instituciones que conforman el sistema de cajas son supervisadas por la SBS, razón por lo cual tienen que cumplir e implementar las normas emitidas por dicho ente de control, y los resultados deben reflejarse en los estados financieros, reportes y anexos presentados mensualmente al ente supervisor, sobre la base de dicha información y el análisis realizado, la CMAC Huancayo presenta los mejores indicadores financieros, incremento sostenible de la participación del mercado tanto geográfico, clientes e importes de la cartera de créditos; en ese sentido, la implementación de los controles y el buen gobierno corporativo se evidencian en los resultados económicos de dicha Institución.

Pregunta: En la valoración de la CMAC Huancayo, estamos tomando como supuesto que el sector microfinanciero es influenciado fuertemente por el desempeño del sector comercio, al correlacionar su crecimiento con el del PBI comercio. ¿Considera usted desde su punto de vista técnico como razonable y acertado?

Efectivamente, hoy en día, el comportamiento de la economía peruano ha cambiado radicalmente y si afecta los niveles de deuda y la capacidad de repago de las micro y pequeñas empresas en general, ya que están ahora están ligadas a más de una institución financiera, proveedores y compradores diversos que también se interrelacionan con otros agentes económicos.

También es verdad, que actualmente las microempresas son cambiantes y son muy flexibles en el giro de sus negocios, debido a que un mismo emprendedor podría vender árboles en navidad, útiles escolares en marzo, chocolates en el día de la madre, dependiendo de la estacionalidad de los negocios.

Finalmente, debemos mencionar, en el mundo de los negocios micro, pequeños, medianos, grandes y corporativos, existen altos niveles de competencia en todos los ámbitos; lo cual dificulta la rentabilidad de la adaptación a negocios distintos.

Pregunta: La CMAC Huancayo en los últimos 10 años su crecimiento en promedio de su cartera de créditos fue de 24%, superior a la del sistema de cajas equivalente al 14%. ¿Considera esto posible durante los próximos cinco años?

CR: Como mencioné anteriormente, la CMAC Huancayo presenta los mejores indicadores financieros de su sistema, y en el argot está considerada como la vedette de la familia de cajas; sin embargo, para mantener dicho crecimiento se necesita fortalecer su patrimonio, y para ello en primer lugar deberían determinar el valor de la institución y luego con la información relevante buscar un socio estratégico y negociar un precio aceptable por el único accionista que en este caso es la Municipalidad de Huancayo.

Pregunta: ¿Cuál es la labor principal que realizan las ONGs en el sector microfinanciero, y se puede considerar como competencia para la CMACs?

CR: Las ONGs son Instituciones que tienen la mayor cantidad de clientes exclusivos, los cuales se encuentran ubicados en zonas rurales donde realmente existe poco o ningún acceso a la oferta de instituciones reguladas; son las que mayor trabajo de bancarización hacen, y para realizar dicha labor utilizan como metodología la banca comunal, que les permite llegar a áreas remotas, con mayores costos pero atendiendo una población que no tiene acceso a la banca tradicional, actividades que impactan a sus ratios de rentabilidad; por lo tanto, la implementación de dicha metodología es contraria a los objetivos de las Instituciones reguladas, en concreto no son competencia relevante para las CMACs, a pesar de la loable labor de inclusión que desarrolla.

Anexo 3: Artículo del Diario Gestión
Caja Sullana sumará Nuevos accionistas En el Tercer Trimestre
(24.04.2018)

El presente artículo periodístico está relacionado a la evaluación del ingreso de nuevos socios al Capital Social de la CMAC Sullana la que se encuentra en conversaciones con varios candidatos, para lograr su expansión.

El Señor Joel Siancas - Presidente del Directorio de la CMAC Sullana comentó a Gestión, que sobre la base de la nueva Ley de las Cajas Municipales aprobada por el Congreso el año pasado, permite a las entidades financieras incorporar nuevos accionistas del sector privado a su accionariado; en ese sentido, se encuentran conversando con diversos fondos, que tienen potencial económico para convertirse en sus socios, algunos de ellos son de América o Europa y están vinculados al sector microfinanciero.

