

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

**ESCUELA DE POSGRADO**



**Buenas Prácticas de Valorización en el Proceso de Adquisición de  
Empresas Peruanas que Cotizan en la BVL**

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN  
FINANZAS CORPORATIVA Y RIESGO FINANCIERO  
OTORGADO POR LA  
PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

**PRESENTADA POR:**

**Wilson Castillo Oviedo**

**Juan Obed Morales Merino**

**Luis Ernesto Palomino Valdivia**

**Jaime Daniel Vicente Luyo**

**Asesor: Jesús Manuel Chu Rubio**

**Surco, setiembre 2018**

## **Dedicatorias**

A Dios por darme esta gran oportunidad de seguir cumpliendo mis metas, A mis hermanos, por todo el apoyo y la confianza que se siempre me dan para seguir adelante, a mis padres por estar siempre ahí y por su ejemplo constante de virtudes: esperanza, fortaleza, responsabilidad.

Wilson Castillo

A Dios y mi familia; sobre todo a mi esposa Silvia y a mis hijos que comprenden que lo el esfuerzo que hago es por ellos.

Daniel Vicente

En primer lugar, a Dios porque de Él viene la vida, los recursos y las capacidades, a mis padres, mi hermana y mis tíos quienes me han apoyado incondicionalmente durante el curso de esta maestría, y finalmente a mi querido abuelo Isaías quién está muy orgulloso por este logro.

Obed Morales Merino

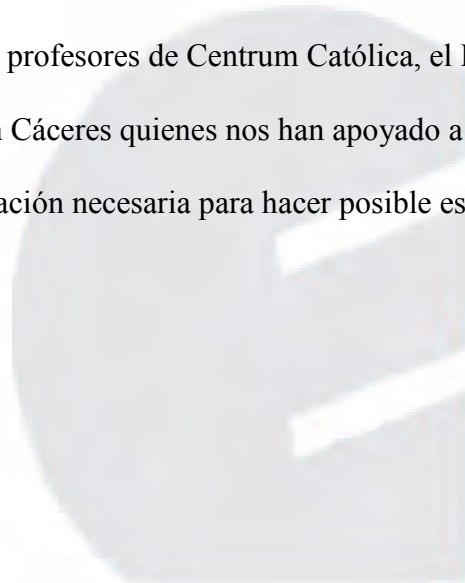
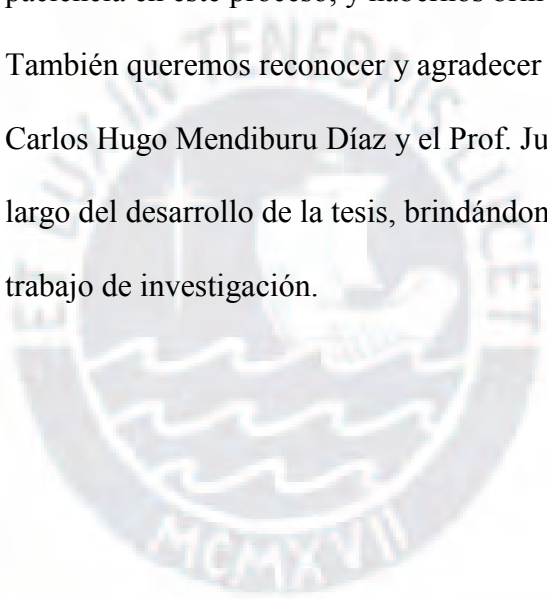
A mí esposa Roxana y mi hija Daniela, por el cariño, alegría y fuerza que me brindan cada día para ser una mejor persona, a mis padres por su apoyo incondicional y los valores que nos inculcaron para lograr nuestras metas.

Luis Ernesto Palomino

## **Agradecimientos**

En primer lugar, queremos agradecer a Centrum Católica del Perú, por habernos aceptado y abierto sus puertas a su seno científico y formar parte de esta gran experiencia, a través de la enseñanza brindada y los conocimientos adquiridos durante este tiempo, que nos llevaron a complementar nuestra carrera profesional y que servirán día a día en nuestras vidas personales y profesionales.

Queremos agradecer a nuestro asesor Manuel Chu Rubio, por su dedicación y paciencia en este proceso, y habernos brindado su capacidad y conocimiento científico. También queremos reconocer y agradecer a nuestros profesores de Centrum Católica, el Prof. Carlos Hugo Mendiburu Díaz y el Prof. Juan O'brien Cáceres quienes nos han apoyado a lo largo del desarrollo de la tesis, brindándonos información necesaria para hacer posible este trabajo de investigación.



## Resumen Ejecutivo

La presente investigación tiene como propósito dar a conocer las Buenas Prácticas financieras de valorización de cuatro empresas que cotizan en la Bolsa de valores de Lima. En este trabajo se presenta los resultados de un estudio descriptivo, cuyo objetivo fue identificar las prácticas de valoración utilizadas por empresas que realizaron adquisiciones en el periodo 2014 – 2017, para este fin se seleccionaron cuatro empresas líderes del sector industrial, teniendo como referencia el ranking Merco, monitor corporativo de referencia en Latinoamérica y España; y que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

El alcance de esta investigación tiene como objetivo identificar las buenas prácticas de valorización en el marco de la adquisición de empresas, enfocado en dos frentes: la metodología de valorización más usada, y los factores de éxito que son tenidos en cuenta para reconocer el buen desempeño de una valorización post-adquisición, de igual forma, los hallazgos del presente trabajo dan luz del rol determinante que tiene la valorización de empresas en la evaluación de viabilidad de la adquisición de una empresa; para este fin se realizaron entrevistas a gerentes financieros y analistas financieros senior que han participado en algún proceso de adquisición en el rango temporal de esta investigación. Las entrevistas fueron transcritas en el formato de guía de entrevista para que posteriormente sean codificadas y normalizadas según la metodología definida para el análisis e interpretación de los resultados.

Los resultados de la investigación mostraron que la metodología de valorización más utilizada es la de Flujos de Efectivo Descontados o Discounted Cash Flow, asimismo, se encontró que se usa más de una metodología de valorización para aproximar el valor de una empresa, también se identificó a los siguientes factores de éxito para evaluar el desempeño de una valorización post-adquisición: (a) variación de los flujos proyectados versus los flujos reales, (b) rendimiento de la inversión, (c) incremento del valor de las empresas (adquirida y

adquiriente), d) incremento de utilidades y dividendos. Adicionalmente se encontró que la valorización de las sinergias es el principal factor determinante para realizar la compra de una empresa.

**Palabras claves:** Valorización, Buenas Prácticas, Adquisiciones, BVL



## Abstract

The purpose of this research is to publicize the Best Financial Practices for the valuation of four companies listed on the Lima stock exchange. This paper presents the results of a descriptive study, whose objective was to identify the valuation practices used by Peruvian companies that made acquisitions in the period 2014 - 2017, for this purpose four leading companies of the industrial sector were selected, taking as reference the Merco ranking, benchmark corporate monitor in Latin America and Spain; and that are listed on the Lima Stock Exchange.

The scope of this research is aimed at identifying good valuation practices in the framework of the acquisition of companies, focused on two fronts: Most used valuation methodology, and the success factors that are taken into account to recognize the good performance of a post-acquisition valorization, in the same way, the findings of this work give light of the determining role that the valorization of companies has in the Feasibility assessment of the acquisition of a company; For this purpose, interviews and surveys were carried out with financial managers and senior financial analysts who have participated in some process of acquisition in the temporal scope of this investigation. The interviews were transcribed in the format of the surveys so that later they are codified and normalized according to the methodology defined for the analysis and interpretation of the results.

The results of the investigation showed that the most used valuation methodology is the Discounted Cash Flow or Discounted Cash Flow, likewise, it was found that more than one valuation methodology is used to approximate the value of a company, likewise, The following success factors were identified to evaluate the performance of a post-acquisition valuation: (a) variation of projected flows versus actual flows, (b) return on investment, (c) increase in the value of companies (acquired and acquiring ), (d) increase in profits and

dividends. It was also found that the valuation of the synergies is the main determining factor for the purchase of a company.

**Keywords:** Valorization, Good Practices, Acquisitions, BVL



## Tabla de Contenidos

<b>Lista de Tablas .....</b>	<b>vi</b>
<b>Lista de Figuras.....</b>	<b>7</b>
<b>Capítulo I: Introducción .....</b>	<b>1</b>
1.1 Antecedentes .....	1
1.2 Problema de Investigación.....	6
1.3 Propósito de la Investigación .....	6
1.3.1 Objetivos de investigación .....	6
1.3.2 Preguntas de investigación .....	6
1.4 Justificación de la Investigación.....	7
1.5 Limitaciones .....	7
1.6 Delimitaciones.....	8
1.7 Resumen .....	8
<b>Capítulo II: Revisión de la Literatura .....</b>	<b>10</b>
2.1. Prácticas de Valorización .....	11
2.2. Adquisición de Empresas .....	12
2.2.1 Historia.....	13
2.2.2 Concepto y definiciones.....	14
2.2.3 Perspectivas y expectativas .....	16
2.2.4 Fusiones y adquisiciones en los últimos años en el Perú.....	18
2.3 Metodologías de Valorización.....	22
2.3.1 ¿Para que usamos la valorización? .....	22
2.3.2. Métodos basados en el balance (valor patrimonial) .....	27
2.3.3. Métodos basados en la cuenta de resultados .....	29



2.3.4 Valor de los beneficios PER .....	29
2.3.5. Valor de los dividendos .....	30
2.3.6 Múltiplos de venta .....	31
2.3.7 Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill .....	35
2.3.8 Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (cash flows) .....	36
2.3.9. El Flujo de Caja Libre ( Free Cash Flow ) .....	37
2.3.10. El Cash flow del Accionista (CFac) .....	38
2.3.11. Flujo de Caja del Capital (Capital Cash Flow) .....	39
2.3.12. WACC .....	39
2.3.13. ¿Qué método emplear? .....	46
2.3.14. El Modelo CAPM .....	47
2.4 Resumen .....	50
<b>Capítulo III: Metodología .....</b>	<b>52</b>
3.1. Diseño de la Investigación .....	52
3.2. Consentimiento Informado.....	53
3.3. Participantes de la Investigación .....	53
3.4. Confidencialidad .....	56
3.5. Instrumentos de medición o métodos para recopilar datos .....	56
3.5.1. Métodos de recolección de información .....	56
3.5.2 Procedimiento para la recolección de datos .....	58
3.6 Análisis e Interpretación de Datos .....	58
3.6.1. Levantamiento de la información .....	59
3.6.2. Transcripción y ordenamiento de la información.....	59

3.6.3. Codificación y normalización de la información .....	59
3.6.4. Integración de la información .....	60
3.6.5. Resumen.....	60
<b>Capítulo IV: Análisis de Resultados.....</b>	<b>62</b>
4.1 Perfil de Informantes y Casos de Estudios .....	62
4.1.1 Caso Alicorp.....	62
4.1.2 Caso Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. ....	72
4.1.3 Caso Gloria .....	78
4.1.4 Caso Lindley .....	83
4.2 Análisis de Resultados.....	86
4.2.1 Recolección de datos .....	86
4.2.2 Codificación.....	86
4.2.3 Normalización .....	87
4.3 Presentación e Interpretación de Resultados.....	87
4.3.1 Resultados sobre la Metodología de Valorización.....	87
4.3.2 Resultados sobre los factores de Validación del éxito de una valorización .....	90
4.3.3 Factores relevantes para la adquisición de una empresa.....	91
4.3.4 Resultados sobre Buenas Prácticas de valorización sugeridas por entrevistados.....	91
<b>Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones.....</b>	<b>93</b>
5.1. Conclusiones .....	93
5.1.1. Conclusiones según los objetivos de la investigación.....	93
5.1.1. Comparación entre las conclusiones y la revisión de la literatura .....	95
5.2. Recomendaciones .....	96

5.2.1. Recomendaciones prácticas.....	96
5.2.2. Recomendaciones para futuras investigaciones.....	96
5.3. Contribuciones.....	97
5.3.1. Contribuciones teóricas .....	97
5.3.2. Contribuciones prácticas.....	97
<b>Apéndice A: Guía de la Entrevista .....</b>	<b>105</b>
<b>Apéndice B: Evidencia de la Entrevista.....</b>	<b>108</b>
<b>Apéndice C: Validación de la Entrevista .....</b>	<b>110</b>
<b>Apéndice D: Codificación de los Datos Recolectados .....</b>	<b>113</b>
<b>Apéndice E: Cuadro de Hallazgos Codificados y Normalizados.....</b>	<b>116</b>
<b>Apéndice F: Entrevistas .....</b>	<b>118</b>
<b>Apéndice G: Consentimiento Informado.....</b>	<b>164</b>

## Lista de Tablas

Tabla 1 <i>Principales Metodologías de Valoración</i> .....	23
Tabla 2 <i>Escenarios en el Uso de la Valorización</i> .....	25
Tabla 3 <i>Uso de los Multiplicadores de Ventas</i> .....	31
Tabla 4 <i>Múltiplos Más Utilizados</i> .....	33
Tabla 5 <i>Múltiplos Más Utilizados por Sector</i> .....	34
Tabla 6 <i>Principales Metodologías de Descuentos de Flujos de Caja</i> .....	37
Tabla 7 <i>Cuenta de Resultados de Alicorp SAA.</i> .....	38
Tabla 8 <i>Etapas Fundamentales para Realizar una Buena Valoración por Descuento de Flujos</i> .....	41
Tabla 9 <i>Diferencias entre el CAPM Válido para el Mercado y el CAPM Válido Para Cada Inversor</i> .....	48
Tabla 10 <i>Principales Accionistas de Alicorp S.A.A.</i> .....	63
Tabla 11 <i>Principales Indicadores Bursátiles 2009 -2012</i> .....	67
Tabla 12 <i>Valor Promedio de la Acción del 2014 al 2018.</i> .....	73
Tabla 13 <i>Clasificación de Riesgo</i> .....	74
Tabla 14 <i>Situación Financiera Pre y Post Fusión</i> .....	76
Tabla 15 <i>Evolución y el Valor Promedio Trimestral de las Acciones de Gloria</i> .....	82
Tabla 16 <i>Principales Indicadores Financieros de Gloria Periodo 2013 - 2016.</i> .....	83

## Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Esquema conceptual sobre las buenas prácticas de valorización. ....	10
<i>Figura 2.</i> Evolución en los montos totalizados de operaciones de fusión que van del 2010 al 2016.....	19
<i>Figura 3.</i> Cantidad de operaciones realizadas entre el 2010 y 2016. ....	20
<i>Figura 4.</i> Cotización de Amazon en Nasdaq al cierre de jornada (02/02/2018). ....	30
<i>Figura 5.</i> Resumen del proceso y las entradas en un modelo de flujo de caja descontado. ..	45
<i>Figura 6.</i> Beta de las empresas de Estados Unidos por sectores. ....	48
<i>Figura 7.</i> Distribución de ventas por unidad de negocio.....	62
<i>Figura 8.</i> Presentación corporativa.....	64
<i>Figura 9.</i> Utilidad por acción al cuarto trimestre 2013. ....	65
<i>Figura 10.</i> Ratio Corriente y Deuda Bruta/ EBITDA al cuarto trimestre 2013. ....	66
<i>Figura 11.</i> Cotización de la acción.....	66
<i>Figura 12.</i> Ventas consolidadas.....	68
<i>Figura 13.</i> Utilidad neta.....	69
<i>Figura 14.</i> Gastos operativos.....	69
<i>Figura 15.</i> Utilidad por acción y cotización bursátil (Soles).....	70
<i>Figura 16.</i> Evolución comparativa histórica de Ingresos y Ebitda, 2018. ....	77
<i>Figura 17.</i> Evolución de la acción de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston., 2018.....	78
<i>Figura 18.</i> Distribución de los Ingresos por líneas de negocio en Gloria. 2017. ....	79
<i>Figura 19.</i> Valor promedio de la acción entre los años 2014 al 2017. ....	82
<i>Figura 20.</i> Cotización de la acción de Arca Continental el día del anuncio de la adquisición de Corporación Lindley. ....	84
<i>Figura 21.</i> Crecimiento del precio de la acción a partir de mediados de octubre. ....	85

*Figura 22.* Desde el último trimestre del 2015 se puede ver un crecimiento notable del precio de la acción hasta mediados del 2016. ....86



## Capítulo I: Introducción

### 1.1 Antecedentes

*Contexto e historia mundial y por país.* En los últimos años, los procesos de adquisición de empresas han crecido a grandes pasos, no sólo en el contexto mundial sino también en nuestro país. El número de adquisiciones y fusiones (M&A por sus siglas en inglés) se incrementaron vertiginosamente, aunque entre el 2015 y 2016, cayeron debido a un mercado inestable, golpeado por la desaceleración mundial de la economía. No obstante, desde el 2017 se ha recuperado el volumen de transacciones y el volumen en dólares. El número de operaciones de fusiones y adquisiciones a nivel mundial ha crecido exponencialmente durante las últimas dos décadas, y en especial durante los años 90, esto se debió, principalmente, al fuerte crecimiento de las compañías a nivel mundial debido a la globalización, y a la fuerte concentración empresarial de aquella época, lo cual originó entre diferentes empresas una especie de estrategia para acaparar los mercados, y de esta manera tener fortalezas que le permitan generar mayores ganancias y mayor participación en los mercados (Lobo, 2000).

Los principales sucesos que propiciaron los diferentes procesos de adquisiciones en empresas a nivel mundial en las últimas décadas son: (a) Crecimiento económico mundial a finales década de los 90, (b) mayor flexibilización en las normas legales internacionales, (c) desarrollo de nuevas prácticas financieras y modernización de los mercados, y (d) crecimiento e internacionalización de los mercados. De lo anterior se puede inferir que muchas empresas a nivel internacional han utilizado esta estrategia para poder sobrevivir en un mercado que cada día se vuelve más competitivo.

Hoy, la tendencia para las operaciones de adquisiciones es que los periodos entre cada ciclo de adquisición se recorten, esto lleva no sólo a que se realicen mayores números de operaciones, sino que se destinen mayores recursos en pro de la competencia y desarrollo de

las empresas con dicha finalidad. Es en este contexto en el que se torna muy relevante la revisión e investigación de las buenas prácticas asociadas a este crítico y estratégico proceso. Para Lobo (2000) el proceso de adquisición se refiere a las operaciones que realiza una empresa para poder obtener participación significativa y el control de los procesos de gestión en la otra, con la finalidad de poder ejercer un control sin que estas pierdan autonomía jurídica. Por otro lado, Palacin (1997) hizo referencia a aquellas adquisiciones que se realizan con la compra de la mayor parte de las acciones de la otra empresa, sin que esto lleve a la fusión de los patrimonios; dichas adquisiciones se realizan a través de Ofertas Públicas de Adquisición (OPA).

La data de las adquisiciones en el Perú se inició en 1991, cuando el sector de comunicaciones era el segundo más importante después de los hidrocarburos, participaron dos empresas públicas de servicios de telefonía: la compañía nacional de telecomunicaciones (CPT) y la empresa Nacional de Telecomunicaciones del Perú SA (ENTEL Perú). Posteriormente, a efectos de privatización, ambas empresas fueron fusionadas y se creó Telefónica Internacional SA en consorcio con dos empresas nacionales. En el año 1994 se produjo una fusión de ambas empresas, la cual dio como resultado a Telefónica del Perú SA, a la que se le otorgó la concesión del mercado, lo cual creó un monopolio dominante e hizo difícil en años posteriores el ingreso a nuevas empresas con tarifas en los servicios pre fijados por cinco años.

En 1994, en el sector industrial, la compañía de cerveza Backus y Johnston adquirió el 62% de la Compañía Nacional de Cerveza SA., con lo cual se hizo del control de la Sociedad Cerveza de Trujillo SA, a la vez que de Agua Mineral Litinada San Mateo SA, consolidó a la Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A., y tomó el control del mercado en 50% de participación. Posteriormente, en el año 2000, adquirió el 97.85% de las acciones de Cervesur, único competidor de la región sur del país, con lo cual se creó nuevamente un



monopolio naturalmente permitido por el Estado; luego, a partir del año 2001, la empresa tuvo una serie de transferencias a empresas extranjeras, hasta que llegó, en la actualidad, a pertenecer a una de las empresas globales más grandes del sector AB\_InBev y tener una participación del mercado local del 98%.

En los últimos años, entre algunas operaciones representativas ocurridas en el Perú, se puede mencionar la adquisición que Cencosud realizó a la cadena de Supermercados del Grupo Wong por US \$ 500 millones. En el año 2014, Sodimac Perú, perteneciente al Grupo Falabella Perú, adquirió al Grupo Enfoca y su cadena de tiendas Maestro Perú por US \$ 470 millones. Finalmente, en el presente año se realizaron, a la fecha, dos operaciones importantes; por un lado, Primax del Grupo Romero adquirió la cadena de grifos Pecsca por un monto de US 350 millones, y por otro sector, Inkafarma del Grupo Inretail adquirió la cadena de farmacias Mifarma, Arcangel y Fasa del Grupo Quicorp, por un valor de US \$ 583 millones. Es con esta última adquisición que se reinició un debate entre las autoridades y el sector empresarial sobre la falta de un sistema de control ante las fusiones y adquisiciones, por el temor a que la toma de control de mercado perjudique a los consumidores finales, puesto que Inkafarma ya había incurrido en sanciones de concertación de precios en años anteriores, y con esta adquisición, supuestamente, se corre el riesgo de un abuso de poder, específicamente en fijación de precios, por tener concentrado el 80% de la participación del mercado.