El presidente del Directorio, también destacó que el ingreso de un nuevo inversionista a la entidad financiera les permitirá incrementar el número de préstamos, alcanzar nuevos recursos, lanzar nuevas operaciones financieras y adoptar tecnologías más avanzadas, entre otros.

Los nuevos socios podrían tomar hasta el 30% de las acciones comunes de la CMAC Sullana y más de 58 millones en acciones preferentes ofertadas.

Anexo 4: Estado de Situación Financiera de la CMAC Huancayo

(en Miles de Soles)

Activo	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Disponible	367,555	347,910	174,055	173,336	310,720	172,484	146,160	99,617	70,734	64,347
Caja	46,482	44,965	32,177	23,457	20,771	16,738	14,879	14,170	10,404	9,193
Bancos y Corresponsales	319,841	302,075	141,107	148,877	288,329	155,179	112,865	85,328	60,195	55,054
Canje	666	442	263	626	1,163	0	0	0	0	0
Otros	566	427	509	377	458	568	18,416	119	135	101
Inversiones Netas de Pprovisiones	42,244	36,423	19,925	12,268	7,728	3,718	5,894	19,128	22,062	2,918
Inversiones Disponibles para la Venta	37,747	31,912	16,416	8,697	4,397	431	2,997	16,232	19,146	393
Inversiones a Vencimiento	0	0	443	504	363	319	0	0	0	0
Inversiones en Subsidiarias, Asociadas y Negocios Conjuntos	4,497	4,511	3,066	3,066	2,968	2,968	2,916	2,916	2,916	2,525
Provisiones	0	0	0	0	0	0	-19	-20		
Créditos Netos de Provisiones y de ingresos No Devengados	3,151,279	2,427,862	1,868,696	1,502,079	1,228,324	1,006,582	812,202	617,754	469,916	437,959
Créditos Netos		2,555,380	1,970,456	1,591,491	1,301,890	1,067,851	863,170	662,996	508,343	463,060
Vigentes*	3,013,806	2,451,938	1,890,537	1,524,233	1,247,177	1,024,388	825,955	628,474	479,683	446,009
Préstamos	2,702,707	2,162,705	1,672,751	1,344,303	1,100,125	901,143	741,395	583,564	0	0
Arrendamiento Financiero	3,771	3,396	5,068	4,627	4,685	5,229	1,817	0	457,164	424,591
Hipotecarios para Vivienda	285,829	250,699	211,486	174,010	140,844	116,198	81,256	43,992	18,161	15,308
Otros	21,500	35,138	1,232	1,294	1,522	1,818	1,488	919	4,358	6,110
Refinanciados y Reestructurados*	30,841	23,973	15,999	14,021	10,191	7,185	8,989	9,880	5,433	1,752
Atrasados*	106,631	79,469	63,920	53,236	44,522	36,277	28,226	24,643	23,226	15,299
Vencidos	42,642	26,822	17,913	13,002	14,042	13,166	9,634	8,253	8,430	4,624
En Cobranza Judicial	63,990	52,646	46,006	40,234	30,480	23,112	18,592	16,390	14,796	10,675
Provisiones	-162,193	-124,853	-101,058	-88,596	-72,708	-60,018	-50,593	-45,210	-38,392	-25,061
Intereses y Comisiones no Devengados	-3,152	-2,665	-702	-816	-858	-1,250	-375	-32	-34	-40
Cuentas por Cobrar Netas de Pprovisiones	12,587	4,845	3,028	6,221	3,385	2,455	2,076	2,591	1,595	1,196
Rendimientos Por Cobrar	37,656	33,445	28,233	24,644	20,805	20,058	15,412	13,570	12,241	9,721
Disponible	866	789	42	52	245	9	169	378	664	989
Inversiones	0	0	0	0	10	16	32	573	275	16
Créditos	36,752	32,653	28,191	24,583	20,551	20,033	15,211	12,618	11,302	8,716
Cuentas por Cobrar	39	3	1	10	0	0	0	0	0	0
Bienes Realizables, Recibidos en Pago y Adjudicados	4,797		7,225	228	1,245	1,797	1,938	1,888	415	241
Inmueble, Mobiliario y Equipo Neto	48,680	41,519	33,204	28,712	24,511	23,110	18,909	15,228	14,261	13,293
Otros Activos	25,241	20,892	14,393	10,026	11,654	11,344	8,996	8,306	7,742	8,161
Total Activo	3,524,695	2,919,400	2,148,758	1,757,514	1,608,373	1,241,548	1,011,586	778,083	598,966	537,837
<i>Fuente : SBS y Elaboración propia</i>										

Anexo 4: Estado de Situación Financiera de la CMAC Huancayo

(en Miles de Soles)

Pasivo y Patrimonio	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Obligaciones con el Público	2,697,319	2,203,003	1,518,309	1,294,211	1,166,910	884,828	715,437	506,629	375,106	330,295
Depósitos a la Vista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósitos de Ahorro	551,950	474,228	389,047	311,213	241,632	193,397	158,209	113,246	79,487	80,486
Depósitos a Plazo	2,007,136	1,613,189	1,029,858	884,648	836,159	615,903	487,959	345,630	257,868	223,048
Cuentas a Plazo	1,253,615	1,040,075	633,536	550,250	535,851	458,765	397,306	288,597	213,773	184,850
C.T.S.	736,912	560,148	383,924	321,325	289,465	149,054	85,048	53,375	41,101	34,893
Otros	16,609	12,966	12,399	13,073	10,844	8,084	5,606	3,658	2,993	3,305
Depósitos Restringidos	135,367	113,385	98,556	97,761	88,757	75,239	69,125	47,703	37,675	26,743
Otras Obligaciones	2,866	2,200	848	588	362	289	145	50	77	18
A la Vista	2,866	2,200	848	588	362	289	145	50	77	18
Depósitos del Sistema Financiero y Organismos Intern.	5,074	11,093	10,441	3,864	3,018	9,226	12,683	29,431	33,279	26,987
Depósitos de Ahorro	4,475	9,260	9,662	3,094	2,297	840	3,714	1,999	2,347	1,605
Depósitos a Plazo	599	1,834	779	770	720	8,387	8,970	27,433	30,933	25,382
Adeudos y Obligaciones Financieras	201,912	198,932	202,261	123,484	104,166	95,034	82,315	61,265	38,166	57,268
Instituciones del País	201,912	198,932	196,899	111,922	86,356	78,786	65,136	43,366	38,104	57,084
Instituciones del Exterior y Organismos Internacionales	0	0	5,362	11,562	17,810	16,249	17,179	17,899	61	184
Obligaciones en Circulación No Subordinadas	0	0	0	0	42,810	0	0	0	0	0
Otros Instrumentos de Deuda	0	0	0	0	42,810	0	0	0	0	0
Cuentas por Pagar	27,636	20,110	17,026	11,754	9,894	15,664	8,698	7,315	3,732	4,431
Intereses y Otros Gastos por Pagar	118,152	84,899	60,887	49,074	50,388	34,444	26,993	24,485	21,731	19,926
Obligaciones con el Público	117,948	84,799	60,055	48,332	47,908	33,689	26,739	24,212	20,935	18,708
Depósitos del Sistema Financiero y Organismos Intern.	36	25	36	13	32	159	225	175	791	1,029
Adeudos y Obligaciones Financieras	168	75	797	25	28	29	28	19	5	189
Obligaciones en Circulación no Subordinadas	0	0	0	0	1,634	0	0	0	0	0
Cuentas por Pagar	0	0	0	704	785	566	0	79	0	0
Otros Pasivos	4,755	4,754	3,888	1,878	2,942	9,068	2,205	9,601	7,699	2,610
Provisiones	1,861	1,353	1,212	1,080	980	227	180	166	99	25
Créditos Indirectos	474	224	465	375	293	0	0	0	0	0
Otras Provisiones	1,387	1,129	747	705	687	0	0	0	0	0
Total Pasivo	3,056,710	2,524,144	1,814,024	1,485,344	1,381,107	1,048,492	848,511	638,894	479,812	441,544
Patrimonio	467,985	395,256	334,735	272,170	227,265	193,056	163,075	139,189	119,154	96,293
Capital Social	329,536	277,402	226,853	190,094	161,442	136,717	116,770	99,774	84,343	64,839
Reservas	48,275	40,551	33,063	27,617	23,372	19,709	16,754	14,236	11,950	9,783
Ajustes al Patrimonio	137	68	-69	1	4	0	0	0	0	0
Resultado Neto del Ejercicio	90,038	77,235	74,888	54,458	42,447	36,630	29,552	25,179	22,861	21,671
Total Pasivo y Patrimonio	3,524,695	2,919,400	2,148,758	1,757,514	1,608,373	1,241,548	1,011,586	778,083	598,966	537,837
Contingentes	13,324	14,438	19,735	19,736	17,429	11,449	9,402	9,659	4,589	3,321
Avales, Cartas Fianza, Cartas de Crédito y Aceptaciones Bancarias	13,324	14,438	19,735	19,736	17,429	11,362	8,940	7,700	3,564	751
Líneas de Crédito no Utilizadas y Créditos Concedidos no Utilizados	0	0	0	0	0	88	463	1,959	1,026	2,570
Contracuenta de Cuentas de Orden Deudores	0	0	0	0	0	721,324	647,644	621,047	1,658,048	1,539,907
Cuentas de Orden Acreedores	0	0	0	0	0	1,616,408	1,278,912	3,011,628	1,247,198	1,222,336
FIDEICOMISOS Y COMISIONES DE CONFIANZA ACREEDORAS	0	0	0	0	0	17,180	18,174	19,033	19,696	21,545