De acuerdo a un estudio realizado por PwC (2016), sobre las adquisiciones y fusiones, el 74% de las compañías entrevistadas convienen en que el principal factor de éxito de un proceso de M&A es la valorización de la empresa target o empresa a ser adquirida. En tal sentido, el presente trabajo de investigación tiene como objeto el estudio de las buenas prácticas de valorización enmarcados dentro de un proceso de adquisición, para las empresas peruanas que cotizan en Bolsa y que operaron procesos de adquisición entre los años 2014 y

2017.

El interés por estudiar e investigar las prácticas de valorización no es reciente, diversos trabajos de investigación se han realizado alrededor del mundo para identificar las prácticas más recomendadas para llevar a cabo un proceso de adquisición de la mejor forma posible. A fines del 2014, Grant Thornton, una de las empresas líderes en consultoría y auditoría legal, fiscal y financiera, realizó una publicación sobre buenas prácticas de valorización para los Private Equities. En este trabajo, realizado por la consultora americana, identificaron la importancia del uso de una metodología de valorización adecuada y consistente, como principal factor de éxito en la valorización, así como también la importancia de la calidad de la información que se usa para realizar las proyecciones. Asimismo, se tienen otros trabajos de investigación como el de Klára y Věra (2012), quienes, entre otros puntos, encontraron que la práctica más común en la valorización de empresas de República Checa, la cual es el uso del método de flujos descontados como principal herramienta de valorización de una empresa.

Caruajulca (2009) comentó que valorar una empresa es más que asignar un precio de mercado, es una opinión, un proceso mediante el cual se busca cuantificar los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa: su actividad, su potencialidad o cualquier característica susceptible de ser valorada. Asimismo, indicó que los principales motivos para valorar una empresa son: conocer la situación real del patrimonio, verificar la gestión llevada a cabo por los directivos, estudiar la capacidad de deuda y motivos de herencia, sucesión, etcétera.

Asimismo, Palomares indicó que existen diferentes métodos de valorización de empresas, sin embargo, la más utilizada en Perú, debido a su mayor tecnicismo, ha sido la valorización de una empresa a través del descuento de flujos de caja. También comentó que esta herramienta consiste en evaluar a una empresa en función de su posibilidad de generar

flujos operativos positivos. El monto resultante de traer a valor presente dichos flujos brinda un punto de referencia para poder establecer un precio de compra. Luego, todo depende de la negociación entre las partes en torno a un precio que sea atractivo para los que venden y, a la vez, que justifique el desembolso, en la medida que los flujos futuros producto de esta adquisición superen la inversión realizada por el comprador.

Álvarez, Farfán, Rojas, Oliveros y Carrasco (2017) socios de Transacciones y Finanzas Corporativas de la consultora Ernest & Young Perú, presentaron en el 2017 un estudio sobre prácticas de valorización y estimación del costo del capital en el mercado peruano, en el que se concluyó que el 90% de las empresas entrevistadas de los diferentes rubros industriales consideraron al enfoque de ingresos como su principal enfoque de valorización. También, se señaló que el 82% consideró al flujo de caja libre como el método principal para la valoración de una empresa, y que el 66% prefirió como herramienta el modelo de Gordon para la estimación de la perpetuidad.

Asimismo, mostró que el Capital Asset Pricing Model (CAPM) fue el método más utilizado (74%) para estimar el rendimiento exigido por el accionista, el 61% de los participantes indicaron que recurren a información proveniente de mercados desarrollados para la estimación del  $\beta$  (Beta), y el 75% de los participantes utilizaron el EMBIG+ Perú como parámetro de la estimación de riesgo país. La entrevista fue realizada principalmente en Lima (93% de los participantes).

Tal como se revisó en los párrafos anteriores, el proceso de adquisición de empresas juega un rol vital en la economía mundial y en el Perú, es por ello que cobra vital importancia realizar un trabajo de investigación en las prácticas de valorización de empresas dentro del contexto de una adquisición, en tal sentido, el presente trabajo busca dar a conocer las prácticas de valorización que las empresas líderes del país siguen dentro de sus procesos de adquisición.

## 1.2 Problema de Investigación

¿Qué buenas prácticas de valorización se llevaron a cabo en los procesos de adquisición en las cuatro empresas de estudio que cotizan en la BVL, durante los años 2014 al 2017?

## 1.3 Propósito de la Investigación

El propósito del presente trabajo de investigación es dar a conocer las buenas prácticas de valorización que se llevaron a cabo en los procesos de adquisición en las cuatro empresas que cotizaron en la BVL durante los años 2014 y 2017.

### 1.3.1 Objetivos de investigación

Los objetivos del presente trabajo de investigación se dividen a continuación:

#### *Objetivo General*

Identificar las buenas prácticas de valorización que se llevaron a cabo en los procesos de adquisición en las cuatro empresas que cotizaron en la BVL durante los años 2014 y 2017.

*Objetivos Específicos.* Son los siguientes:

- Identificar a las empresas peruanas que realizaron adquisiciones entre los años 2014 al 2017 y serán objeto de la investigación.
- Determinar qué metodología de valorización es la más usada dentro del proceso de adquisición.
- Identificar qué factores de éxito son relevantes o importantes para medir el buen desempeño del proceso de valorización.

### 1.3.2 Preguntas de investigación

- ¿Cuáles son las empresas peruanas que listan en la Bolsa de valores de Lima que realizaron prácticas de valorización en el marco de adquisiciones de empresa (M&A), durante los años 2014 – 2017?

- ¿Cuáles son las metodologías de valorización que fueron las más usadas por las cuatro empresas de estudio dentro del proceso de adquisición?
- ¿Cuáles son los factores de éxito más relevantes para medir el buen desempeño del proceso de valorización, luego de un proceso de adquisición?

#### **1.4 Justificación de la Investigación**

La importancia de realizar un trabajo de investigación enfocado en las buenas prácticas de valorización está asociada y es directamente proporcional a la criticidad del proceso de adquisición de empresas, dentro del cual hemos enmarcado el presente trabajo de investigación.

En los últimos años, en el Perú las adquisiciones de empresas han cobrado una gran importancia debido al gran crecimiento de las transacciones de adquisiciones y también el monto de las transacciones. Asimismo, de acuerdo a un estudio realizado por PwC (2016), de las empresas peruanas que realizaron adquisiciones en ese año, el 74% reconoció a una correcta valorización como factor clave de éxito para una adquisición. La criticidad de un proceso de adquisición está ligada con los objetivos estratégicos y operativos que esta persigue, tanto para el crecimiento en activos estratégicos como para lograr mejor eficiencia operativa por la sinergia lograda luego de una adquisición.

#### **1.5 Limitaciones**

Las limitaciones que se ha considerado tener durante el desarrollo de la investigación son las siguientes:

- La información que se analizará se recogió de la información secundaria ofrecida por la Bolsa de valores de Lima.
- No hubo forma de validar la transparencia de la información ofrecida por las empresas hacia la Bolsa de valores.

- Hubo mucha reserva en ofrecer y posibilidad de obtener información, por lo cual pudo haber información informal e inexacta.

## 1.6 Delimitaciones

Las delimitaciones que hemos considerado tener durante el desarrollo de la investigación son las siguientes:

- Empresas que coticen en la Bolsa de Valores de Lima, y que hayan realizado algún proceso de adquisición en su empresa.
- Empresas que gestionen sus operaciones en el territorio peruano.
- Revisión de la información financiera de cuatro empresas del sector industrial alimentario que coticen la Bolsa de Valores de Lima.
- Revisión de la información financiera de los últimos cuatro años.

## 1.7 Resumen

Como se mencionó anteriormente, el objetivo del presente trabajo de investigación es describir las Buenas prácticas de Valorización, en el proceso de adquisición de las empresas que cotizan en la BVL durante el periodo 2014 - 2017. Según la literatura se menciona que en los últimos años el boom de las adquisiciones y fusiones ha hecho que las empresas se especialicen más en desarrollar dicho proceso con la finalidad de poder determinar el mejor precio o precio justo, dentro de la operación de compra, dicho crecimiento se debe a que en las últimas décadas el crecimiento global y la flexibilización de las normas internacionales, así como el crecimiento de los mercados han hecho que las empresas dinamicen estas prácticas, utilizan herramientas más sofisticadas al momento de realizar la valorización, destinando mayores recursos en implementar áreas destinadas a realizar este tipo de actividades, con la finalidad de que la compra añada mayor valor a la empresa.

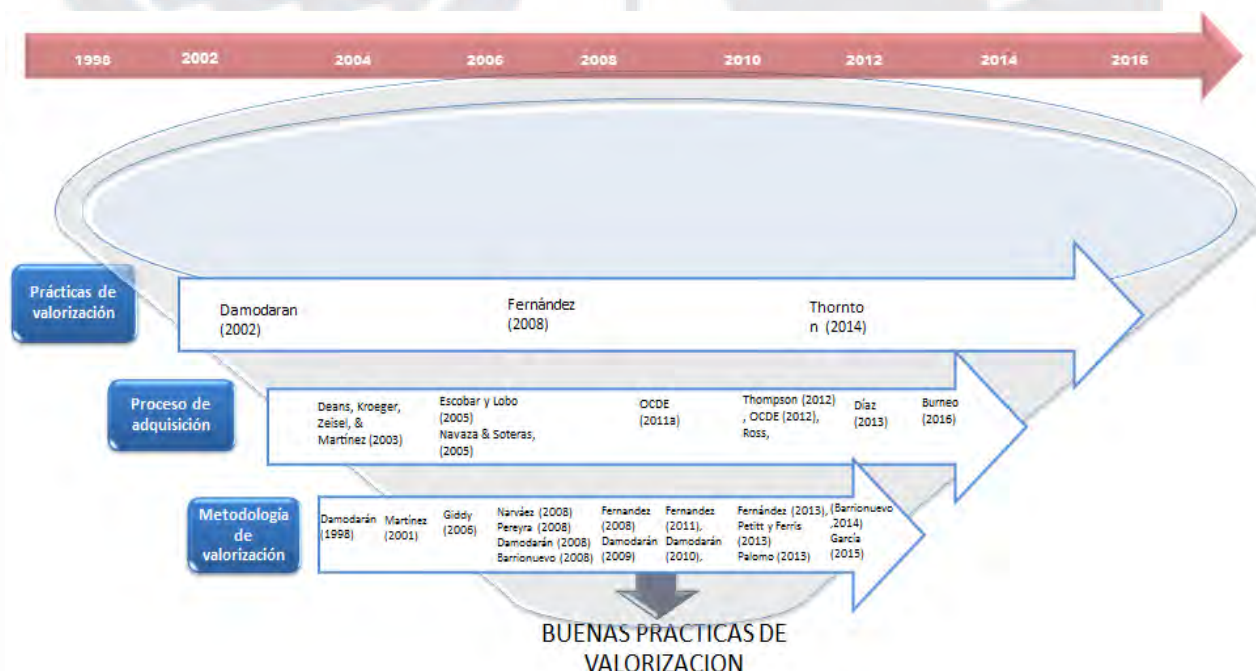
El Perú no es ajeno a estas nuevas tendencias por lo que hay estudios realizados, como Ernst & Young, quienes determinaron que las empresas peruanas utilizan como

mayores metodologías de valorización el método de descuento de flujos, así como el modelo de Gordon para realizar la estimación de la perpetuidad. Al poder conocer prácticas de Valorización utilizadas por las empresas peruanas se podrá identificar campos de mejora con relación al sector de cada empresa, con la finalidad de poder efectuar una adecuada compra que genere valor para la firma. Las fuentes de información utilizadas para poder efectuar el desarrollo de la investigación fueron secundarias, y se recopilaron de las mismas páginas de las empresas de la muestra y de la página web de la SMV, así como de la BVL; ya que es información pública que es presentada por las empresas que cotizan en la BVL, con la finalidad de mostrar transparencia en todas las operaciones. Las principales limitaciones presentadas en esta investigación, fue la reserva de información por parte de las empresas entrevistadas y la forma de validar dicha información ofrecida.



## Capítulo II: Revisión de la Literatura

Para la elaboración del marco teórico se trató de integrar la mayor información relevante sobre el tema de investigación referente a las Buenas Prácticas de Valorización, para lo cual se han considerado temas como las Prácticas de Valorización, Procesos de Adquisición y Metodologías de valorización, las cuales fueron necesarios para entender con mayor profundidad el tema principal. Con la finalidad de organizar la información, se realizó la revisión de la literatura sobre este esquema con el propósito de tener primero una visión amplia sobre el tema con la aplicación de Prácticas de Valorización, y posteriormente nos permitiera perfilar nuestra investigación hacia el Objetivo Principal sobre la base de Metodologías que utilizan las empresas al momento de realizar adquisiciones y los factores de éxito que son considerados para la validación de la valorización. A continuación, se puede ver el modelo a desarrollar, el cual muestra el esquema conceptual del análisis de este capítulo (ver Figura 1).



*Figura 1.* Esquema conceptual sobre las buenas prácticas de valorización. Elaborado a partir de los documentos de trabajo utilizados para la elaboración de la revisión de literatura.



## 2.1. Prácticas de Valorización

El concepto de “Buenas prácticas” es un término que se hace uso dentro de muchos ámbitos sociales, así como en el contexto empresarial y de gestión haciendo referencia a una actividad que ofrece buenos resultados en el contexto que se utiliza. Según Davies y Kochhar (2002), las buenas prácticas son aquellas que facilitan cierto grado de mejora en el desempeño global de un sistema en un contexto determinado, del cual puede ser aprendido por otras entidades para ser aplicado de acuerdo a su situación y su contexto, teniendo en cuenta además el grado de madurez de aquellas prácticas que ya se realicen en cada organización. Desde otro punto de vista definen a las buenas prácticas como resultados sobresalientes a través de fórmulas que han sido demostradas por medio de una investigación y determinando su eficacia por medio de una evaluación para que finalmente sean aplicables a otros casos. (Luca, 2017)

Las prácticas de valorización están orientadas a calcular el valor de un activo, tanto si es financiero o si es real. Según Damodarán (2002), el valor de un activo financiero subyace en la capacidad de este en generar flujos futuros de efectivo, es decir, cuantos más flujos de efectivo genera un activo financiero, más valor tiene. Basados en la definición anterior, se encontró que una buena valorización se origina con una buena proyección de flujos futuros, y tal como lo indicó también Damodarán (2002) la incertidumbre de no conocer el futuro sobre el cual se proyectan los flujos de efectivo representó el mayor riesgo para obtener un valor acertado de un activo financiero.

De acuerdo con la publicación que realizó la consultora Grant Thornton en el 2014, se reconoció al uso de una buena metodología de valorización como la principal “best practice” de valorización de empresas. Por su parte, Fernández (2008) concordó con Damodarán (2002), y reconoció como “conceptualmente correctos” a aquellas prácticas de valorización basadas en la generación de flujos futuros de efectivo, y reconoció que uno de los principales

errores en los procesos de valorización de una empresa subyace en el uso de una metodología de valorización “conceptualmente incorrecta”. Por otro lado, Thornton (2014) indicó la importancia de no usar únicamente un método de valorización, sino usar más de una metodología, y que el resultado de estas deben dar valores similares, aún cuando estas metodologías pueden tener diferentes enfoques; un buen análisis en el proceso de valorización debe permitir conciliar los valores y explicar las diferencias entre éstas. La misma consultora sugirió como una buena práctica de valorización el contar con un comité de consejo conformado por especialistas con amplia experiencia en procesos de valorización. El comité debe estar conformado no sólo por personas internas a la compañía, sino también por personas externas quienes pueden aportar una perspectiva imparcial y más objetiva que las personas beneficiadas por los resultados de la valorización. Por otra parte, es importante recolectar los resultados de las evaluaciones realizadas versus los resultados obtenidos después de los procesos de valorización, a fin de que se pueda construir una base de datos histórica de valorizaciones para identificar los errores y lecciones aprendidas de experiencias anteriores (Thornton, 2015).

Finalmente, Fernández (2008) reiteró la importancia del buen uso de la metodología basada en los flujos futuros, con mayor exactitud, el método de flujo descontado. La importancia de calcular adecuadamente los parámetros del modelo WACC, tasa de crecimiento, valor terminal, etc.; y su uso correcto dentro de la valorización, aportará en gran medida mayor precisión.

## **2.2. Adquisición de Empresas**

Dentro de las estrategias empresariales, y con el propósito de alcanzar sus objetivos, nacen las fusiones y adquisiciones, las cuales se desarrollan en la actualidad como estrategia local o global en las finanzas corporativas.

### 2.2.1 Historia

La práctica de esta estrategia como tal no es reciente, ha ocurrido a través del tiempo y se ha desarrollado y hecho cada vez más común. Según Escobar y Lobo (2005), se consideraron cuatro etapas, definidas como olas de fusiones y adquisiciones a través del tiempo, dadas principalmente en Estados Unidos y Europa. La primera fue entre finales del siglo XIX e inicios del siglo XX, se caracterizó básicamente por cubrir procesos de integración horizontal y buscar incrementos en capacidad productiva, y se vio frenada por la legislación anti monopólica de Norteamérica, en 1914. La segunda oleada se centró en los años 20 y estuvo caracterizada por la búsqueda de ventajas competitivas a través de costos bajos para la creación de economías de escala, es por ello que se dieron operaciones de integración vertical, las leyes de defensa de la competencia fueron vigilantes, y a su vez, la crisis de los años 30 fue motivo para que se ralenticen las operaciones de fusiones. La tercera ola de fusiones y adquisiciones comprendió desde mediados de los años 60 hasta inicios de los 70; en esta etapa, luego que la economía se recuperara después de la II Guerra Mundial, sobre todo después de la reconstrucción de Europa, hubo décadas propicias para la construcción de un escenario favorable para el progreso de las fusiones y adquisiciones, hasta que estas decrecieron nuevamente por la crisis del petróleo de los años 70. Finalmente, se dio la cuarta oleada a inicios de los años 80, la cual alcanzó niveles muy superiores, más aún en los años 90. En la actualidad, el valor global de las operaciones de fusiones y adquisiciones entre los años 2008 y 2009 fue aproximadamente de cinco billones de dólares. Escobar y Lobo (2005)

Según Deans, Kroeger, Zeisel, y Martínez (2003), hacia el año 2001 todo evidenciaba que en el mundo de las adquisiciones y fusiones no existían reglas, pues el líder absoluto del mercado puede pasar a no serlo de un día a otro, por más historia, experiencia o esfuerzo en ser el líder del mercado. Para conocer el nivel de las dimensiones de operaciones realizadas,

en un estudio realizado por los autores mencionados, se recurrió a una data de más de 135,000 transacciones de fusiones y adquisiciones realizadas desde 1990 hasta 1999, de las cuales sólo analizaron las operaciones cuyo valor fuera igual o mayor a 500 millones de dólares en el mundo. Se determinó que las empresas que operaron en mercado deben superar etapas previas hacia un proceso de fusión o adquisición, y consideraron que una empresa debió pasar por una etapa inicial de apertura en que existen pocos jugadores o una concentración de mercado nula, y pasar luego por una etapa en que los participantes comiencen a surgir, denominada etapa de escalonamiento. Posteriormente, se debió pasar a una tercera etapa que denominan de enfoque, en la que los jugadores extienden sus negocios, para llegar finalmente a una etapa de consolidación, en la que algunos jugadores dominan las industrias, para lo cual tardan entre 20 a 25 años para lograr todo el proceso y recién ser un adquiriente o un adquirido en el mercado. Actualmente, las empresas no cumplirán con tener un grado de madurez óptimo, según se cumplía en la década pasada, pues definitivamente pasarán por un proceso de adquisición independientemente del tiempo que lleven en el mercado, siempre y cuando manifiesten claramente un impacto en el mercado actual o que ofrezca signos de cambiar el mercado, ya que se muestran como una amenaza; un claro ejemplo son los emprendimientos innovadores, como los *start up*.

### **2.2.2 Concepto y definiciones**

Para Thompson (2012), la estrategia consistió en las medidas competitivas y planteamientos comerciales que se necesitan para enfrentarse en el mercado, las cuales buscan mejorar el desempeño y hacer crecer el negocio. No obstante, ante los cambios circunstanciales del mercado, se presentan nuevos esfuerzos para mejorar las estrategias, las cuales evolucionan con el tiempo y crean así una labor constante.

Navaza y Soteras (2005) dividieron a las estrategias en grandes grupos: Estrategias Competitivas Básicas, Estrategias Competitivas Instrumentales, Estrategias Corporativas,

Estrategias de Externalización y Estrategias de Crecimiento Externo. En este último grupo consideró e incluyó a las Alianzas Estratégicas conjunto con las Fusiones & Adquisiciones. Por otro lado, Thompson (2012) consideró a las Fusiones y Adquisiciones en un grupo de estrategias llamado “Posición de Mercado mediante alcance de sus operaciones”, y la desarrolló en dos aspectos:

- Estrategias horizontales de fusión y adquisición: ocurre cuando existe una empresa que adquiere a otra y pertenecen a la misma industria, generalmente son competidores entre sí.
- Estrategias verticales de fusión y adquisición: ocurre cuando una empresa adquiere a otra, la cual forma parte de su cadena de valor, generalmente proveedores.

El uso de los términos "fusiones" y "adquisiciones" es, generalmente, utilizado indistintamente, pero ambos términos no hacen referencia a lo mismo o al mismo tipo de operación. Según la OCDE (2011) una fusión tiene lugar cuando dos o más empresas acuerdan fusionarse en una sola en lugar de seguir separadas con el objetivo de beneficiarse de posibles sinergias. Sin embargo, una *adquisición* es la compra de acciones previamente existentes de otra empresa con el objetivo, por parte de la empresa compradora, de aumentar la propiedad o el control.