Fuente : SBS y Elaboración propia

Anexo 5: Estado de Resultados de la CMAC Huancayo

(en Miles de Soles)

RUBROS	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Ingresos Financieros	609,500	483,159	379,426	315,260	261,358	224,985	189,014	154,748	138,169	107,881
Disponible	12,498	6,810	2,684	6,229	4,641	3,139	2,442	2,530	3,062	2,847
Fondos Interbancarios	0	0	0	0	0	4	7	33	12	0
Inversiones	1,511	1,010	494	309	103	127	464	411	449	468
Créditos Directos	594,494	474,040	375,472	307,648	255,113	220,511	185,228	151,148	133,924	103,204
Gan. Inver. en Subs., Asoc y Neg Conj.	0	15	0	120	50	0	0	102	0	0
Diferencia de Cambio	958	1,247	764	917	1,447	1,152	873	525	632	1,362
Otros	39	36	12	36	3	53	0	0	90	0
Gastos Financieros	156,343	110,952	76,460	75,616	65,023	51,313	41,135	30,927	31,217	24,347
Obligaciones con el Público	136,910	90,261	61,201	63,224	52,470	41,610	32,409	23,308	21,266	18,440
Depósitos del Sist. Finan. Org. Finan Inter.	66	52	37	33	223	295	496	955	2,112	1,494
Adeudos y Obligaciones Financieras	15,366	17,219	12,153	8,676	7,418	6,796	5,769	4,302	5,948	2,579
Obligaciones en Circulación Subordinadas	0	0	0	0	0	2,573	2,334	2,351	1,891	0
Primas al Fondo de Seguro de Depósitos	3,987	3,421	3,055	3,021	2,774	38	127	10	0	1,604
Otros	14	0	14	663	2,138	0	0	0	0	229
Margen Financiero Bruto	453,157	372,207	302,966	239,644	196,335	173,673	147,879	123,821	106,951	83,534
Provisiones para Créditos Directos	63,025	37,430	17,846	22,171	21,074	17,495	10,985	12,710	16,535	7,615
Margen Financiero Neto	390,132	334,777	285,120	217,473	175,261	156,178	136,894	111,112	90,416	75,919
Ingresos por Servicios Financieros	21,677	17,408	22,809	18,303	12,355	11,313	7,998	5,456	3,019	1,399
Cuentas por Cobrar	128	11	100	56	0	0	0	0	0	0
Créditos Indirectos	793	964	1,256	1,292	834	1,543	1,155	1,089	496	53
Fideicomisos y Comisiones de Confianza	17	14	27	28	17	25	42	44	136	112
Ingresos Diversos	20,739	16,419	21,427	16,927	11,504	9,745	6,801	4,323	2,387	1,234
Gastos por Servicios Financieros	11,956	10,972	15,935	11,961	9,406	8,018	7,899	5,128	1,967	1,378
Créditos Indirectos	0	0	0	0	0	0	12	0	3	0
Fideicomisos y Comisiones de Confianza	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3
Gastos Diversos	11,956	10,972	15,935	11,961	9,406	8,018	7,888	5,128	1,964	1,376
Util. (Pérdida) por Venta Cartera Cred.	0	1,815	0	0	0	0	0	0	0	0
Margen Operacional	399,853	343,027	291,994	223,814	178,210	159,473	136,993	111,440	91,468	75,939
Gastos Administrativos	261,127	228,373	178,104	139,826	114,785	102,798	92,333	66,177	50,257	40,050
Personal	172,674	144,303	112,854	89,857	71,604	64,338	59,172	41,224	27,993	23,598
Directorio	1,225	977	932	774	1,114	922	649	282	306	245
Servicios Recibidos de Terceros	84,569	80,941	62,302	47,135	40,389	36,148	31,361	26,323	22,882	17,142
Impuestos y Contribuciones	2,659	2,153	2,015	2,059	1,678	1,390	1,151	980	911	740
Margen Operacional Neto	138,726	114,654	113,890	83,988	63,425	56,675	44,660	45,263	41,211	35,889
Prov., Deprec y Amortización	11,930	9,360	9,827	4,566	5,906	5,482	5,962	6,380	7,043	3,722
Provisiones para Créditos Indirectos	250	-241	90	81	65	829	607	797	582	152
Prov Pérdida por Deterioro de Inver.	0	0	0	0	0	0	19	20	0	0
Prov. Incobrabilidad de Ctas Cbrar	-264	-355	273	688	1,009	272	163	131	94	22
Prov. Bienes Real., Recidos en Pago adju.	2,040	752	1,195	-916	260	0	0	2,284	2,342	2,608
Otras Provisiones	767	891	655	783	807	0	0	3,149	4,026	940
Depreciación	7,806	7,017	6,752	3,128	2,944	2,927	2,610	0	0	0
Amortización	1,330	1,297	862	801	820	1,455	2,562	0	0	0
Otros Ingresos y Gastos	1,850	1,774	833	1,476	4,143	2,588	4,273	152	983	724
Resultado Antes del Impuesto Renta	128,646	107,067	104,897	80,898	61,663	53,781	42,971	39,034	35,151	32,891
Impuesto Renta	38,609	29,833	30,009	26,440	19,215	17,152	13,419	11,223	10,456	9,545
Resultado Neto del Ejercicio	90,038	77,235	74,888	54,458	42,447	36,630	29,552	25,179	22,861	21,671

Fuente : SBS y elaboración propia

Anexo 6: Flujos de Caja Libre Histórico de la CMAC Huancayo 2010 -2017

(en Miles de Soles)