Ross, Westerfield, y Jaffe (2012) conceptuaron las adquisiciones en tres formas básicas: (a) Fusión o Consolidación, (b) Adquisición de acciones, (c) Compra de activos. Puntualizó que para que ocurra una fusión, la empresa adquirente debe de absorber por completo a la otra empresa, obteniendo el total de los activos y pasivos de la empresa adquirida y finalmente dejando existir. En el caso de la consolidación se diferencia en que se crea una empresa nueva, es decir que las dos empresas se extinguen jurídicamente constituyéndose una nueva. Por otro lado, indicó que otra forma de comprar una empresa es mediante la Adquisición de Acciones de derecho a voto y finalmente considera a la

Adquisición o compra de Activos como la última forma de Adquisiciones para la toma de control, donde una empresa adquiere a otra si compra todos los activos de ésta.

Establecida como una estrategia de crecimiento inorgánico en el mundo, el Perú no es ajeno a aquello y se encuentra normado en el título dos, sección segunda del título V en la Ley general de sociedades, Ley 26887. Las fusiones se encuentran incluidas y definidas en el artículo 344 de la norma legal, en que se estableció como reorganización de sociedades y se encontró dividido en tres títulos: (a) Transformación, (b) Fusión, (c) Escisión; del cual se conceptualizaron dos formas de fusión: (a) Las fusiones de dos o más sociedades que constituirán una nueva sociedad, originarán la extinción de las sociedades originales y transmitirán sus patrimonios a la nueva sociedad; y (b) La absorción por una o más sociedades por otra sociedad existente, que originará la extinción de la sociedad absorbida y la sociedad absorbente asumirá los patrimonios de las absorbidas. En ambos casos los accionistas de las sociedades que se extinguen por la fusión reciben acciones de la nueva sociedad o de la sociedad absorbente, en su caso.

### **2.2.3 Perspectivas y expectativas**

Existen momentos estratégicos para fusionarse, tanto en lo correspondiente a encontrar a los socios como el sector idóneo, se debe tener en cuenta siempre muchas consideraciones. Para Díaz (2013) las consideraciones a tomar en cuenta están centradas en la motivación y el propósito de una fusión o adquisición, es decir, tener en claro los beneficios que obtendría la empresa adquiriente, pues entre una amplia gama de desventajas y riesgos, se debe de mantener el objetivo principal, que es el de la creación de riqueza para el accionista. Previamente a esta decisión, se debe analizar los riesgos, que pueden ser muy variados, desde la realidad empresarial local en consideración de la situación jurídica, legal, financiera y hasta medio ambiental. Asimismo, para mitigar dichos riesgos se sugirió un



proceso de auditoría para detectar variables que puedan valorar y finalmente establecer el precio de compra.

Burneo (2016) acotó en opinión durante la cumbre de APEC 2016 sobre las implicancias que traía un reducido mercado farmacéutico, del cual afrontaba una denuncia de concertación de precios desde el año 2009 y tuvo como resultado recién en el año 2016 una sanción, por lo cual anticipó un claro perjuicio de los consumidores en el caso de una situación de concentración del mercado farmacéutico, lo cual lo expuso a posibles situaciones de abuso por posición de dominio he incluso hasta riesgo de prácticas monopólicas.

El Perú no cuenta con una legislación de control previo de fusiones, en lo cual contrasta con todos los países de la OCDE que sí lo tienen, pues desarrollan buenas prácticas de gobernanza pública y con buen resultado, como es tener normatividad preventiva de fusiones y adquisiciones. Sin ir muy lejos, los países de la alianza del pacifico, Chile, México y Colombia, tienen una normativa preventiva con el sentido que el Estado anticipe potenciales problemas de mercado por abuso de posición de domino, se busca actuar preventivamente para defender la libre competencia y evitar afectar directamente a los consumidores y, sobre todo, al funcionamiento adecuados de los mercados. Burneo (2016). La Presidenta del Consejo de Ministros, Mercedes Araoz, consideró que debe haber una propuesta legislativa de control previo a las fusiones y adquisiciones mediante un análisis técnico para supervisar las fusiones que pongan en riesgo el mercado mediante prácticas anticompetitivas.

Actualmente, las expectativas de adquisiciones en el Perú, como se mencionó en la nota de prensa de Ernest & Young, se consideró que existe una gran cantidad de oportunidades disponibles para la consolidación de sus empresas, ya que, si bien en el periodo 2017 los ejecutivos se enfocaron en el crecimiento orgánico de sus empresas, se ha considerado recurrir en los próximos periodos a estrategias inorgánicas como estrategia para

tener un mayor impulso y generar valor. Asimismo, se mencionó que los principales intereses para realizar una adquisición fueron el de expandirse hacia nuevos mercados geográficos, así como el de incrementar su participación en el mercado, sin dejar de lado el interés en adquirir empresas con iniciativas e impacto en tecnologías digitales, ya que se consideró a las empresas digitalmente preparadas como una amenaza, pues serán las fuerzas disruptivas que influenciarán en los consumidores.

#### **2.2.4 Fusiones y adquisiciones en los últimos años en el Perú**

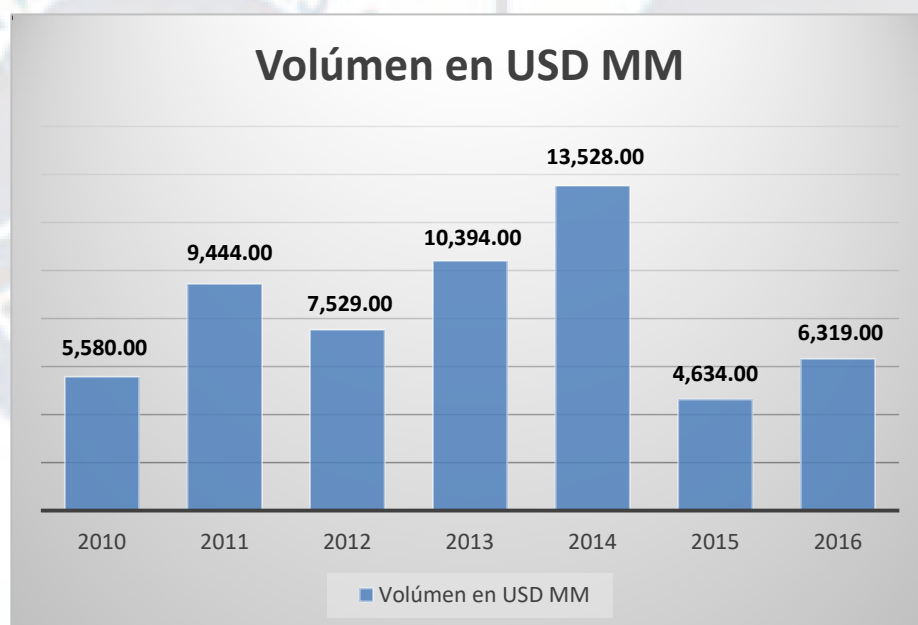
El mercado de Fusiones y adquisiciones en el Perú ha tenido un gran desarrollo. Según el Estudio de Fusiones y Adquisiciones 2014 de la consultora Pricewaterhouse (PWC) y La escuela de Dirección de la Universidad de Piura, en los últimos cuatro años, el número y el valor transado de las operaciones mostraron un crecimiento promedio anual compuesto del 15.6% y 21.7%, respectivamente. Sólo de enero a junio del 2014, el volumen de transacciones sumó aproximadamente USD 10,700 millones, lo cual excedió el volumen total del año 2013 de USD 10,100 millones. Entre los elementos favorables destacaron el desarrollo del consumo interno, la mayor protección a las inversiones, y la estabilidad jurídica y tributaria del país en los últimos años.

Del estudio en mención los entrevistados por PWC destacan que los motivos por los que las empresas corporativas participan de procesos de compra y venta de empresas lo realizan normalmente por estar alineados con el dinamismo del mercado es decir los motivos se encuentran relacionados a los grados de riesgo y facilidades del momento. Los dos principales motivos para realizar una fusión y adquisición según los entrevistados por PWC, indicaron que el 51% lo realiza para lograr tener presencia en nuevos mercados o líneas de negocios, el 49% considero el incremento de participación de mercados.

Asimismo, uno de los entrevistados por PWC, gerente de desarrollo corporativo de una empresa del sector industrial indicó que, en su caso, el objetivo de las adquisiciones ha



sido aumentar el “*share of wallet*” o participación en el gasto total de cada uno de sus clientes, para lo cual realiza fusiones y adquisiciones que le permitan ofrecer nuevos productos y servicios. Esta persona comento “Buscamos completar el posicionamiento frente a los clientes atendiendo la mayor cantidad de necesidades posibles en un determinado segmento de mercado”. Dentro del mismo estudio en el año 2015 indican que también factores que motivan a las empresas a pasar por procesos de fusiones y adquisiciones son, la obtención de activos estratégicos, la búsqueda de eficiencias operativas por sinergias, el incremento de la participación de mercado y la participación en mercados extranjeros.



*Figura 2.* Evolución en los montos totalizados de operaciones de fusión que van del 2010 al 2016. Tomado de “Estudio de Fusiones y Adquisiciones,” por Pricewaterhousecooper, 2016 (<https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/estudio-fusiones-y-adquisiciones.pdf>).

La Figura 2 presentan la evolución en los montos totalizados de operaciones de fusión que van del 2010 al 2016, en la que se aprecia la reducción considerable de operaciones en los últimos tres años.

La Transactional Track Record (TTR) informa que durante el 2017 se han producido 130 procesos de fusiones y adquisiciones en el Perú, de las cuales 64 han registrado un importe

por US\$ 6,370 millones, lo que corresponde a una disminución del 13.33% en la cantidad de operaciones, sin embargo, un 10.20% de aumento en el importe de las mismas. 55 operaciones fueron inversiones inferiores a US\$ 100 millones, cinco de mercado medio (entre US\$100 millones y US\$500 millones) y cuatro de mercado alto (superior a US\$500 millones).

En la Figura 3 se aprecia la cantidad de operaciones realizadas entre el 2010 y 2016, teniendo como picos históricos a los años 2012 y 2013, en donde la economía peruana gozaba de un importante desarrollo económico.

El sector inmobiliario es el que realizó más transacciones durante el 2017, con un total de 21 operaciones, seguido por el Financiero y de Seguros, con 19 operaciones, además de los sectores agricultura, agronegocios y ganadería, con 15 negocios realizados.



*Figura 3.* Cantidad de operaciones realizadas entre el 2010 y 2016. Tomado de “Estudio de Fusiones y Adquisiciones,” por Pricewaterhousecooper, 2016 (<https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/estudio-fusiones-y-adquisiciones.pdf>).

Según lo indica el estudio sobre Fusiones y Adquisiciones 2016 de la consultora PWC Perú, hasta hace algunos años las empresas consideraban a la inversión como la mejor forma de crear valor hacia los accionistas, sin embargo, en la actualidad y acorde a la nueva coyuntura económica, influye cada vez más a evaluar proyectos de desinversión. Hoy es

bastante frecuente establecer estrategias de desinversión como parte de un proceso de reestructuración de las compañías, deshacerse de los activos que no cubren las expectativas de crecimiento o resultados que sumen sobre los planteamientos estratégicos establecidos. De forma se da impulso a otros negocios con mayor performance o se reduce niveles de endeudamiento financiero.

Según el estudio de PWC, el 26% de empresas entrevistadas pasaron por un proceso de desinversión en los últimos años, lo cual se encuentra en línea con la nueva tendencia de estrategias. La importancia de monitorear contantemente los activos de forma independiente y no como resultado acumulado total es indispensable para tener una lectura correcta sobre los negocios que aportan valor y los que deben ingresar a un proceso de revisión, reestructuración o desinversión. De las empresas que pasaron por este proceso, el 54% indicó que lo realizo para enfocarse en su negocio central y el 23% indicó directamente la eliminación de unidades de negocio con bajo desempeño. El socio líder de Deals & Corporate Finance, Nicolas, Oberrath, comenta que, una desinversión exitosa inicia con una estrategia corporativa muy bien definida en la cual se tiene transparencia sobre la dirección estratégica y prioridades en el portafolio de negocio que gestiona la organización. Desde este nivel las consideraciones para evaluar una potencial desinversión son hacer más esbelto un negocio o la generación de valor.

En el contexto del mercado peruano, se observa que comúnmente las corporaciones o grupos empresariales no realizan un análisis intensivo y periódico de sus portafolios, unidades de negocios o activos para maximizar la generación de valor para los accionistas a través de desinversiones y reasignación de capital. Por otro lado, en Perú existen empresas con una fuerte influencia de familias fundadoras, por tanto, existe un vínculo muy fuerte con la empresa difícil de romper y que puede dar menor importancia al análisis de toma de decisiones.

## 2.3 Metodologías de Valorización

### 2.3.1 ¿Para que usamos la valorización?

Muchos resultados e investigaciones tomaron como referencia al Profesor Pablo Fernández (2013) quien describió en su libro “Valoración de empresas y Sensatez” el concepto de valoración como un ejercicio en la cual se tiene que tener sensatez y mucho criterio (conocimiento y experiencia), pues te permitirá poder determinar lo esencial al momento de realizar una valorización. En esta etapa, identificó tres preguntas clave para poder empezar a realizar una valorización: a) ¿qué se hace?, b) ¿por qué se aplica dicha valorización con determinado modelo de análisis?, y c) ¿para quién y para qué se realiza la valorización? Estas son las preguntas fundamentales que el inversionista se debe hacer antes de realizar un análisis.

Para Pettit y Ferris (2013) la pregunta principal que se debe hacer al momento de realizar una valoración es saber: ¿cuál debería ser el precio justo de activo que rinde flujos futuros inciertos? Los principales indicadores para efectuar una correcta valoración van a depender de las características de la empresa, del escenario donde se mueve la empresa, los objetivos que persigue esta y, sobre todo, de la experiencia y criterio que tenga el analista que realice la valoración al momento de utilizar diferentes metodologías para realizar una correcta valoración.

Según Narváez (2008), actualmente, el concepto de valoración y adquisición va más allá de realizar una compra de empresa o una operación de adquisición, sino que es una herramienta que permitirá conocer y administrar la gestión de la empresa a corto y mediano plazo, y tomar en cuenta siempre el momento en el que se realice la operación. Utilizar el método de due diligence antes de valorizar es adecuado, ya que permitirá al analista conocer toda la información posible acerca de las debilidades y fortalezas de la empresa, así como los

planes futuros, con el fin de realizar una buena valorización; esto de la mano del uso de un correcto método de valorización que permitan desarrollar un correcto informe.

Para Narváez (2008), hay un dilema al momento de elegir el correcto método de valorización que permita determinar un valor real de la empresa, y es que, en general, los métodos más complejos son los más idóneos para poder realizar estimaciones fiables, y dentro de todos los métodos de valoración, el de Descuento de Flujos o Flujo de Caja descontado es el más perfeccionado. Fernández (2013) señaló que existe una serie de metodologías, de la cual el analista tendrá que identificar como la más correcta al momento de realizar su análisis; para esto se identificó en seis grupos dichos métodos (ver Tabla 1).

Tabla 1

*Principales Metodologías de Valoración*

PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN					
Balance	Cuenta de resultados	Mixtos (Goodwill)	Descuento de flujos	Creación de valor	Opciones
-Valor contable	Múltiplos de Beneficio:	Clásico	-Flujo para la deuda	-EVA	Black y Scholes
-Valor contable ajustado	-PER Ventas	Unión de expertos contables europeos	-Flujo para acciones	-Beneficio económico	Opción de invertir
-Valor de liquidación	-EBITDA	Renta	-Dividendos	-Cash value added	Ampliar el proyecto
-Valor sustancial	-Otros múltiplos	abreviada	-APV	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real		Otros	-Free cash flow		Usos alternativos

*Nota.* Tomado de Valoración de empresas y sensatez. Índice 3ª edición, por Fernández, P., 2013 ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1267987](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987)).

Para Pereyra (2008), la primera pregunta que debe realizar una analista es ¿cuál es la mejor metodología a considerar y por qué?, muchas veces la respuesta a esta pregunta va a depender del contexto en el que se envuelva la empresa, sin embargo, para este investigador la mayoría de las empresas en Latinoamérica consideran más apropiado tomar el método de descuento de flujos, pues se estima que las empresas generarán flujos futuros. Por lo tanto, se

posee un valor presente que está determinando bajo ciertos escenarios, sin embargo, es necesario comprender las demás metodologías, ya que en algunas ocasiones son puestos en discusión para poder comparar y determinar el mejor resultado y obtener rangos para determinar el mejor valor.

Damodarán (2008) planteó que cualquier bien se puede valorar, algunos serán más fáciles que otros, pero la dificultad viene en la incertidumbre que tiene la elección correcta del método de valoración. El inversor normalmente no se fija en el precio de un activo por lo que los demás ofrecen, sino por los flujos de efectivo que estos generarán en el futuro. El precio de un activo, por lo tanto, no se debe estimar como el precio más alto que muchos inversionistas están dispuestos a pagar en el futuro. El rol que juega la valoración está determinado por las diferentes áreas en las que es materia de aplicación como, por ejemplo, ya sea en la gestión de una cartera, en operaciones de adquisiciones o en las finanzas de empresas. Con relación a la Gestión de una Cartera, hay quienes utilizan la valoración como un método para analizar el valor fundamental de la empresa, es decir, que analizan las diferentes características financieras, ya que el valor de la empresa está relacionado con sus perspectivas de crecimiento, las desviaciones se tienden a corregir en el tiempo y los flujos que generan a lo largo del tiempo. También están los que apuestan por las franquicias, un buen ejemplo de estas inversiones es Warren Buffet, el cual indicó que no hay que invertir en empresas que son complejas y que no se entiendan, los inversores de franquicias deben centrarse en negocios que entiendan y que generen flujos en el futuro.

El segundo punto a considerar es la valoración en el análisis de adquisición, ya que es una parte fundamental para poder determinar el precio justo, tanto para el comprador como para el vendedor de la empresa que tiene que identificar el valor de la sinergia, es decir, que el valor combinado de ambas debería ser tomado para determinar si en realidad es viable realizar dicha operación. Adicionalmente, es necesario realizar como inversor el análisis de la

gestión de la empresa objetivo, la cual es mucho más preocupante en empresas hostiles. Con respecto a las Finanzas Corporativas, está relacionada a las estrategias de la empresa y cómo están alineadas sus estrategias a futuro, en los últimos años las empresas consultoras han dado sugerencias de cómo se deben reestructurar las empresas y utilizar la valoración como método para incrementar valor.

Según señaló Fernández (2013), el valor de una empresa puede variar entre distintos compradores y vendedores, esto depende de la situación y el contexto en el que se presenta la operación, por ejemplo, cuando una empresa internacional que tiene renombre y sus activos son muy desarrollados desea entrar a un nuevo país e identifica en dicho mercado una empresa, la cual está como “marca” bien posicionada, la empresa compradora no valorará mucho los activos ni las instalaciones de la empresa objetivo, ya que ellos mismos cuentan con tecnología mucho más avanzada; por el contrario, al vendedor sí le convendría mucho esta operación, porque su valor aumentará.

Tabla 2

*Escenarios en el Uso de la Valorización*

- 
1. Operaciones de compra-venta:
    - para el comprador, la valoración le indica el precio máximo a pagar.
    - para el vendedor, la valoración le indica el precio mínimo por el que debe vender.
    - También le proporciona una estimación de hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores.
  2. Valoraciones de empresas cotizadas en Bolsa:
    - para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado
    - para decidir en qué valores concentrar su cartera: aquéllos que le parecen más infravalorados por el mercado.
    - la valoración de varias empresas y su evolución sirve para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias.
  3. Salidas a Bolsa: la valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.
  4. Herencias y testamentos: la valoración sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.
  5. Sistemas de remuneración basados en creación de valor: la valoración de una empresa o una unidad de negocio es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.
-



---

6. Identificación y jerarquización de los impulsores de valor (*value drivers*): identificar las fuentes de creación y destrucción de valor

7. Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa: la valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, ordeñar, crecer o comprar otras empresas.

8. Planificación estratégica:

- decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes, mantener, potenciar o abandonar.

-permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la

9. Procesos de arbitraje y pleitos:

- requisito a presentar por las partes en disputas sobre precios

- la valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de la corte de arbitraje o del juez (aunque no siempre)

---

*Nota.* Tomado de Valoración de empresas y sensatez. Índice 3ª edición, por Fernández, P., 2013. ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1267987](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987)).

Por lo tanto, el comprador y vendedor determinarán el precio máximo y mínimo, respectivamente, para efectuar la compra a través de una correcta evaluación y valorización. Entonces, una valoración tiene como finalidad realizar o determinar el valor en diferentes escenarios, como se muestra en la Tabla 2.

La valoración es una metodología que preocupa desde hace tiempo, tanto a teóricos como empíricos, ya que no es posible determinar un método único que pueda ser el correcto para poder establecer el valor óptimo y justo de la empresa. Se puede revisar mucha teoría, y durante la historia no se ha podido establecer una métrica estándar, por lo que en la actualidad existe una variedad de metodologías, las cuales unas son usadas más que otras, entre ellas se consideran dos clasificaciones, las simples (Activo Real, Valor Rendimiento, Valor Sustancial, etc.) y las que son más compuestas como la combinación de un método simple y un fondo de comercio (Barrionuevo, 2014). Otras clasificaciones son la que determinó Palomo (2013), que clasificó en:

1. Métodos basados en el balance (valor patrimonial).
2. Métodos basados en la cuenta de resultados.
3. Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill.



4. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (cash flows).

### 2.3.2. Métodos basados en el balance (valor patrimonial)

Fernández (2013) señaló que este método se centró en determinar el valor de la empresa a través de su patrimonio, es decir, se centran el valor de sus balances y activos, lo cual se podría considerar una forma estática de valorización, ya que no toma en cuenta el valor futuro de los flujos ni las perspectivas que pudieran pasar en la economía, los recursos humanos, etc., que por ende no se ven reflejados normalmente en un balance. Para este método, Pereyra (2008) mencionó de manera más resumida las fortalezas de este método, en el que describió como un método eficaz por la rapidez con la que se puede tener la información a la mano, ya que los balances muestran los datos de la doble partida y reflejan en un tiempo determinado el valor de la empresa. Sin embargo, como debilidad de este método destacó que no contempla los ingresos futuros, ni se considera variables como el impacto del entorno económico, así como el entorno de los recursos humanos. En conclusión, será la parte de los activos menos las deudas el monto que recibirá el accionista después de liquidar la empresa. Entre los métodos que se pueden mencionar en esta clase, se encontraron: valor contable, valor de liquidación, valor contable ajustado y valor sustancial.

**Valor contable.** El valor contable es normalmente conocido dentro de la rama contable como el valor en libros, patrimonio neto o fondos que son propios de una empresa, la cual se refiere al valor de las acciones que posee una empresa después de realizar la diferencia entre sus activos y pasivos exigibles. Esta determinación o cálculo es simple de determinar, como se mencionó anteriormente, por ejemplo, si la empresa posee unos activos de un valor en libros de un millón de dólares, y en sus pasivos, un valor de quinientos millones, su valor contable patrimonial será de quinientos millones de dólares (Pereyra, 2008). Las debilidades se ven aún más cuando se trata de tomar esta metodología para empresas que son de Estados Unidos y de Europa, ya que hay que mencionar que ambas

tienen normas y estándares internacionales que analizan sus estados contables de manera diferente, por lo que aún distan de tener criterios unificados; en el caso de Estados Unidos, las USGAAP, mientras que en Europa son las SIC (Standing Interpretations Comitee).

**Valor contable ajustado o valor del activo neto real.** Este método, a pesar de tener debilidades como las que habíamos mencionado anteriormente, en este modelo se ajustaron los valores tanto del activo como del pasivo a lo que supone el mercado considerar, como por ejemplo, considerar las deudas incobrables, los inventarios ajustados después de descontar las partidas obsoletas, el valor de los activos como inmuebles a valor de expertos, el valor de mercado de las deudas, etc. Como mencionó Fernández (2013) este método trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables en la valoración, pero sólo lo consigue parcialmente. Una debilidad, según Pereyra (2008), es que el valor determinado es menor que el valor contable, y omite el valor de los intangibles.

**Valor de liquidación.** Este valor se determina después de descontar al patrimonio neto el valor de las obligaciones (gastos de liquidación, indemnizaciones, gastos fiscales, etc.), es decir, el valor después que la empresa realice la liquidación para efectuar una venta inmediata. Cabe mencionar que éste será el valor mínimo a considerar al momento de la venta de la empresa, pues si la empresa continúa tendrá un valor mayor (Fernández, 2013).

**Valor substancial.** Se considera el valor o inversión que se debe realizar para poder crear una empresa con las mismas condiciones a la empresa que se valora, es común no incluir en este tipo de metodología los valores que no generan un valor de explotación para la empresa como son los terrenos no utilizados, accionariado en empresas, etc.) (Fernández, 2013). Sin embargo, cada mercado es diferente y es necesario distinguir tres conceptos principales en el valor substancial (Pereyra, 2008):

1. Valor substancial bruto (activos a valor de mercado).

2. Valor substancial neto de pasivos exigibles (patrimonio neto ajustado a las obligaciones).
3. Valor substancial bruto reducido (activos netos de deuda sin coste).

**Valor contable y valor de mercado.** Según Pereyra (2008), este valor refleja la relación entre el valor contable (el cual refiere al patrimonio de la empresa en la contabilidad) y el valor de mercado (el capital accionario). Muy comúnmente se apreciará esta relación como cotización (precio) y el valor libros (valor contable) con el ratio: P/VC.

### **2.3.3. Métodos basados en la cuenta de resultados**

Para Barrionuevo (2014), a diferencia de los anteriores métodos cuyo enfoque estuvo en el balance general, este método se centró en los resultados de la empresa, como las ventas, utilidades, y otros indicadores que se detallarán más adelante. Esta metodología realiza una práctica sencilla, la cual utiliza un múltiplo para determinar el valor de la empresa; por ejemplo, para determinar el valor de una empresa de seguros se utilizan las primas que tiene la empresa y se efectúa una multiplicación con un múltiplo, lo mismo para hallar el valor de las empresas cementeras, para lo cual se utiliza el valor de las ventas por un múltiplo, y así sucesivamente con diferentes empresas de diferentes sectores.

### **2.3.4 Valor de los beneficios PER**

Según Pereyra (2008), el PER (Price Earning Ratio) es un múltiplo que muestra cuantas veces se genera el beneficio por acción en la Bolsa, la relación se puede mostrar como P/E, hoy en día este cálculo es muy accesible al público, ya que se puede encontrar en buscadores como Bloomberg o Yahoo Finance, o puede ser realizado por uno mismo con la información de los estados de la empresa.

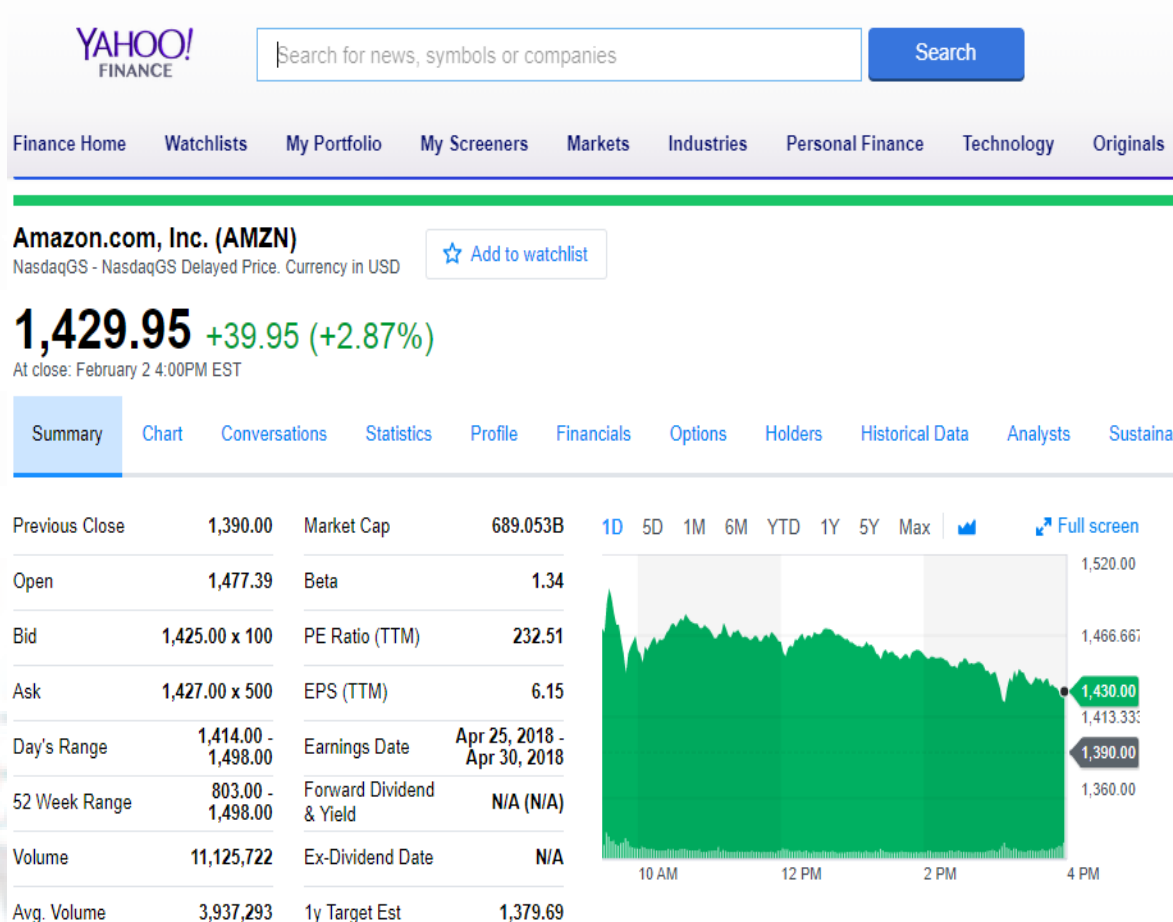


Figura 4. Cotización de Amazon en Nasdaq al cierre de jornada (02/02/2018). Tomado de “Cotización de acción Amazon”, por Yahoo Finance, 2018 (<https://finance.yahoo.com/quote/AMZN?p=AMZN>).

En la Figura 4 puede apreciarse cómo la empresa Amazon posee un PER de 232.51. Este cálculo obedeció a la relación entre un precio de cierre de USD 1,429.95 y un beneficio por acción de USD 6.15.

### 2.3.5. Valor de los dividendos

Esta metodología trata de determinar el valor actual de los dividendos que espera obtener el accionista, dado que para el inversionista es la fuente de ganancia por sus activos (acciones). Hay casos en que el accionista recibirá dividendos perpetuos, lo cuales se pueden expresar de la siguiente forma:

$$\text{Valor Patrimonial} = \text{DPS}/K_e$$

DPS=Dividendo por acción, entregado por la empresa el último año.

Ke= rentabilidad exigida por el patrimonio.

En caso los dividendos crezcan permanentemente, se utiliza una constante g, en cuyo caso se puede expresar mediante la fórmula:

$$\text{Valor Patrimonial} = \text{DPS1} / (\text{Ke} - g)$$

DPS1=Dividendos entregables el próximo año.

Existe, según Barrionuevo (2008), una evidencia que muestra que no necesariamente la empresa que distribuye más dividendos genera mayores ganancias, debido a que al repartir más dinero a sus accionistas, no genera flujos internos para realizar mayores inversiones con la finalidad de incrementar el valor de la empresa.

Cabe mencionar también que hay una controversia al momento de utilizar un valor de perpetuidad al momento de calcular el valor de rendimiento, ya que se suelen presentar escenarios externos que no controla la empresa y que afectan la valorización, como mencionó Valls Martínez (2001), el horizonte que se debería usar es un periodo limitado, así como la empresa en un determinado futuro no tiene un valor nulo se debería tener en la proyección un valor terminal o residual.

### **2.3.6 Múltiplos de venta**

Este método de valoración de empresas utiliza el multiplicador de sus ventas, un aporte que mencionó Pereyra (2008) es no utilizar este método en economías inestables ya que, al no ser mercados desarrollados, es difícil encontrar empresas comparables; y segundo, porque al ser mercados volátiles, las cifras de las ventas en el corto plazo tienden a oscilar significativamente, como es el caso de Latinoamérica. Para mostrar un poco más el cálculo de este método (ver Tabla 3).

Tabla 3

*Uso de los Multiplicadores de Ventas*

Industria / Sector	Veces la facturación anual	Multiplicador de las ventas según condiciones.		
		Recesiva	Estable	Crecimiento
Embotelladoras	Litros x 500	- x %	1,0	+ x %
Software	3,5 x	...	...	...
Biogenética	3,1 x	...	...	...
Farmacias	2,0 x	...	...	...
Eléctricas	1,1 x	...	...	...

*Nota.* Tomado de “Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales”, por Pereyra, T., 2008. (<https://dspace.ort.edu.uy/bitstream/item/2805/documentodetrabajo41.pdf>).

Para Fernández (2008) la ecuación del ratio ventas se puede calcular de la siguiente forma:

$$\text{Precio/ventas} = (\text{precio/beneficio}) \times (\text{beneficio/ventas})$$

Donde:

El primer ratio (precio/beneficio) es el PER y el segundo (beneficio/ventas) se conoce normalmente como rentabilidad sobre ventas.

En relación a este método existe mucha discusión, debido a que siempre hay dispersión en los valores comparables; sin embargo, como mencionó Fernández (2017), en una segunda fase de la aplicación de la metodología, sirve para compararlo con el modelo de descuento de flujos de caja y de esta manera calibrar nuestro cálculo, con la finalidad de tener dos valores que nos permitan tener un mejor criterio entre las empresa valorada y las que se comparan. Una anécdota que comentó en su trabajo Fernández (2017) hizo hincapié en la mala utilización de este método en algunos casos, como el que se describe a continuación:

En un arbitraje realizado en Madrid en mayo de 2001, se preguntó a un valorador aficionado a los múltiplos: Tres empresas, A, B, y C tienen un volumen de ingresos comparables en un determinado momento. No sabemos nada de los beneficios. Pero tienen los siguientes recursos propios: A: 0,7 millones de euros; B: 6 millones de euros; C: 6 millones de euros. Preguntas:

1. ¿Utilizaría un multiplicador sobre ventas para valorar estas empresas?

Respuesta: Sí, es el más indicado.

2. En el caso expuesto, ¿sería el mismo multiplicador para las tres empresas?

Respuesta: Sí, si la evolución de las ventas ha sido parecida, sería el mismo.

3. Si dicha evolución de ventas ha sido parecida, ¿significa que las tres empresas tienen el mismo valor si facturan lo mismo?

Respuesta: Sí, valen lo mismo.

Pereyra (2008) clasificó los otros múltiplos en tres grupos:

- Múltiplos basados en la capitalización de las empresas (valor de sus acciones).
- Múltiplos basados en el valor de la empresa (valor de Equity + Debt).
- Múltiplos relativos al crecimiento.

Como menciona Pereyra (2008) existen otros múltiplos que se puede usar para realizar la valoración, como se puede ver en la Tabla 4, se dividen en los siguientes grupos.

Según Pereyra (2008), los más empleados en América Latina son:

- Valor de la empresa / EBIT
- Valor de la empresa / Cash Flow Operativo
- Valor de las acciones / Valor Contable.

Y también menciona los distintos multiplicadores que existen en los diferentes sectores económicos de un país (Pereyra, 2008) (ver Tabla 5).

Tabla 4

*Múltiplos Más Utilizados*

	Abreviatura (en Inglés)	Significado (en Inglés)	Significado (en Castellano)
Basados	P/E ; PER	Price earning ratio	Capitalización / Beneficio
	P/CE	Price to cash earnings	Capitalización / Cash Flow Contable
	P/S	Price to sales	Capitalización / Ventas



	P/LFCF	Price to levered cash flow	Capitalización / cash flow para las acciones recurrentes
	P/BV	Price to book value	Capitalización / valor contable de las acciones
	P/AV	Price to asset value	Capitalización / valor contable de los activos
	P/Customer	Price to customer	Capitalización / número de clientes
	P/Units	Price to units	Capitalización / ventas de unidades
	P/Outputs	Price to outputs	Capitalización / capacidad productiva
Basados en el valor de la empresa	EV / EBITDA	Enterprise Value to EBITDA	(Deuda + Capitalización) / EBITDA
	EV/S	Enterprise Value to sales	(Deuda + Capitalización) / Ventas
	EV/FCF	Enterprise Value to unleveled free cash flow	(Deuda + Capitalización) / Free Cash Flow
	EV/BV	Enterprise Value to Book Value	(Deuda + Capitalización) / (Deuda + Capitalización)
Relativos al crecimiento	PEG	Price Earnings (PER) to growth	Valor contable de las acciones) PER / Crecimiento esperado del BPA
	EV/EG	Enterprise Value to EBITDA growth	(Deuda + Capitalización) / EBITDA / crecimiento del EBITDA

Nota. Tomado de "Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales," por T. Pereyra, 2008 (<https://dspace.ort.edu.uy/bitstream/item/2805/documentodetrabajo41.pdf>).

Tabla 5

*Múltiplos Más Utilizados por Sector*

Sector	Subsector	Múltiplos más utilizados
Automóvil	Fabricantes	P/S
	Componentes	P/CE relativo y P/S
Bancos		P/BV
Materiales	Papel	P/BV
	Químicos	EV/ EBITDA, EV/S,
	Materiales y Minería	P/CE P/CFac y EV/ EBITDA
Construcción		P/CFac, EV/FCF, PER y EV/ EBITDA



Servicios		EV/ EBITDA , ROCE, P/LFCF, PER y PER to growth
Bienes de equipo	Ingeniería Defensa	PER, EV/ EBITDA , y EV/S PER, EV/ EBITDA , y EV/S
Alimentación y Tabaco	Productores de alimentos Pubs y cervecerías Bebidas alcohólicas	EV/ EBITDA , y EV/S ROCE, PER y PER to growth EV/EBITD A ROCE
Sanidad		PER, PER relativo al S&P y EV / EBITDA
Seguros		P/AV
Ocio		EV / EBITDA
Media		PER relativo, EV/ EBITDA , DCF
Gas y Petróleo	Integrado	PER y EV/CE
Inmobiliarias		P/FAD, EV/ EBITDA y P/NAV
Minoristas y bienes de consumo	Ropa Comida Bienes de Lujo	PER relativo al mercado y al sector y EV/ EBITDA PER relativo PER, PER to growth, EV/S y EV/Et o EBITDA growth.
Tecnología	Software, equipos, Semiconductores	PER y PER relativo
Telecomunicaciones		EV/Et o EBITDA growth, EV/S y P/cliente
Transporte	Aéreo Viajeros por carretera	EV/ EBITDA P/S
Utilities		PER y P/CE

*Nota.* Tomado de “Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales,” por T. Pereyra, 2008 (<https://dspace.ort.edu.uy/bitstream/item/2805/documentodetrabajo41.pdf>).

### 2.3.7 Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill

Este método, como mencionó Fernández (2008), refleja los activos inmateriales (liderazgo sectorial, alianzas estratégicas, marcas, etc.) que no aparecen en los métodos de balance y valor ajustado, ya que aportarían una ventaja frente a empresas comparables, pero existe un problema al momento de calcular su valor, ya que no existe una metodología que nos permita determinarlo.

### 2.3.8 Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (cash flows)

Para Fernández (2008) las empresas son entes que generan flujos futuros, los cuales representan la capacidad de generar ingresos para los accionistas, y estos flujos futuros descontados a una tasa de descuento apropiada servirán para determinar el valor de la empresa. Una de las variables más importantes para determinar una correcta valoración es la tasa de descuento, la cual se calcula al tener presente diferentes inputs, como las volatilidades y el riesgo. La mayor parte de los descuentos de flujos descontados parten de la fórmula general, que se detalla a continuación:

$$V = \frac{CF_1}{1 + wacc} + \frac{CF_1}{(1 + wacc)^2} + \frac{CF_1}{(1 + wacc)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1 + wacc)^n}$$

Es:

$CF_i$  = Flujo generado por la empresa en el año  $i$ .

$VR_n$  = Valor Residual en el año  $n$ .

$wacc$  = Weighted Average Cost of Capital

Un procedimiento adecuado para determinar el Valor Residual, es mediante el uso de una tasa de crecimiento ( $g$ ) adecuada, con lo cual se puede obtener la siguiente fórmula:

$$VR_n = CF_n(1+g) / (k-g)$$

Para conocer un poco más sobre los diferentes métodos de valoración, hay que comentar que se pueden diferenciar diversas metodologías de descuento de flujos, los cuales están descontados a una tasa adecuada según el tipo de flujo. A continuación, se detalla en la Tabla 6 un resumen de los principales Flujos descontados.

Fernández (2008) señaló que el método más simple de calcular es el descuento de flujo para la deuda, el cual consiste en traer al presente los valores de interés más capital, descontados a una tasa que en este caso sería el coste de la deuda. Es por eso que muchas

veces se toma el valor contable o en libros directamente, ya que es suficientemente cercana al valor de mercado.

Tabla 6

*Principales Metodologías de Descuentos de Flujos de Caja*

<b>CFac.</b> Flujo para los accionistas	<b>Ke.</b> Rentabilidad exigida a las acciones
<b>CFd.</b> Flujo para la deuda	<b>Kd.</b> Rentabilidad exigida a la deuda
<b>FCF.</b> Flujo de caja libre ( <i>free cash flow</i> )	<b>WACC.</b> Rentabilidad exigida ponderada a deuda y acciones
<b>CCF.</b> Capital cash flow	<b>WACC</b> antes de impuestos

*Nota.* Tomado de Valoración de empresas y sensatez. Índice 3ª edición, por P. Fernández, 2013 ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1267987](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987)).

### **2.3.9. El Flujo de Caja Libre ( Free Cash Flow )**

Este flujo de fondos libre es considerado el flujo operativo de la empresa después de haber descontado los impuestos sin tener en cuenta la deuda, y después de haber considerado las necesidades operativas de fondos y las necesidades de activos fijos.

Para poder realizar el cálculo se deben proyectar los flujos de ingresos y lo que se pagará a un periodo largo de tiempo. La contabilidad no puede ser tomada como datos para poder realizar el flujo proyectado porque utiliza el principio del devengado, y además utiliza criterios no arbitrarios. Para este método es necesario que se proyecte con ingresos que efectivamente recibirá el cliente (el efectivo). Como se muestra en la Tabla 7 se puede identificar las principales variables de la Empresa Alicorp SAA. (Equilibrium, 2017).