RUBROS	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Ingresos Financieros	609,500.02	483,158.85	379,425.94	315,259.64	261,357.85	224,985.31	189,013.94	154,748.46
Otros Ingresos Financieros	21,676.99	17,407.59	22,809.22	18,302.51	12,355.13	11,312.83	7,998.24	5,456.29
(-) Gastos Financieros	-156,343.01	-110,951.93	-76,460.15	-75,616.09	-65,023.23	-51,312.63	-41,135.01	-30,927.27
(-) Otros Gastos Financieros	-11,955.92	-10,972.43	-15,935.04	-11,961.33	-9,406.05	-8,017.70	-7,899.42	-5,127.83
(-) Gastos Administrativos	-261,126.66	-228,372.54	-178,104.10	-139,825.86	-114,784.67	-102,797.97	-92,333.24	-66,177.33
Utilidad Operativa - EBIT	201,751.42	150,269.54	131,735.87	106,158.86	84,499.03	74,169.83	55,644.52	57,972.31
(-) Impuesto a las Utilidades	-38,608.64	-29,832.78	-30,009.03	-26,439.58	-19,215.42	-17,151.70	-13,419.47	-11,223.34
NOPAT	163,142.78	120,436.76	101,726.83	79,719.28	65,283.61	57,018.13	42,225.06	46,748.97
Provisiones	65,818.89	38,476.94	20,059.04	22,807.42	23,215.30	18,595.14	11,754.57	13,637.42
Depreciación y Amortización	9,136.46	8,313.56	7,613.20	3,929.45	3,764.27	4,381.92	5,172.26	5,432.67
(-) Desembolsos de Créditos	-582,683.79	-584,926.04	-395,749.41	-273,441.55	-244,457.67	-233,759.00	-227,842.42	-162,870.71
Obligaciones y Adeudos	375,265.05	672,153.29	240,384.56	57,889.11	335,289.05	183,345.28	206,634.56	153,618.27
Depósitos Negociables	20,000.00		20,000.00	24,000.00				
(-) Compra de Inm. e Intangibles	-19,708.56	-17,667.59	-12,790.35	-8,552.33	-5,388.85	-7,187.11	-6,313.74	-3,509.73
Flujos de Caja Libre	30,970.82	236,786.92	-18,756.13	-93,648.62	177,705.70	22,394.35	31,630.28	53,056.90
<i>Fuente : SBS y SMV - elaboración propia</i>								

Anexo 7: Inductores de valores históricos de la CMAC Huancayo 2011 – 2017

(en porcentaje)

Rubros	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	PROMEDIO
Ingresos Financieros	26.15%	27.34%	20.35%	20.62%	16.17%	19.03%	22.14%	21.69%
Otros Ingresos Financieros	3.56%	3.60%	6.01%	5.81%	4.73%	5.03%	4.23%	4.71%
(-) Gastos Financieros	-25.65%	-22.96%	-20.15%	-23.99%	-24.88%	-22.81%	-21.76%	-23.17%
(-) Otros Gastos Financieros	-1.96%	-2.27%	-4.20%	-3.79%	-3.60%	-3.56%	-4.18%	-3.37%
(-) Gastos Administrativos	-42.84%	-47.27%	-46.94%	-44.35%	-43.92%	-45.69%	-48.85%	-45.69%
Utilidad Operativa - EBIT	33.10%	31.10%	34.72%	33.67%	32.33%	32.97%	29.44%	32.48%
(-) Impuesto a las Utilidades	-6.33%	-6.17%	-7.91%	-8.39%	-7.35%	-7.62%	-7.10%	-7.27%
NOPAT	26.77%	24.93%	26.81%	25.29%	24.98%	25.34%	22.34%	30.21%
Provisiones	10.80%	7.96%	5.29%	7.23%	8.88%	8.27%	6.22%	7.81%
Depreciación y Amortización	1.50%	1.72%	2.01%	1.25%	1.44%	1.95%	2.74%	1.80%
(-) Desembolsos de Créditos	-95.60%	-121.06%	-104.30%	-86.74%	-93.53%	-103.90%	-120.54%	-103.67%
Obligaciones y Adeudos	61.57%	139.12%	63.35%	18.36%	128.29%	81.49%	109.32%	85.93%
Depósitos Negociables	3.28%	0.00%	5.27%	7.61%	0.00%	0.00%	0.00%	2.31%
(-) Compra de Inm. e Intangibles	-3.23%	-3.66%	-3.37%	-2.71%	-2.06%	-3.19%	-3.34%	-3.08%
Fujos de Caja Libre	5.08%	49.01%	-4.94%	-29.71%	67.99%	9.95%	16.73%	16.30%
<i>Fuente : SBS y SMV - elaboración propia</i>								