Según Blanco (2009) , el Free Cash Flow tanto del accionista como de los tenedores de deuda ,es necesario para poder obtener el valor de la empresa , por lo cual es necesario determinar los costes tanto de la deuda como del patrimonio. La fórmula Según Blanco (2009) del FCFE es: EBITDA- Inversión en capital ± Variación del Capital Circulante – Impuestos = FCFE

Tabla 7

*Cuenta de Resultados de Alicorp SAA.*

ESTADO DE RESULTADOS						
(En Miles de Soles)	Dic.13	Dic.14	Dic. 15	Set.16	Dic.16	Set.17
Ventas netas	5'818,297	6'282,995	6'580,488	4'817,549	6'628,789	5'241,149
Costo de Ventas	-4'237,666	-4'571,288	-4'713,108	-3'354,513	-4'620,803	-3'566,585
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>1'580,631</b>	<b>1'711,707</b>	<b>1'867,380</b>	<b>1'463,036</b>	<b>2'007,986</b>	<b>1'674,564</b>
Gastos de Administración	-298,518	-350,453	-373,360	-293,198	-409,166	-363,437
Gastos de Ventas y Distribución	-720,358	-818,384	-910,178	-700,631	-937,378	-730,529
Otros Ingresos Operativos	86,898	40,551	31,231	32,698	15,368	14,195
Otros Gastos Operativos	-19,000	-21,619	-24,418	-40,212	-36,238	-37,511
Otras Ganancias (Pérdidas)	-4,090	-207,497	-30,040	-4,651	-8,296	-8,030
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>625,563</b>	<b>354,305</b>	<b>560,615</b>	<b>457,042</b>	<b>632,276</b>	<b>549,252</b>
Ingresos Financieros	59,103	15,778	77,427	14,557	13,883	33,548
Gastos Financieros	-180,700	-228,251	-366,652	-127,234	-163,842	-110,536
Ganancia de Asociadas	1,496	-549	-6,535	-2,138	1,065	-2,485
<b>Utilidad antes de Diferencia en Cambio</b>	<b>502,470</b>	<b>141,283</b>	<b>264,855</b>	<b>342,227</b>	<b>483,382</b>	<b>469,779</b>
Diferencia de Cambio	-121,497	-81,272	-31,917	-15,908	-20,381	-6,603
<b>Utilidad antes del Impuesto a la renta</b>	<b>380,973</b>	<b>60,011</b>	<b>232,938</b>	<b>326,319</b>	<b>463,001</b>	<b>463,176</b>
Impuesto a la Renta	-125,778	-47,644	-75,465	-104,417	-160,862	-136,012
Ganancia de Operaciones Discontinuas	63,489	-332	0	0	0	0
Utilidad Neta	318,684	12,035	157,473	221,902	302,139	327,164

*Nota.* Tomado de “Informe de Clasificación de Alicorp SAA,” por Equilibrium, 2017 (<http://www.equilibrium.com.pe/Alicorp.pdf>).

### 2.3.10. El Cash flow del Accionista (CFac)

Según Fernández (2008) es el flujo de caja libre después de descontar el pago del capital e intereses (libre de impuestos) y sumar el aporte de nueva deuda. En resumen, es el flujo de fondos después de haber cubierto las NOF y cargas de activos, y de haber cubierto las deudas. Se puede representar con la siguiente formula:

$$CFac = FCF - (\text{interés pagados} \times (1-T)) - \text{pago principal} + \text{nueva deuda}$$

Al realizar la actualización de los flujos, se valora las acciones que posee la empresa, descontada a una tasa adecuada exigida por el accionista. Con la finalidad de calcular el valor total de la empresa, es necesario sumar el valor de la deuda (Fernández, 2008).

### 2.3.11. Flujo de Caja del Capital (Capital Cash Flow)

Este flujo de fondos es resultado de la suma del flujo de caja de la deuda más el flujo de caja del accionista, cabe indicar que el flujo de la deuda está conformado por la devolución del capital más los intereses. Por lo que la fórmula de cálculo es la siguiente:

$$CCF = CFac + CFd = CFac + I - \Delta D \quad \text{donde } I = D \cdot Kd$$

Determinación del valor de la Empresa, a través del flujo de Caja.

Para calcular el valor de la empresa es necesario traer a valor presente tanto los flujos de caja de los accionistas como el de la deuda, relacionado a este cálculo se presenta el termino WACC (Coste promedio ponderado de los recurso), el cual será la tasa a la cual se descontaran los flujos (Fernández, 2008).

$$E+D = \text{Valor Actual (FCF, WACC)}$$

D= Valor de mercado de la deuda.

E= Valor de mercado de las acciones.

Kd= coste de la deuda antes de impuestos.

T = tasa impositiva.

Ke= rentabilidad que exige el accionista.

En la Tabla 8 se pueden observar las etapas para poder llegar a calcular el Free Cash Flow según Fernández (2008).

### 2.3.12. WACC

Desde hace mucho tiempo que las empresas tienen el problema de determinar el mejor concepto para su costo de financiamiento , y uno de los principales desarrolladores de esta teoría fueron Modigliani y Miller (1958) , lo cuales des aquella época ha propuesto tres

proposiciones , que fundamenta dicha teoría de la estructura de capital ,entre ellas se mencionan las siguiente : Proposición I (Irrelevancia de la estructura de capital), Proposición II (El costo de capital se incrementa proporcional a su deuda capital), Proposición III (El valor de mercado de la empresa es independiente de su política de dividendos). Muchos de sus puntos radicaron en que es necesario que un activo físico pueda ser comprado siempre y cuando este pueda generar beneficio para los dueños de la empresa y si este aumenta el valor de la empresa (valor de mercado).

Para Damodarán (2010) el WACC es el costo compuesto que se debe descontar por la financiación de los flujos de caja, donde se debe reflejar los costos de deuda y de capital aplicando sus pesos relativos en la estructura de la financiación. Es decir, representa la tasa de rendimiento requerida por los accionistas de la empresa, el costo de las medidas de deuda, así como el costo de los préstamos de deuda, ajustados por los beneficios fiscales de deuda. El aporte del autor en cuanto al costo de la deuda es que sea resultado de aplicar a las obligaciones un default spread en función al rating de la empresa y como consecuencia se obtendrá un mejor spread si hay un mejor rating (Revello, 2014).

Para Copeland, Weston y Shastri (2004) indicó que para que el flujo de caja descontado tenga una proyección más realista en cuanto al valor de la empresa a éste se debe de aplicar al WACC, de ésta forma la empresa deberá de preocupar en fijar el crecimiento de su flujo de caja libre a largo plazo.

Según Ross (2012) considera al método del WACC desde el supuesto de que las empresas se financian simultáneamente para responder a sus proyectos simultáneamente tanto como deuda como con acciones, tomando al costo de capital como el promedio ponderado del costo de la deuda, así como del costo de las acciones, considerado como la tasa de endeudamiento.

Tabla 8

*Etapas Fundamentales para Realizar una Buena Valoración por Descuento de Flujos*

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

*Nota.* Tomado de "Métodos de valoración de empresas," por P. Fernández, 2008  
([http://www.aempresarial.com/asesor/adjuntos/metodos\\_de\\_valorizacion\\_de\\_empresas.pdf](http://www.aempresarial.com/asesor/adjuntos/metodos_de_valorizacion_de_empresas.pdf)).



Además, la ponderación del capital accionario y la ponderación de la deuda son razones fijadas como meta que se expresan en términos de valores de mercado y no de valores contables. Muy similar al concepto anterior, el que indico Berk, De Marzo y hardford (2010) , los cuales para ellos es el WACC refleja todo el riesgo que podría tener la empresa , el cual para poder obtener recurso utiliza tanto recursos propios como ajenos.

Para las metodologías de valoración basadas en flujos futuros de efectivo, el cálculo del valor se realiza al descontar los flujos futuros al presente y tener en cuenta una tasa de descuento. Aswath Damodarán (2009) mencionó que la tasa de descuento debe reflejar el riesgo percibido por el interesado en el flujo de efectivo, es decir, el riesgo de que el flujo de efectivo se materialice, ya sea por riesgo del negocio o por el mismo tipo de flujo de efectivo, es el que se debe evidenciar en el valor de la tasa de descuento.

La tasa de descuento debe incorporar dentro de sí todos los riesgos del activo en sí mismo y del negocio.

$$\frac{\text{Flujos de Efectivo Esperados}}{\text{Tasa de Descuento ajustado por Riesgo}}$$

En la metodología de valorización por Descuento de Flujos de Efectivo Libre o DFCF (Discount of Free Cash Flow), se usa como tasa de descuento al WACC. El WACC (“Weighted Average Cost of Capital”), de acuerdo a lo indicado por Fernández (2011), es un promedio ponderado entre el costo de la deuda y la rentabilidad exigida para los accionistas. Asimismo, el valor del WACC es la tasa de descuento que hace que al descontar el FCF (Free Cash Flow), se obtiene un valor igual a la suma del valor actual de los flujos esperados de las acciones, descontados a la rentabilidad exigida por los accionistas, más el valor actual de los flujos de efectivo para la deuda, descontados al costo de la deuda. La forma de calcular el WACC se hace con la siguiente fórmula:

$$WACC_t = \frac{E_{t-1}K_e + D_{t-1}K_d(1 - T_t)}{E_{t-1} + D_{t-1}}$$

Donde:

$E_{t-1}$ = Valor de las acciones en el periodo t-1

$D_{t-1}$ = Valor de la deuda en el periodo t-1

$K_e$ = Rentabilidad exigida a las acciones en el periodo t

$K_d$ = Rentabilidad exigida a la deuda en el periodo t

T= Tasa Impositiva en el periodo t

El factor (1-T) en la fórmula para calcular el WACC tiene en cuenta que el pago de intereses genera ahorro tributario, pues reduce la base imponible para el cálculo de los impuestos.

Los tres principales componentes de la fórmula del WACC son:

- La rentabilidad exigida a las acciones.
- La rentabilidad exigida a la deuda o costo de la deuda.
- Estructura de capital.

La rentabilidad exigida a las acciones equivale al costo de oportunidad que asumen los accionistas por invertir en una determinada compañía, y que pueden invertir en otra compañía con un riesgo similar (Giddy, 2006). Es decir, los accionistas exigirán como mínimo a la inversión un retorno cuyo valor mínimo sea mayor o igual al retorno de una inversión libre de riesgo más un retorno por el riesgo extra del mercado, ajustados por un multiplicador denominado “beta”, el cual mide cuán riesgoso es un determinado sector o giro de negocio. Para calcular el  $K_e$ , o rentabilidad exigida a las acciones, se utiliza el modelo CAPM.

Donde:

$K_e = R_f + \text{Beta} (R_m - R_f)$

$R_f$  (Risk Free)= rentabilidad libre de riesgo.

Beta= Beta apalancado del negocio o sector.

Rm= Rentabilidad del mercado.

También existen otros analistas que calculan el Ke basados en el modelo de crecimiento constante de Saphiro y Gordon.

$$Ke = \frac{Div_1}{P_0} + g$$

Donde:

Div<sub>1</sub>= Dividendos a percibir en el periodo siguiente = Div<sub>0</sub>(1+g)

P<sub>0</sub>=Precio actual de la acción.

g= tasa de crecimiento constante y sostenible de los dividendos.

La rentabilidad exigida a la deuda o costo de la deuda es equivalente a la tasa de interés de la deuda de la empresa. Representa la tasa de interés ponderada de todas las deudas de la empresa.

Por otra parte, tenemos a la estructura de capital, la cual consiste en la estructura de endeudamiento de largo plazo de la empresa. La estructura de capital se calcula de la siguiente forma:

$$EC = D / (E + D)$$

Donde:

D = Monto total de la deuda.

E = Valor de mercado del patrimonio.

Con los tres componentes fundamentales del WACC, desarrollados en líneas anteriores, se puede obtener el valor del mismo, y a su vez obtener la tasa de descuento con la cual se podrá traer a valor presente los flujos futuros de efectivo de la empresa que se valoriza. He ahí la vital importancia de que el cálculo del WACC y la estimación de sus parámetros sean realizados sesudamente y racionalmente. Fernández (2008) mencionó que

uno de los principales errores que se comete en una valorización de empresas es una mala aproximación del WACC, asimismo, invitó a que en todo momento prime la sensatez y la experiencia como principales insumos para realizar las estimaciones de los parámetros de la valorización.

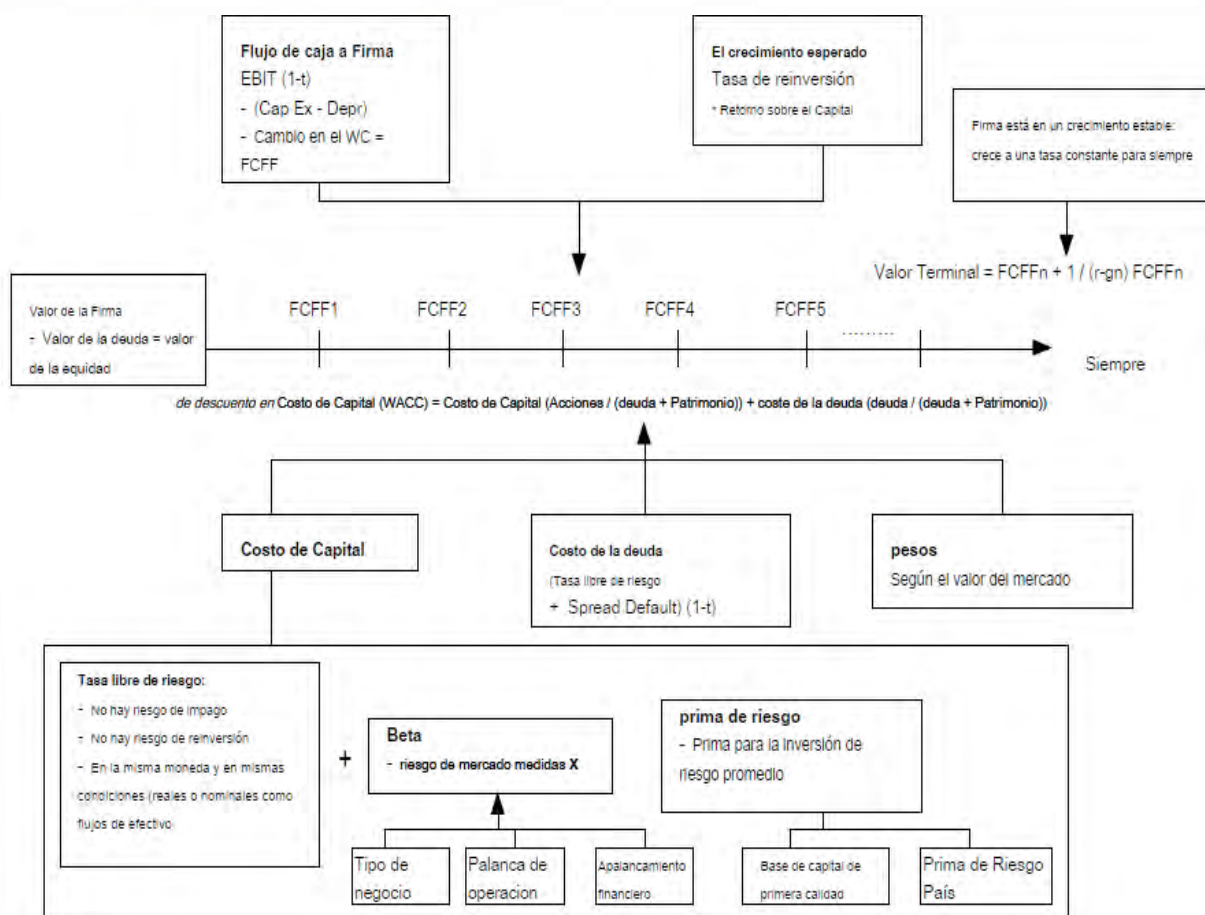


Figura 5. Resumen del proceso y las entradas en un modelo de flujo de caja descontado. Tomado de “El lado oscuro de la valoración: Las empresas con ninguna ganancia, sin historia y sin comparables”, por Aswath Damodaran, 2010. (<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/darkside.pdf>).

El valor de los activos según Damodaran (2010), es el valor actual de los flujos generados por dicho activo, que están en función de su crecimiento, nivel de riesgo, vida útil y flujos esperados. Los flujos de caja de la empresa deben ser determinados después de las necesidades de reinversión y de impuestos el cual se puede medir de dos formas: (a) La suma de todos los flujos de los diferentes titulares con derechos en la empresa y (b) Calcular el flujo de efectivo de la deuda antes del pago de deuda. Dentro del cálculo del Valor se debe

determinar el crecimiento esperado y utilizar la tasa de reinversión, es decir los ingresos después de descontar los impuestos que se invierten en gastos de capital netos y capital de trabajo ;la tasa a la que se descuentan los flujos deberá reflejar los costes de financiación de dichos activos (Coste de capital). Otro de los puntos importantes dentro del cálculo del WACC es el Valor Terminal, dado que no podemos estimar los flujos para siempre, este valor determinará todos los flujos a futuro el cual crecerá a una tasa constante( siempre que la tasa de crecimiento de la empresa sea menor que la tasa de crecimiento de la economía).En resumen como podemos apreciar la Figura 5 ,los diferentes valores que componen el valor de cualquier empresa ,primeramente se empieza estimando cuanto tiempo tendrá el crecimiento , después cuanto será dicha tasa de crecimiento y los flujos de efectivo durante la estimación, para terminar con el cálculo del valor terminal y descontar todos los flujos de efectivo trayéndolos a valor presente. (Damodarán, 2010)

### **2.3.13. ¿Qué método emplear?**

Fernández (2008) señaló que el método más apropiado para valorizar una empresa es el método de descuento de flujos, ya que la capacidad de las empresas para seguir en el mercado es generar flujos futuros de ingresos; dichos flujos son dinero, que es el que percibirán los accionistas, a comparación de los otros métodos que toman valores del balance, estados de resultados, lo cuales son datos históricos y no predicen si es que podrían generar ingresos futuros. Si se comparan dos empresas que tiene los mismos resultados históricos, pero una tiene una mejor perspectiva de mejora en sus ingresos, se tomará la que tiene mejor potencial de generar ingresos, esto nos demuestra que los métodos anteriores deberían tomarse como referencia para realizar un comparativo, pero que debería ser el método de flujos futuros, el método más apropiado para valorizar. Para Damodarán (2010) es necesario comenzar con estimar cuanto es el periodo de crecimiento que tendrá la empresa, cuan alta podría ser dicha tasa de crecimiento y determinar los flujos de efectivo.

### 2.3.14. El Modelo CAPM

Durante diferentes épocas, han sido muchos los economistas, investigadores, académicos de la rama financiera, que ha intentado descifrar la toma de decisiones en cuanto al precio/rendimiento al momento de efectuar la compra de un activo. Pero gracias a la llegada de nuevos economistas en los años 90, se llegó a tener una idea más clara acerca de las nuevas ramas de la Finanzas, destacando en esta materia, tres grandes economistas: Harry Markowitz, Merton Miller y William Sharpe . El modelo presentado por estos economistas conocido como el Modelo de Valoración del Precio de los Activos Financieros o Capital Asset Pricing Model (conocido como modelo CAPM), dio lugar principalmente a la relación entre riesgo y rendimiento, con el supuesto de que el mercado cuenta con la misma información. (Gimeno, 2014)

Como señaló Pereyra (2008), existe un método para calcular la rentabilidad del accionista, que nos permitirá determinar la tasa a la que se debe descontar el flujo de caja del accionista para hallar el valor de las acciones de la empresa. Este modelo es llamado CAPM por sus siglas en inglés: Capital Asset Pricing Model, y se expresa por la siguiente formula:

$$R_e = r_f + \beta_{ap} (r_m - r_f) + \text{Spread riesgo país}$$

Donde:

$R_f$  = Tasa libre de riesgo.

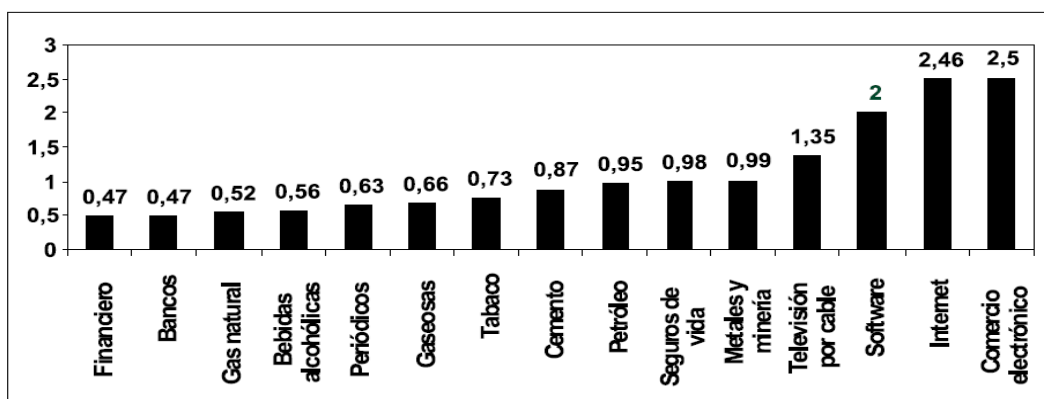
$B$  = Beta desapalancado, riesgo del sector.

$ap$  = Beta apalancado, Riesgo del sector con nivel de deuda de la empresa

$(r_m - r_f)$  = Riesgo de patrimonio Prima de mercado

Para Narváez (2008) no es muy fácil realizar el cálculo del Beta sectorial en el Perú, debido a que el mercado de valores de la Bolsa de Valores de Lima no es muy grande a comparación del mercado americano, el cual permitió tomar como referencia. Cabe mencionar que este método relaciona el riesgo y rentabilidad esperada, el cual permitirá

tomar mejores decisiones al momento de tomar la mejor cartera de acciones y renta fija, como se muestra en la Figura 6, los betas de los principales sectores:



*Figura 6.* Beta de las empresas de Estados Unidos por sectores. Tomado de “Valoración de empresas por el método de los rendimientos futuros” por Narvaez, A., 2008. ([http://sisbib.unmsm.edu.pe/BibVirtual/Publicaciones/administracion/v11\\_n21/pdf/a05v11n21.pdf](http://sisbib.unmsm.edu.pe/BibVirtual/Publicaciones/administracion/v11_n21/pdf/a05v11n21.pdf)).

Para Fernández (2008), el modelo CAPM se debe utilizar de forma adecuada, ya que puede llevar a cometer enormes errores. Este modelo de manera individual funciona bien para tomar decisiones de inversión de manera individual, pero no es adecuado cuando se trata a nivel general (el mercado), porque cada inversor tiene su propia perspectiva o lectura del mercado acerca de la rentabilidad y riesgo de las acciones. El CAPM parte de hipótesis razonables en la cual todo inversor exige más rentabilidad cuando toma mayor riesgo. Si todos los inversores tuvieran las mismas expectativas del mercado, el valor de Beta del inversor sería la misma que su prima de riesgo, pero no se puede esperar esto, ya que las expectativas siempre son heterogéneas y los inversores no tienen las mismas características. A continuación, como se muestra en la Tabla 9, se puede ver un análisis del CAPM desde el punto de vista del mercado y un análisis desde el punto de vista de cada inversor.

Tabla 9

*Diferencias entre el CAPM Válido para el Mercado y el CAPM Válido Para Cada Inversor*



CAPM válido para el mercado	CAPM sólo para cada inversor
Expectativas homogéneas	Expectativas heterogéneas
Todos los inversores tienen idénticas expectativas sobre la rentabilidad de todas las acciones y de su covarianza con la rentabilidad esperada del mercado.	Cada inversor tiene distintas expectativas
Existe una beta para cada valor y esta beta es compartida por todos los inversores. La beta calculada con datos históricos es la mejor estimación de la beta futura.	Cada inversor tiene una estimación distinta de la beta de cada acción. La beta calculada con datos históricos no es una estimación de la beta futura.
Todos los inversores tienen la cartera del mercado	Cada inversor tiene una cartera distinta de renta variable
Todos los inversores utilizan la misma prima de riesgo del mercado	Cada inversor utilizan una prima de riesgo del mercado distinta
La mejor estimación de la prima de riesgo del mercado es la diferencia entre la rentabilidad histórica del mercado y la rentabilidad histórica de la renta fija	La diferencia entre la rentabilidad histórica del mercado y la rentabilidad histórica de la renta fija NO es una buena estimación de la prima de riesgo del mercado

*Nota.* Tomado de Valoración de empresas y sensatez. Índice 3ª edición, por Fernández, P., 2013  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1267987](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987)

García (2015) señaló que, al contrario de lo que pasa con los recursos ajenos en los que es necesario realizar una devolución a través de un coste explícito, como es la tasa de interés, es necesario realizar un cálculo más complejo al determinar el coste de los recursos propios del accionista, ya que tiene un coste implícito o de oportunidad. El modelo CAPM permite determinar la relación que existe entre rentabilidad y riesgo, y se basa en dos supuestos, los cuales indican que los inversores tienen expectativas futuras y que siempre hay que estar alertas al riesgo que nos es posible eliminar mediante la diversificación. Este modelo se expresa mediante una rentabilidad exigida a los bonos del mercado, mediante una rentabilidad exigida al mercado y un riesgo expresado por el beta, el cual mide la correlación de la rentabilidad entre el mercado y la empresa. A continuación, podemos ver como se formula dicho concepto:

$$CRP = Ke = Rf + (\text{Beta apalancada}) (Rm - Rf)$$

Donde:

Rf: Rentabilidad de los bonos libres de riesgos (bonos de Estados Unidos).

Rm: Rentabilidad del Mercado.

Beta apalancada: Volatilidad de las acciones de la compañía con relación al mercado.

## 2.4 Resumen

En los últimos años los procesos de adquisiciones han ido evolucionando, con el pasar de los años desde la década de los años 90 en la que las empresas a nivel mundial entendieron el gran valor de realizar fusiones y adquisiciones, hasta los años 2000 en la que se incrementó exponencialmente. Los principales factores por los que se realizan las adquisiciones es que se toma como una medida que genera competitividad y mejoramiento comercial para enfrentarse al mercado, hasta los principios de la OCDE en la cual identifican dichas prácticas con el objetivo de poder beneficiarse de las sinergias, y aumentar la propiedad, así como el control la empresa adquirida, previamente analizando los riesgos, que podrían ser variados dependiendo del sector en el que se encuentren.

Diferentes metodologías de valorización se han venido desarrollando y mejorando con el pasar de los años, entre las cuales podemos mencionar: Métodos basados en el balance, método basado en la cuenta de resultados, métodos mixtos, métodos basados en el descuento de flujos de fondos, el cual este último es el más utilizado y completo, según diferentes autores y especialistas ligados a la rama de finanzas, como Pablo Fernández y Damodarán. El Concepto Fundamental para poder realizar una valorización es tener la sensatez y criterio, ya que permitirán dar un mejor resultado al momento de realizar la valorización, ya que el realizar esta práctica nos es solamente efectuar una compra, sino que permitirán conocer y administrar la gestión de la empresa a corto y mediano plazo.

Las buenas practicas hacen referencia a la obtención de mejores resultados en el

contexto en el que se aplican, con la finalidad de aportar mayor valor, desde este enfoque las prácticas de valorización juegan un rol fundamental en el proceso, ya que aplicarlas correctamente generar mayor valor a un activo y generar desde el aspecto financiero un mayor flujo futuro de efectivo. Un buen análisis en el proceso de valorización permitirá tener un mejor desempeño de todos los drivers implicados en la compra, como el modelo WACC, que comprende la tasa de descuento, valor terminal, tasa de crecimiento.



## Capítulo III: Metodología

### 3.1. Diseño de la Investigación

En el presente capítulo se desarrolla la metodología utilizada para el presente estudio. Esta investigación se realizó mediante un enfoque cualitativo, y dado que buscó dar a conocer las buenas prácticas de valoración que se han llevado a cabo en alguno de los procesos de adquisición de cuatro empresas que cotizan en Bolsa, es a través del diseño utilizado que se buscó responder nuestra pregunta de investigación.

Esta investigación tiene un propósito descriptivo y ha utilizado el enfoque cualitativo, ya que no partió de una hipótesis y se basó en recolección de datos, se utilizó como instrumento la técnica de la entrevista; correspondió a un diseño No Experimental, ya que no se manipuló, estimuló o influenció ninguna variable en búsqueda de efecto alguno. A su vez, es de tipo Transversal pues tiene como característica principal la recolección de datos, básicamente y, en gran parte, en un único momento con la entrevista de cada especialista de las empresas analizadas, con el fin de describir y analizar las incidencias dadas de un hecho en concreto. En tal sentido, se clasificó también como Descriptiva, pues proporcionará detalles e incidencias de un fenómeno dado (Hernández et al., 2014)

Determinada la muestra que se detalla en los siguientes sub capítulos, se vinculó la recolección de datos entre la información de las empresas seleccionadas, para finalmente realizar el análisis. Se verá que el principal método de investigación, la entrevista personal a especialistas de valoración que conforman el grupo de empresas investigadas, muestra como base de recolección de información; estos datos recogidos sirvieron para realizar una transcripción que luego dio lugar a temas relevantes. La presente investigación, al ser de enfoque cualitativo, determinó su muestra y consideró, en primer lugar, como universo las empresas peruanas que cotizan en Bolsa de valores de Lima, y delimitó sobre estas a empresas de diversos sectores. No obstante, con el fin de acotar el universo es que se

seleccionó a sólo una de las más representativas de al menos cuatro de los principales sectores. Esta elección de muestras se validó con un ranking elaborado por una institución especializada en clasificar a las mejores empresas del medio.

### **3.2. Consentimiento Informado**

El consentimiento informado forma parte del proceso de recolección de datos, pues mediante la suscripción del consentimiento por parte del investigado, aceptará ser parte del estudio presentado. (Avolio, 2016).

Dentro de los aspectos normativos del presente estudio y con el afán de que la información proporcionada sea legítima y verás, es que se incluyó documentación con contenido explícito de las personas que colaboraron directamente en la investigación. En este caso, es la manifestación escrita y suscrita por los funcionarios y colaboradores de las empresas que llevaron las entrevistas, con el objeto de consolidar los procedimientos formales de Centrum Católica. Se consideró relevante la recolección de información de los participantes en el presente estudio, para tal fin se requirió la firma del Consentimiento Informado que se muestra en el Apéndice H. En el Consentimiento Informado se definió los objetivos de la investigación, los procedimientos de la entrevista y el compromiso de la confidencialidad sobre la información, así como de la publicación de los resultados del estudio.

Adicionalmente en el Apéndice B utilizamos la Evidencia de la Entrevista con la finalidad de demostrar la participación de los Principales Casos estudiados en el presente trabajo de investigación.

### **3.3. Participantes de la Investigación**

Según Hernández et al. (2014) la muestra es un subgrupo de la población de interés, sobre el cual se recogió información pertinente a la investigación, y para que pueda ser procesada, debe definirse y delimitarse con precisión. Asimismo, debe ser representativo de

la población. El objetivo es que el trabajo de investigación basado en la muestra represente o generalice a la población. El interés es que la muestra siempre sea representativa, asimismo, mencionaron que la población debe situarse claramente por sus características de contenido, lugar y tiempo. Tener con claridad las características de la población permite delimitar cuáles serán los parámetros muestrales.

En el presente trabajo de investigación se delimitó la población de estudio, para lo cual se filtró en un primer momento a todas aquellas empresas del sector industrial que cumplieran con los requisitos fundamentales que establece el Gobierno Peruano, los cuales son:

- Estar inscritos en Registros Públicos (Sunarp).
- Presentar un Registro Único de Contribuyente (RUC), que sea asignado por la Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria (Sunat).
- Acreditar la inscripción en el Ministerio de Producción, y Ministerio del Trabajo y Promoción al Empleo (MTPE).
- Mantener registro Público del Mercado de Valores de la SMV (Registro).
- Mantener registro de valores de una Bolsa, en que estos se inscriban para su negociación en la Rueda de Bolsa (RVB).

Se ha establecido considerar a las principales empresas del sector y que participan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), y mantener como referencia al ranking Merco, monitor corporativo de referencia en Latinoamérica y España que ha evaluado la reputación de las empresas desde el año 2000. Merco realizó una evaluación global que integró la percepción y valoración de 18 stakeholders (que incluyeron 17,699 entrevistas) con la realidad de los méritos reputacionales. El estudio y el ranking fueron realizados por Análisis e Investigación, de acuerdo a la Norma ISO 20252 y al código de conducta ICC/ESOMAR.

Alimentación:

1. Alicorp S.A.A
2. San Fernando S.A.
3. Nestlé Perú S.A.
4. Laive S. A.
5. Gloria S.A.
6. Mondelez Perú S.A.

Bebidas:

1. Backus AB InBev
2. Arca Continental Lindley
3. Coca-Cola
4. AJE
5. CBC PEPSICO
6. ISM-Industrias San Miguel

La justificación de la determinación de la muestra de la presente tesis y luego de evaluar la población empresarial, se ha considerado relevante usar la técnica del muestreo por conveniencia, Casal (2003) indicó que el muestreo por conveniencia consiste en la elección por métodos no aleatorios de una muestra cuyas características sean similares a las de la población objetivo. En este muestreo la selección la determinó el investigador de modo subjetivo, el mayor inconveniente del método es cuantificar la representatividad de la muestra. Es por tal motivo que para ir segmentando el grupo final de análisis, primero se buscó a empresas que pertenecieran y cotizaran en la Bolsa de Valores de Lima; posteriormente se decidió segmentar el grupo de empresas del sector industrial ya que el Perú es uno de los sectores más representativos; luego y a través del ranking Merco se acotó al Sub-Sector de alimentos y bebidas, para determinar entre las más representativas como se detalló en el párrafo anterior, conformada por 12 empresas y finalmente las seleccionadas



fueron las más representativas en cuanto a liderazgo y representación geográfica dentro del territorio nacional, considerando a la vez el mayor recurso de información y sobre todo a la accesibilidad de sus directivos o funcionarios financieros implicados en los procesos de adquisiciones. Del respectivo análisis, las empresas seleccionadas fueron Alicorp S. A. A., Gloria S.A., Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. e Lindley S.A., que fueron las empresas con las que se empezó a trabajar las entrevistas y posteriormente el análisis de los datos.

### **3.4. Confidencialidad**

Según Hernández et al. (2014) las instrucciones son tan importantes como las preguntas, y es indispensable que sean entendibles para las personas que serán entrevistadas. Asimismo, es necesario explicar el objetivo que se busca y que se garantice la confidencialidad de la información: esto ayuda a ganar la confianza del respondiente. Para la presente investigación, se ha considerado brindar seguridad al entrevistado, mediante la indicación de lo siguiente dentro del formato del cuestionario de la guía de entrevista.:

Introducción:

La presente entrevista tiene como finalidad determinar las principales variables y métodos utilizados para la valorización de empresas dentro del contexto de una adquisición, y asimismo determinar el grado de éxito de la operación.

Características de la entrevista:

La información vertida será únicamente de uso académico, pueden indicar si requiere confidencialidad sobre algunos de los datos brindados.

### **3.5. Instrumentos de medición o métodos para recopilar datos**

#### **3.5.1. Métodos de recolección de información**

*Métodos de investigación.* Para el presente trabajo de investigación se hizo uso del método de entrevista cualitativa, ya que se trata de un método más íntimo, libre y que el

entrevistado exprese sus sentimientos e impresiones (Savin-Baden & Major, 2013; y King & Horrocks, 2010).

Se utilizaron las entrevistas con los responsables financieros (Analistas, Gerentes, Jefes de Área, etc.) de las empresas seleccionadas para cumplir con el objetivo establecido. Las preguntas establecidas están centradas en conocer el problema de estudio que es conocer las buenas prácticas de valorización que aplican estas empresas al momento de realizar un proceso de adquisición.

***Técnicas e instrumentos de recolección de datos.*** Las entrevistas han sido realizadas de manera semi estructurada, previamente elaborada nuestra guía de entrevista que se diseñó con el objeto de recabar información relevante y relacionada a las preguntas de investigación.

Las preguntas que se usaron para medir cada uno de los tópicos fueron determinado en el cuestionario de preguntas mostrado en el Apéndice A.

Como mencionó (Hernández et al., 2014) el entrevistador tuvo la facilidad de poder, en el transcurso de la entrevista, introducir preguntas adicionales, con el fin de conseguir mayor información. Se utilizaron preguntas generales al principio, y se profundizó la información a través de preguntas estructurales y preguntas para ejemplificar los temas, con la finalidad que el entrevistado comente un poco más sobre los sucesos ocurridos al momento de las valorizaciones.

***Validación.*** Para validar el instrumento se contó con el apoyo de un profesional dedicado a consultorías en valorización de la empresa, el economista Sergio Álvarez de la Empresa Ernst and Young, quien hace poco realizó un estudio para la empresa consultora: Descubra las prácticas de valorización y estimación del costo de capital aplicados por los ejecutivos peruanos (Álvarez, Farfán, Rojas, Oliveros & Carrasco, 2017).

Adicionalmente se cuenta con las observaciones hechas por diferentes expertos en la rama de

Finanzas y que han tenido experiencia en el área de Fusiones y Adquisiciones (ver Apéndice C).

### **3.5.2 Procedimiento para la recolección de datos**

**Cuestionario para el Entrevistado.** Las entrevistas se llevaron en aproximadamente 60 minutos, y se gestionó realizar una visita a la empresa, asimismo, se coordinó una entrevista fuera de las instalaciones, o en su defecto se realizó a través de forma virtual. Para ello, se siguieron los siguientes pasos:

1. Las entrevistas se realizaron individualmente.
2. Se realizarán llamadas telefónicas a las empresas en mención para concertar una cita con el Analista, Gerente o jefe del Área Financiera, para realizar la entrevista.
3. La recolección de datos, en algunos casos, fue realizada por el mismo investigador, con la finalidad de contar con buenas relaciones con las empresas en mención.
4. Se generó un archivo en formato Excel para poder trasladar la información de la entrevista.
5. Se depuró la información para su análisis.
6. Se realizó el análisis del contenido.

### **3.6 Análisis e Interpretación de Datos**

Los datos recolectados están basados en el instrumento de medición expuesto en el punto anterior, y fueron analizados e interpretados adecuadamente para que finalmente permitan responder las preguntas de la investigación y concluir coherente y consistentemente este trabajo de investigación. Para realizar el análisis de los datos recolectados, se siguió un proceso sistemático y secuencial: (a) Levantamiento de la información, (b) Transcripción y ordenamiento de la información, (c) Codificación de la información, y (d) Integración de la información (Álvarez-Gayou, 2005; Miles & Huberman, 1994; Rubin & Rubin, 1995).

### **3.6.1. Levantamiento de la información**

El proceso de levantamiento de la información se realizó por medio de entrevistas presenciales y no presenciales (email, vía telefónica), y se utilizó como instrumento para la recolección de datos a la entrevista desarrollada y explicada en una sección anterior. Los registros de la información que se recabaran de forma electrónicos (correos electrónicos, grabación en formato digital).

### **3.6.2. Transcripción y ordenamiento de la información**

La información recolectada, según los lineamientos definidos en el punto anterior, se ordenó sistemáticamente por fuentes de información, por fecha y versión. Para el caso de las grabaciones de las entrevistas se realizó transcripciones literales de los audios, registradas en un formato estándar.

### **3.6.3. Codificación y normalización de la información**

Una vez que se contó con la información ordenada, transcrita y lista para ser analizada, se procedió a realizar la estructuración de la información basada en categorías conceptuales (Rubin & Rubin, 1995). A estas categorías conceptuales se les conoce como códigos, los cuales tienen como objetivo estructurar la información en unidades agrupadas por el mismo criterio, significado o concepto, para facilitar la identificación de los temas y la organización de la información recabada. Para el presente trabajo se ha elaborado un esquema inicial de códigos descriptivos, dentro de los cuales se clasificaron los datos obtenidos en la recolección.

- Metodología de valorización de la empresa target.
- Parámetros Críticos en la metodología de valorización.
- Buenas prácticas de valorización desde el punto de vista de cada entrevistado
- Factores de éxito de una valorización.
- Uso del precio de la acción como métrica de validación de la valorización

- Aciertos del proceso de Adquisición.
- Errores del proceso de Adquisición.

La información se codificó dentro de las categorías mencionadas, en el caso de haber obtenido información que no corresponda a alguna de estas categorías, se omitió, al no considerarse relevante ni comparable, de lo contrario se crea una nueva categoría dentro de la lista. Asimismo, con el objetivo de cuantificar los resultados y de presentarlos gráficamente se normaliza buscando unificar las respuestas codificadas en una unidad conceptual para contabilizarlas y acumularlas.

#### **3.6.4. Integración de la información**

Luego de clasificar y organizar la información en las categorías definidas en el punto anterior, se relacionan e integran las categorías con la finalidad de presentar un reporte estructurado y organizado, que describa de forma coherente y consistente las prácticas de valorización en el proceso de adquisición para las empresas seleccionadas.

#### **3.6.5. Resumen**

El diseño de la presente investigación tiene un enfoque cualitativo y es de tipo descriptiva, dado que se buscó dar a conocer las buenas prácticas de valoración que se han llevado a cabo en algunos procesos de adquisición de empresas peruanas que cotizan en la bolsa de Lima entre los años 2014 al 2017. Se explica que es una investigación cualitativa pues no se parte de alguna hipótesis, basándose en recolección de datos y utilizando como herramienta principal a la técnica de la entrevista; a la vez correspondió a un diseño no experimental pues no se manipuló, estimulo o influenció variable buscando cambio alguno.

Se estableció relevante determinar la muestra usando la técnica del muestreo por conveniencia, no sin antes delimitar grupos y subgrupos para llegar a las empresas que conforman la muestra final a investigar. La población estuvo conformada en primera instancia a las empresas que listan en la bolsa de valores de Lima, posteriormente se filtró el

grupo de empresas del sector industrial ya que en el país es uno de los sectores más representativos; luego y a través del ranking Merco acotamos al Sub-Sector de alimentos y bebidas conformada por 12 empresas, finalmente se consideró a las cuatro s más representativas del grupo. Alicorp S. A. A., Gloria S.A., Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. e Lindley S.A.

Posteriormente a la definición de la muestra a estudiar se desarrolló la recolección de datos a través de una entrevista cualitativa, método más íntimo y libre para el entrevistado. Se utilizaron las entrevistas con los responsables financieros y colaboradores de las empresas seleccionadas. Las preguntas establecidas están centradas en conocer las buenas prácticas de valorización que aplican estas empresas al momento de realizar un proceso de adquisición.