Anexo 9: Flujos de Caja Libre Proyectado CMAC Huancayo

(en Miles de Soles)

Rubros	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos Financieros	633,880.02	659,235.22	685,604.63	713,028.82	737,984.83	760,124.37	781,407.85	800,161.64	816,965.04	833,304.34	849,970.42
Otros Ingresos Financieros	29,849.89	31,043.88	32,285.64	33,577.07	34,752.26	35,794.83	36,797.09	37,680.22	38,471.50	39,240.93	40,025.75
(-) Gastos Financieros	-146,879.80	-152,754.99	-158,865.19	-165,219.80	-171,002.49	-176,132.56	-181,064.28	-185,409.82	-189,303.43	-193,089.49	-196,951.28
(-) Otros Gastos Financieros	-21,342.12	-22,195.81	-23,083.64	-24,006.98	-24,847.23	-25,592.65	-26,309.24	-26,940.66	-27,506.42	-28,056.54	-28,617.68
(-) Gastos Administrativos	-289,648.63	-301,234.57	-313,283.95	-325,815.31	-337,218.85	-347,335.41	-357,060.80	-365,630.26	-373,308.50	-380,774.67	-388,390.16
Utilidad Operativa - EBIT	205,859.37	214,093.74	222,657.49	231,563.79	239,668.52	246,858.58	253,770.62	259,861.11	265,318.20	270,624.56	276,037.05
(-) Impuesto a las Utilidades	-46,074.04	-47,917.00	-49,833.68	-51,827.03	-53,640.98	-55,250.21	-56,797.21	-58,160.34	-59,381.71	-60,569.35	-61,780.73
NOPAT	159,785.32	166,176.74	172,823.81	179,736.76	186,027.55	191,608.37	196,973.41	201,700.77	205,936.48	210,055.21	214,256.32
Provisiones	49,488.03	51,467.56	53,526.26	55,667.31	57,615.66	59,344.13	61,005.77	62,469.91	63,781.78	65,057.41	66,358.56
Depreciación y Amortización	11,407.09	11,863.37	12,337.91	12,831.42	13,280.52	13,678.94	14,061.95	14,399.43	14,701.82	14,995.86	15,295.78
(-) Desembolsos de Créditos	-657,131.38	-683,416.63	-710,753.30	-739,183.43	-765,054.85	-788,006.50	-810,070.68	-829,512.37	-846,932.13	-863,870.78	-881,148.19
Obligaciones y Adeudos	544,688.36	566,475.89	589,134.93	612,700.32	634,144.84	653,169.18	671,457.92	687,572.91	702,011.94	716,052.18	730,373.22
Depósitos Negociables	14,638.35	15,223.88	15,832.84	16,466.15	17,042.46	17,553.74	18,045.24	18,478.33	18,866.37	19,243.70	19,628.58
(-) Compra de Inm. e Intangibles	-19,533.20	-20,314.53	-21,127.11	-21,972.20	-22,741.23	-23,423.46	-24,079.32	-24,657.22	-25,175.02	-25,678.53	-26,192.10
Flujos de Caja Libre	103,342.57	107,476.27	111,775.32	116,246.33	120,314.96	123,924.40	127,394.29	130,451.75	133,191.24	135,855.06	138,572.16
<i>Fuente : SBS y elaboración propia</i>											