El instrumento de la entrevista es de forma semi estructurada y para su validación se contó con el apoyo de un profesional dedicado a la rama de consultorías en valorización de la empresa, adicionalmente se cuenta con las observaciones hechas por diferentes expertos en finanzas y con experiencia en el área de fusiones y adquisiciones. Para realizar el análisis de los datos recolectados, se siguió un proceso sistemático y secuencial: (a) Levantamiento de la información, (b) transcripción y ordenamiento de la información, (c) codificación de la información, e (d) integración

El proceso de levantamiento de la información se realizó por medio de entrevistas presenciales y no presenciales, con respecto a la transcripción de la información recolectada luego de las grabaciones de las entrevistas se realizó transcripciones literales de los audios para realizar la estructuración de la información basada en códigos, Luego de clasificar y organizar la se relacionaron e integraron las categorías presentando un reporte estructurado y organizado describiendo las prácticas de valorización en el proceso de adquisición para las empresas seleccionadas.

## Capítulo IV: Análisis de Resultados

### 4.1 Perfil de Informantes y Casos de Estudios

#### 4.1.1 Caso Alicorp

**Descripción de las operaciones.** Alicorp S.A.A. es una compañía de consumo masivo, con más presencia a nivel nacional y su desarrollo se basa en que se concentra en tres principales unidades de negocio como se puede apreciar en la Figura 7, lo cual le ha abierto presencia en diferentes países de Latinoamérica, teniendo a nivel mundial exportaciones a 23 países. (Alicorp, 2017)

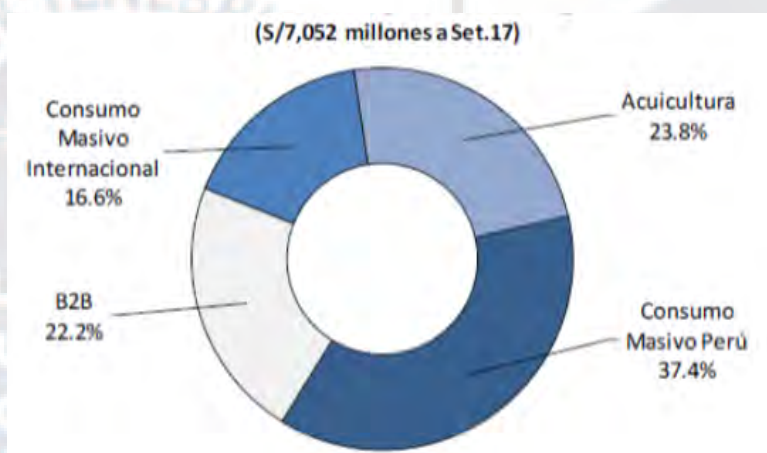


Figura 7. Distribución de ventas por unidad de negocio. Tomado de “Ventas,” por Equilibrium, 2017 (<http://www.equilibrium.com.pe/Alicorp.pdf>).

**Objeto Social.** Alicorp S.A.A. se constituyó en 1956 en Perú inicialmente con la denominación Anderson Clayton & Company la cual en ese momento se dedicaba a la comercialización de aceites y grasas comestible, actualmente se encuentra ubicada en la Av. Argentina N° 4793, Carmen de la Legua-Reynoso, Callao, Perú.

Su objetivo Social está determinado en diferentes rubros de consumo masivo, así como como fabricaciones y distribución de aceites, fideos, salsas, detergentes, cereales. Alicorp S.A.A. es una empresa que cuenta con 1560 accionistas al 31 de diciembre de 2016, en la Tabla 10 podemos observar los principales accionistas, con relación al Directorio



podemos mencionar a los principales representantes de esta empresa entre los que se encuentra Dionisio Romero Paoletti, Calixto Romero Guzman, Manuel Romero Belismelis , así como otros 3 directores independientes (Alicorp , 2016).

Tabla 10

*Principales Accionistas de Alicorp S.A.A.*

Accionistas	% Participación
Birmingham Merchant S.A.	11.04
AFP Integra S.A.	10.54
Grupo Piurano de Inversiones S.A.	7.79
Prima AFP S.A.	8.39
Profuturo AFP S.A.	6.79
Atlantic Security Bank	5.48
Otros	51.59
Total	100.00%

*Nota.* Tomado de “Memoria Anual,” por Alicorp, 2016 .(<https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/reportes-financieros/memoria-anual.html>).

***Análisis de adquisiciones.*** Alicorp para poder mantenerse en competencia en el mercado de Consumo masivo, se apoya en la política de adquisiciones, lo cual es uno de sus principales core, alcanzando durante el periodo 2012 y 2014 un monto de US\$ 430 millones en adquisiciones, entre las que destacan principalmente las compra de Salmofood (Chile), Santa Amalia (Brasil) y la empresa Peruana Global Alimentos (Osores , 2015). A continuación se muestran algunas adquisiciones de los últimos años. (Alicorp, 2014). Como se puede apreciar en la Figura 8, Alicorp ha conseguido comprar importantes empresas latinoamericanas, que le han permitido posicionarse en el mercado, frente a grandes

competidores, y todas estas empresas alineadas a la generación de valor.



Figura 8. Presentación corporativa.

Tomado de “Información financiera,” por Alicorp, 2018 (<https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/reportes/presentaciones741.html>).

#### ***Caso de estudio: Adquisición de Global Alimentos.***

**Reseña histórica.** Con fecha 03 de abril del 2014, se efectuó adquisición de Global Alimentos por parte de Alicorp, siguiendo su estrategia de crecimiento, para concretar su posición de líder en el mercado de cereales y snack. Con esta importante adquisición el Grupo Romero se posicionó mucho más en el mercado de Cereales, dicha compra tuvo una inversión de US\$ 107.7 millones y en una nota de prensa el CEO de la empresa Paolo Sacchi manifestó que con esta adquisición se pretendería incrementar el consumo per cápita de cereales, gracias al portafolio de productos que contaban con precios asequibles para todos los segmentos y tenían un gran valor nutricional (Alicorp, 2014).

#### ***Situación Financiera PRE (Principales Indicadores Financieros 2013).***

**Ventas.** La compañía en el periodo 2010- 2013 ha venido creciendo sostenidamente, es así que en el año 2013 alcanzaron un nivel de ventas de S/.1600 millones cerrando un buen cuarto trimestre (representando un crecimiento de 29%). La influencia de este crecimiento se

dio principalmente por el incremento de las ventas producidas por Pastificio Santa Malia e Industrias Teal, empresas adquiridas en el año 2013. (Alicorp, 2013)

*Utilidad Operativa y Utilidad Neta.* Este indicador (la utilidad operativa) creció principalmente por ingreso de empresas adquiridas en estos últimos años y por su fuerte crecimiento orgánico y por los beneficios obtenidos de las empresas en Brasil debido a una política de beneficios tributarios del Programa REFIS (Alicorp,2013).

La utilidad Neta en el último trimestre creció por los menores gastos financieros y mayores ingresos operativos por los beneficios del programa tributario en Brasil. Dado a un buen crecimiento orgánico e inorgánico la utilidad por Acción creció de S/0.097 en el último trimestre del 2012 a S/.0.215 en el 4T13 como se aprecia en la Figura 9 (Alicorp, 2013).

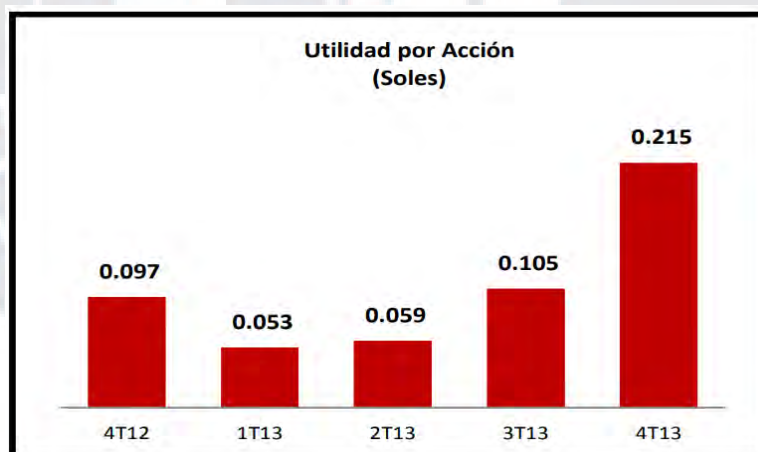


Figura 9. Utilidad por acción al cuarto trimestre 2013.

Tomado de “Nota de prensa,” por Alicorp,2013 ([https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/cms/conference/prensa/4q13\\_nota\\_de\\_prensa\\_esp.pdf9](https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/cms/conference/prensa/4q13_nota_de_prensa_esp.pdf9)).

*Ratios de Liquidez y Endeudamiento.* El ratio de liquidez incremento debido al reperfilamiento de la deuda de corto plazo , como se muestra en la Figura 10 , este ratio incremento de 1.76 en diciembre de 2012 a 1.79 a diciembre de 2013 , al mismo tiempo que incremento el ratio de apalancamiento por mayores deudas financieras . En general se puede indicar que los ratios de endeudamiento se incrementaron principalmente por las recientes adquisiciones (Alicorp, 2013).

Se observa en la Figura 11 en la que muestra la evolución de la Acción en el periodo de 2010 a 2013 , el cual muestra un crecimiento sostenible pasando de 3.41soles por acción en 2010 a 9,35 soles por acción en 2013, debido a la estrategia manejada por la empresa la cual se basa en el posicionamiento del consumo masivo en diferentes países latinoamericanos a través de compras a empresas que añaden valor y que están bien posicionadas en el rubro de cada segmento (cereales , pastas , acuicultura , etc.) , lo que se ve reflejado en el incremento de sus utilidades.

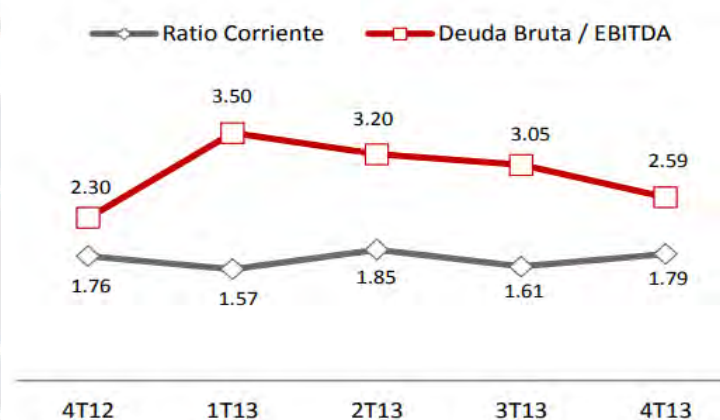


Figura 10. Ratio Corriente y Deuda Bruta/ EBITDA al cuarto trimestre 2013. Tomado de “Nota de prensa,” por Alicorp, 2013 ([https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/cms/conference/prensa/4q13\\_notade\\_prensa\\_esp.pdf](https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/cms/conference/prensa/4q13_notade_prensa_esp.pdf)).

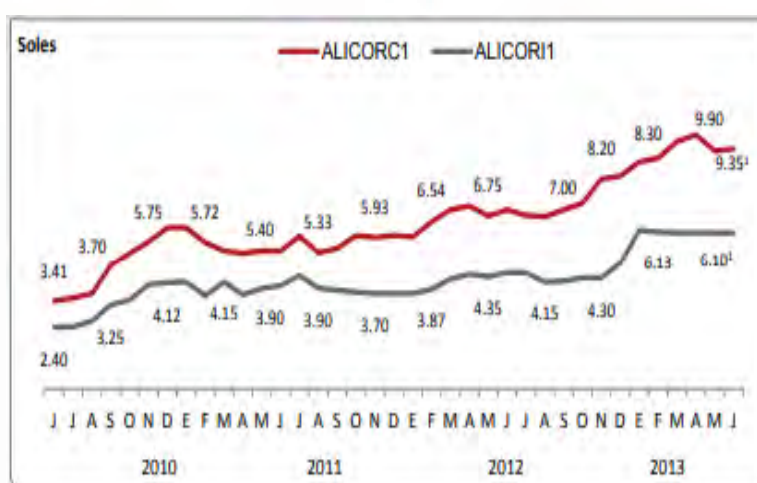


Figura 11. Cotización de la acción. Tomado de “Inversionistas,” por Alicorp, 2013. [http://www.alicorp.com.pe/alicorp/content/inversionistas/pdf/hechos/Alicorp\\_Corporate\\_Presentation\\_2Q13ESP.pdf](http://www.alicorp.com.pe/alicorp/content/inversionistas/pdf/hechos/Alicorp_Corporate_Presentation_2Q13ESP.pdf)

Como se observa en la Tabla 11, la acción Alicorc1 creció en el periodo de 2008 a 2012 un 480.4%, mostrando que las estrategias establecidas en dicho periodo han servido de para que esta empresa siga apostando por este mercado de consumo masivo, consecuencia de este buen desempeño se refleja en otros indicadores como el incremento de la capitalización de mercado, del EBITDA y el ratio PER (Alicorp , 2013).

***Impacto de las adquisiciones en los resultados de Alicorp SAA en el periodo 2013.***

Las utilidades en el periodo 2013 se verían muy influenciadas por las adquisiciones que realizo la compañía, entre estas se encuentra Pastificio Santa Amalia SA e Industrias Teal SA, las cuales incluyeron en el resultado de dicho año S/66 millones y S/5 millones respectivamente. Al igual que las ventas en mayor proporción fueron debido a las operaciones que generó Pastificio Santa Amalia SA (S/506 millones) (Alicorp, 2013).

Tabla 11

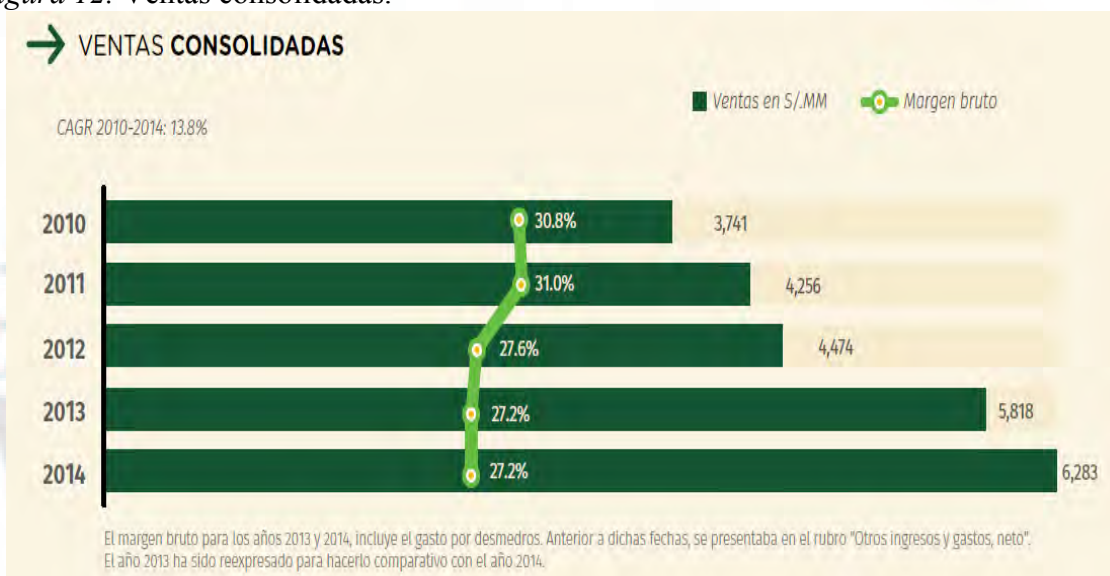
***Principales Indicadores Bursátiles 2009 -2012***

ALICORC1								
Indicadores Bursátiles	2009	2010	2011	2012	2008-2012	2011-2012	1T13	2T13
					%	%		
Precio de la acción (S/.)	2.75	6.3	6	8.3	480.40%	38.30%	9.65	9.28
IGBVL	14,167	23,375	19,473	20,620	192.50%	5.90%	16,050	15,550
Capitalización de mercado (Millones de Dólares)	806	1,900	1,885	2,772	618.10%	46.20%	3,175	2,841
Múltiplos EBITDA	5.12	10.74	10.02	14.71	153.20%	66.20%	17.79	15.44
Volumen promedio diario (us\$)	344,405	479,522	725,103	569,665	241.20%	-21.40%	732,304	987,016
Volumen promedio diario	432,574	336,564	349,040	209,795	2.30%	-39.90%	224,239	278,397
Ratio P/E	10.66	18.92	15.5	20.94	42.10%	18.00%	23.26	29.55

*Nota.* Tomado de "Presentación Corporativa," por Alicorp, 2013 (<https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/reportes-financieros/memoria-anual.html>)

**Situación Financiera POST.** Para el año 2014 la empresa tuvo muchos retos con relación a diferentes indicadores económicos que jugaron en contra de Alicorp SAA , al mencionar los más importantes tenemos a la devaluación de las monedas donde la compañía tiene presencia y una desaceleración del consumo masivo , impactaron en la última línea de resultados , sin embargo las ventas siguieron la tendencia creciente como se muestra en la Figura 12 (Alicorp , 2014).

Figura 12. Ventas consolidadas.



Tomado de "Reporte," por Alicorp, 2014.

([http://reporte2014.grupoalicorp.com/reporte2014\\_alicorp/PDF/Reporte-anual-2014.pdf](http://reporte2014.grupoalicorp.com/reporte2014_alicorp/PDF/Reporte-anual-2014.pdf)).

Con respecto a la utilidad bruta , el impacto de mayores ventas en el segmento de pastas , aceites domésticos , detergentes , galletas , salsas , fueron las más importantes para poder generar un mayor resultado en 2014 , con respecto al 2013 hubo un aumento de 8.3% de la utilidad , obteniendo en 2014 un monto de S/1,711,707 , frente a los S/1'580,631 del año 2013. Así como por la utilidad bruta generada de la compra Global Alimentos SAC. Lamentablemente el buen desempeño de la utilidad neta no tuvo buenas noticias, como se muestra en la Figura 13 disminuyó, debido a los mayores gastos financieros, que se incrementaron en 26.3% por la compra de Global Alimentos SAA., y por los gastos de ventas y administrativos que crecieron en un 14.7% (Alicorp, 2014).



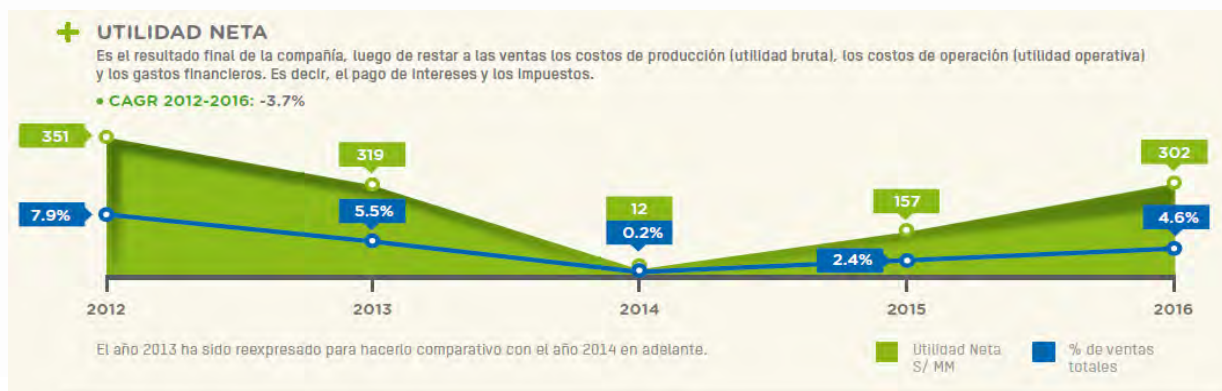


Figura 13. Utilidad neta.

Tomado de "Reporte," por Alicorp, 2014

([http://reporte2014.grupoalicorp.com/reporte2014\\_alicorp/PDF/Reporte-anual-2014.pdf](http://reporte2014.grupoalicorp.com/reporte2014_alicorp/PDF/Reporte-anual-2014.pdf)).

Los gastos financieros así como los gastos administrativos que representaron llevar a cabo la compra de Global Alimentos repercutió en los resultados de Alicorp SAA, como se muestra en la siguiente Figura 14. En líneas generales vemos que el precio de la acción de la compañía en el 2014 disminuyó (ver Figura 15) debido a los resultados decepcionantes que se obtuvieron en el 2014, el resultado no fue del agrado del mercado ocasionando que dicha acción cayera, y esto se debió a diferentes factores entre los que podemos mencionar: La desaceleración económica, el impacto del tipo de cambio (depreciación de la moneda local), y la mayor sobrecarga de gastos financieros y administrativos. (Semana Económica, 2015a)



Figura 14. Gastos operativos.

Tomado de "Reporte," Alicorp, 2014.

([http://reporte2014.grupoalicorp.com/reporte2014\\_alicorp/PDF/Reporte-anual-2014.pdf](http://reporte2014.grupoalicorp.com/reporte2014_alicorp/PDF/Reporte-anual-2014.pdf)).



Para el 2015 la empresa ha tenido resultados negativos, ya que durante el primer trimestre la utilidad neta cayó en 65% versus el año 2014, y en el segundo trimestre cayó 90% interanual. La meta de la compañía es ir poco a poco reduciendo su nivel de apalancamiento, ya que en los primeros meses de mismo año la calificación crediticia fue bajada. (Semana Económica, 2015b). El nuevo CFO de la empresa Pedro malo, tomo cartas en el asunto, y consideró nuevas estrategias para poder mejorar los indicadores financieros, reducción de la exposición al tipo de cambio, generar una caja saludable, y reducir el pago de intereses (refinanciación de los préstamos a corto plazo). En relación a la exposición Alicorp ha decidido realizar un plan de recompra de bonos por \$300 millones de sus bonos que se emitieron en 2013, con lo que reduciría su deuda en dólares. (Semana Económica ,2015c). Para inicios del 2016 la empresa de calificación Fitch, elevó la calificación de Alicorp de negativa a estable, debido a todas las acciones operaciones que se implementaron en el último trimestre del 2015 (Semana Económica, 2016).



Figura 15. Utilidad por acción y cotización bursátil (Soles).

Tomado de "Reporte," Alicorp, 2014.

([http://reporte2014.grupoalicorp.com/reportes2014\\_alicorp/PDF/Reporte-anual-2014.pdf](http://reporte2014.grupoalicorp.com/reportes2014_alicorp/PDF/Reporte-anual-2014.pdf)).

**Análisis del proceso.** Como se mostró los indicadores Financieros han tenido un antes y un después del 2014, ya que hasta el 2013 la empresa venía creciendo debido a su fuerte posicionamiento, su estrategia de adquisiciones, generación de nuevas marcas y enfocado tanto en su crecimiento orgánico como inorgánico. Sabiendo que siempre hay externalidades que puedan afectar sus resultados, siempre ha tenido resultados positivos, hasta antes del 2014, sin embargo en dicho año empezaron los problemas y a pesar de que realizaron nuevas adquisiciones como la compra de Global Alimentos, entre otras, no pudieron hacer nada ante los errores cometidos debido al incremento de gastos financieros al emitir en el 2013 deuda internacional en dólares, lo que le origino problemas de tipo de cambio, adicionando la contracción de consumo interno.

La acción disminuyó debido a que la empresa empezaba a tener menores resultados y no daba muestras de mejoras, es por esto que en el año 2014 hubo una reducción considerable de dicho precio de la acción, lo que dio luz a que la calificadora Fitch reduzca su calificación a negativa debido a que sus niveles de endeudamiento estaban originando malos resultados en diferentes variables y en especial en la utilidad neta.

Posteriormente se hicieron cambios internos, y la nueva directiva tomo medidas con relación al problema principal que era mejorar los indicadores de endeudamiento, reperfilando la deuda, recomprando bonos internacionales y refinanciado deudas de corto plazo, lo que origino que empresas calificadoras internacionales, mejoraran su calificación de negativa a estable para el año 2015 y 2016. Por lo que se puede concluir que las políticas económicas en un país, así como errores internos de una empresa, pueden traer como consecuencia resultados negativos, sin importar que tan buena sea una adquisición, siempre estarán como impactos principales variables como el tipo de cambio, la situación de un país donde opera y el precio de las materias primas.

#### **4.1.2 Caso Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.**

**Descripción de las operaciones.** La Cervecería Backus es la principal empresa proveedora de cerveza en el Perú con sus 5 plantas abastecedoras tanto en la costa norte con su planta de Chiclayo, en la costa central con su planta en Lima, al sur con su planta en Arequipa, en la sierra con su planta en Cuzco y la planta de malta ubicada en Ñaña. En la selva se encuentra la planta de Pucallpa, donde opera su subsidiaria la Cervecería San Juan.

**Objeto social.** Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston con domicilio legal Domicilio legal: Nicolás Ayllón 3986 Ate Lima, se dedica a la elaboración, envasado, venta, distribución y toda clase de negocios que se relacione con cervezas, gaseosas y agua mineral. Invierte en la adquisición y fusión con empresas locales y extranjeras, la explotación de predios rústicos; Dentro de su principal giro la venta, industrialización, conservación, comercialización y exportación de productos agrícolas; también la prestación de servicios de asesoría relacionados con sus actividades.

#### **Caso de Estudio: Adquisición de Backus.**

**Reseña histórica** .La empresa británica y dueña de Backus, SABMiller, acordó una oferta por \$109.4 mil millones por parte de la empresa belga-brasileña AB Inbev.La operación comercial entre ambas empresas involucra la compra de cada acción de SABMiller por 44 libras esterlinas y así se crea la mayor compañía de este rubro debido a que tendrá la capacidad para fabricar aproximadamente un tercio de la cerveza consumida en el mundo. La empresa ha reorganizado su estructura tras la compra. Los cambios están en línea con la cultura lean de AB InBev. La organización se convirtió en una estructura más horizontal, con pocos niveles jerárquicos y claros liderazgos.

**Situación Financiera PRE.** La Tabla 12, presenta la evolución y el valor promedio trimestral de las acciones de Unión De Cervecerías Peruanas Backus Y Johnston S.A.A. entre los años 2014 y el 2018.

*Clasificación de riesgo según FitchRatings.* Apoyo & asociados internacionales s.a.c. clasificadora de riesgo, acordó la siguiente clasificación de riesgo como se muestra en la Tabla 13, para los instrumentos de la empresa Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. (Apoyo & Asociado, 2017).

Definiciones: CATEGORÍA 1a (pe): Acciones que presentan una muy buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor.

Tabla 12

*Valor Promedio de la Acción del 2014 al 2018*

Periodos		Promedio de Valor Acción (Soles)
2014	Trim.1	128.04
	Trim.2	124.19
	Trim.3	122.29
	Trim.4	120.11
2015	Trim.1	124.36
	Trim.2	123.02
	Trim.3	124.40
	Trim.4	127.87
2016	Trim.1	129.24
	Trim.2	139.52
	Trim.3	171.27
	Trim.4	175.00
2017	Trim.1	195.52
	Trim.2	280.33
	Trim.3	278.00
	Trim.4	239.60
2018	Trim.1	237.49

Nota. Tomado de "Histórico de cotizaciones Abril 2018", por BVL .2018.  
([http://www.bvl.com.pe/inf\\_cotizaciones21802\\_QkFDS1VBQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones21802_QkFDS1VBQzE.html))

*Fundamentos.* La clasificadora Apoyo & Asociado en su segundo reporte semestral de año 2017 indicó que los fundamentos de la clasificación otorgada a las acciones de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston (en adelante UCPBJ o Backus) se basa en la consistente posición financiera de la empresa, la sólida generación de flujo de efectivo y la

posición de liderazgo que ha mantenido históricamente en el mercado cervecero peruano. Los principales indicadores de Backus en los últimos años son (Apoyo & Asociado, 2017):

1. Incremento de la participación de las marcas de mayor valor dentro de su portafolio.
2. Eficiente gestión de costos que le otorgan economías de escala.
3. Adopción de políticas y estrategias comerciales alineados a los objetivos estratégicos corporativos.
4. Lanzamiento de nuevos productos y la introducción de nuevos formatos.

Tabla 13

*Clasificación de Riesgo*

Instrumento	Clasificación
Acciones Comunes	Clase A Categoría 1a (pe)
Acciones Comunes Preferenciales	Clase B Categoría 1a (pe)
Acciones de Inversión	Categoría 1a (pe)

*Nota.* Tomado de “Informe Semestral 2017”, por Apoyo & Asociados .2017. (<http://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2017/12/Backus-jun-17.pdf>).

Desde octubre 2016, Backus pertenece al Grupo AB Inbev (adquisición de SABMiller), empresa cervecera líder a nivel mundial con presencia en cinco continentes, el cual le concede asesoría operativa y de gestión comercial y administrativa. Las principales fortalezas de Backus se encuentran representadas en el bajo nivel de endeudamiento, el diversificado portafolio de productos, la amplia red de distribución y el fuerte reconocimiento y lealtad del público hacia sus principales marcas. Backus mantiene el liderazgo en su principal producto, la cerveza, con una participación de mercado promedio, durante el primer semestre del 2017, de 96.2% a nivel individual (95.4% en el 2016) (Backus, 2016).

**Situación Financiera POST** .Backus continuaría liderando el sector toda vez que las barreras de entrada son elevadas, más aún si se toma en cuenta el desempeño a nivel consolidado del Grupo (UCPBJ + San Juan) y las sinergias esperadas con las empresas vinculadas a su grupo controlador a nivel local. El sector cervecero peruano presenta potencial de crecimiento, debido al consumo per cápita comparado con otros países de la región.

La demanda tiene una alta correlación con el consumo y por tanto con el crecimiento de la economía peruana. Entre los riesgos que enfrenta Backus, destaca la sensibilidad de la demanda de sus productos respecto del precio, al no ser considerados bienes de primera necesidad. Asimismo, las ventas de cerveza podrían encontrarse expuestas a cambios regulatorios como modificaciones al ISC y/o a la comercialización. Igualmente, los cambios climáticos podrían afectar los niveles de consumo.

Situación en Bolsa de Valores de Lima

Fecha: 08/02/2018

Nro. Acciones en circulación: 76' 046,495

Valor Nominal: S/ 10.00

Capitalización: S/ 18, 019' 977,455.20

En la presente tabla 15 se compara los principales indicadores de performance de la empresa durante los periodos 2012 al 2017 (hasta junio real + proyectado), la información ha sido procesada con la información extraída de las memorias ingresadas a la plataforma de la Bolsa de Valore de Lima y el último informe semestral de Apoyo & Asociados para la empresa Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. (Apoyo & Asociados, 2017)

Se puede identificar que el periodo 2015 exhibe los mejores resultados durante intervalo de análisis, siendo el Ebitda el indicador con mayor crecimiento. El año 2016 en



donde se realiza el cambio de la matriz de SAB Miller a ABInBev, se aprecia un crecimiento de 3% en ingresos a comparación del año interior, sin embargo, se obtiene una pérdida en el Ebitda de cerca del 16%, situación que se contrapone al crecimiento de la acción en los mismos periodos según se puede apreciar en la Tabla 14. La respuesta a esta situación se encuentra en la posición de liderazgo en la participación comercial local y global que hoy ostenta la empresa, asimismo del reconocimiento de sus principales marcas, su capacidad de compras a escala y sistemas de distribución que enlazan todo el territorio nacional.(Backus, 2018).

Tabla 14

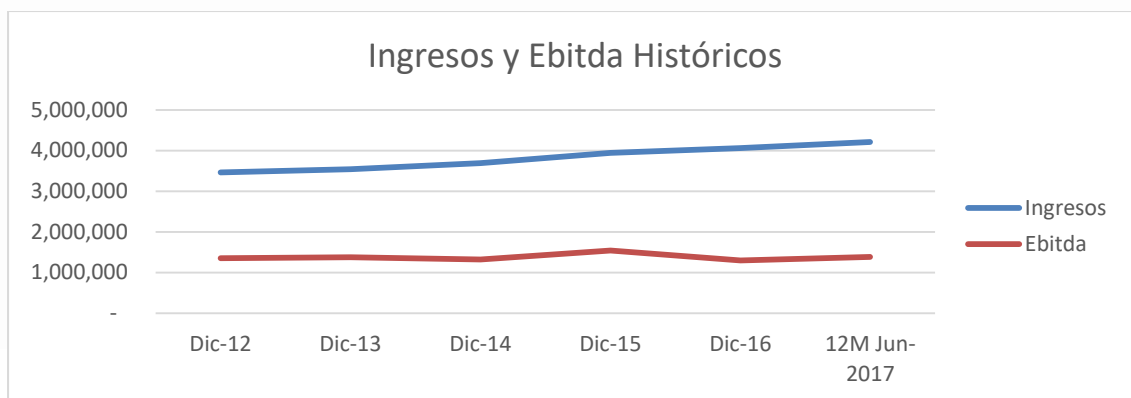
*Situación Financiera Pre y Post Fusión*

Indicadores	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Cambio Casa matriz de SAB Miller a ABInBev		12M Jun-2017
				Acuerdo de fusión entre AB InBev y SABMiller	Dic-15	
Ingresos	3,467,170	3,541,413	3,692,280	3,947,443	4,065,717	4,209,663
Ebitda	1,352,924	1,379,611	1,324,725	1,546,186	1,302,299	1,388,830
Ebitda %	39%	39%	36%	39%	32%	33%
Utilidad operativa	1,155,279	1,168,117	1,103,337	1,315,954	1,031,907	1,117,600
Flujo de caja operativo	1,113,259	913,846	1,024,147	1,387,634	1,303,948	1,002,157
Deuda Financiera Total	249,094	436,211	475,058	375,789	269,553	258,038
Patrimonio Neto	1,805,056	1,821,866	1,879,034	1,946,556	1,797,334	1,917,041

*Nota.* Tomado de “Informe Semestral 2017”, por Apoyo & Asociados .2017. (<http://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2017/12/Backus-jun-17.pdf>)

**Análisis del proceso.** Como se puede apreciar en la Figura 16 de la Evolución comparativa histórica de Ingresos y Ebitda, muestra que el crecimiento por ventas de se ha mantenido constante a lo largo de los años de la investigación, manteniendo en cada periodo crecimiento contra los años anteriores, sin duda es el resultado de una estrategia comercial eficiente y muy agresiva de captación de mercado.

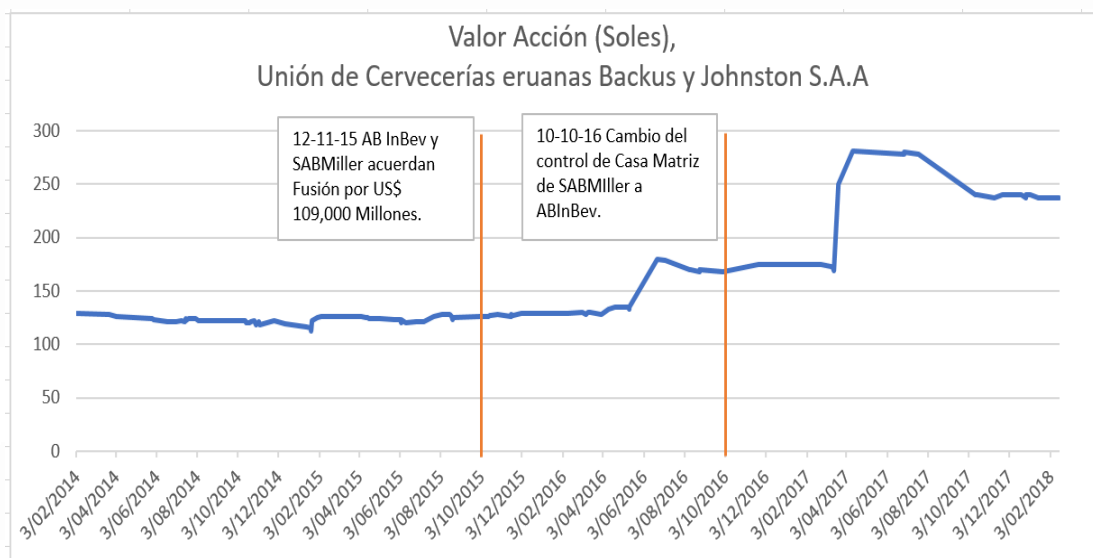




*Figura 16.* Evolución comparativa histórica de Ingresos y Ebitda, 2018. Tomado de Backus, 2017 (<http://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2017/12/Backus-jun-17.pdf>).

Mientras tanto el Ebitda permanece estable aún con mayores ingresos por ventas, Con relación al estado de resultados, Backus incrementó sus ingresos brutos en 3% sin embargo los costos de ventas crecieron 5.3% y los gastos operacionales aumentaron en 41.5%, el resultado operativo disminuyó en 35.5% a diferencia de año anterior (Backus, 2018).

En el análisis se observa que durante el 2014 y el cuarto trimestre del 2015 el valor de las acciones mantenían grados de estabilidad importantes y con pequeñas fluctuaciones derivadas de las estrategias comerciales en busca de consolidar su posición en el mercado, sin embargo a partir de la comunicación de la compra Fusión entre la empresa AB Inbev y SAB Miller el 12 de noviembre del 2015 (como se aprecia en la Figura 17), el valor de la acción en la bolsa de valores de Lima empieza a dinamizarse, hasta llegar al punto máximo de S/280.33 el 12 de abril del 2017. La consolidación de la nueva base del valor de la acción se generó a partir del anuncio del cambio de matriz en Backus y el cambio del presidente del directorio y Gerencia General con fecha al 10 de octubre del 2016 (Apoyo & Asociados, 2017).



*Figura 17. Evolución de la acción de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston., 2018*

Tomado de “Cotizaciones,” por BVL, 2018

([http://www.bvl.com.pe/inf\\_cotizaciones21802\\_QkFDS1VBQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones21802_QkFDS1VBQzE.html)).

#### 4.1.3 Caso Gloria

**Descripción de las Operaciones.** Gloria S.A, ahora Leche Gloria S.A., es una empresa que integra el grupo Gloria, siendo el principal accionista Gloria Foods – Jorb S.A, quien también forma parte del grupo. Uno de los principales conglomerados industriales de capital peruano y con presencia en otros países como Bolivia, Colombia, Ecuador, Argentina y Puerto Rico. Distribuido en 4 divisiones de negocio en el grupo (a) Alimenticio (b) Cementero (c) Agroindustrial y (d) Cajas y Empaques.

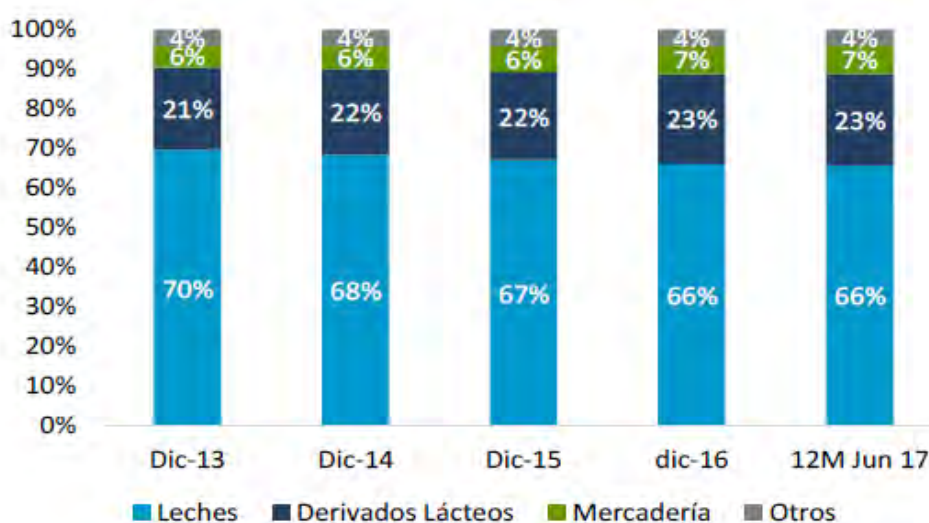
Gloria presenta tres líneas de negocios:

1. lácteos (leche evaporada, fresca y en polvo).
2. derivados lácteos (yogures, quesos, mantequilla, crema de leche, manjar, leche condensada).
3. Otros productos (jugos, refrescos, mermeladas, panetones, compotas, conservas de pescado).

Gloria Cuenta con cinco plantas industriales dos en Arequipa, una en Lima, una en Trujillo y otra en Cajamarca, a su vez cuenta con una red de 23 centros de acopio

conjuntamente con aproximadamente 16 mil proveedores. A pesar de contar con una amplia base de proveedores el precio promedio de la leche cruda viene incrementándose en los últimos años, generando un mayor costo. Por otro lado, se cubre el desabastecimiento de leche fresca mediante importación de leche en polvo, para cubrir el déficit. En cuanto a la composición de los ingresos como se puede apreciar en la Figura 18, la leche evaporada se mantiene como el principal producto de la empresa, representando 55.6% de los ingresos generados en los doce últimos meses hasta junio 2017.

**Objeto Social.** La nueva denominación social desde el nueve de febrero del 2018, es Leche Gloria Sociedad Anónima, es una empresa que se dedica a preparar, envasar, manufacturar, comprar, vender, importar, exportar y comercializar toda clase de productos y derivados lácteos, productos alimenticios compuestos por frutas, legumbres y hortalizas, aceites y grasas a partir de sustancias animales y vegetales, productos cárnicos, elaboración y conservación de pescado y de productos de pescado, y toda clase de productos alimenticios, jugos y bebidas en general. En el ámbito de los negocios, puede prestar servicios de dirección estratégica, operativa, gestión administrativa y asesoría integral a terceras personas. Tiene más del 75% del mercado local entre todos sus productos lácteos.



*Figura 18.* Distribución de los Ingresos por líneas de negocio en Gloria. 2017. Tomado de “Contenidos,” por aai.com, 2017 <http://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2017>

El capital social es de S/ 382' 502,106 representado por igual número de acciones comunes de valor nominal de S/ 1.00 Sol, cada una.

Directorio:

Período: 2016 - 2018

Nombre	Cargo
Jorge Columbo Rodríguez Rodríguez	Presidente del Directorio
Vito Modesto Rodríguez Rodríguez	Vicepresidente
Claudio José Rodríguez Huaco	Director

Gerente General:

Nombre	Cargo
Jorge Columbo Rodríguez Rodríguez	Gerente General

#### ***Caso de Estudio: Adquisición de Agroindustrial Casa Grande S.A.A***

***Reseña Histórica.*** Es una empresa dedicada a la siembra y procesamiento de la caña de azúcar, así como la comercialización de sus productos derivados de la caña, principalmente como el azúcar, melaza alcohol y bagazo, ubicado en la región La Libertad. Esta gran industria azucarera forma parte del grupo Gloria desde el 25 enero del 2006 al transferirse el 31.36% de las acciones de la empresa Agroindustrial Casa Grande a la Corporación Azucarera del Perú S.A. (Coazucar) a través de una OPA, haciéndose finalmente del 57.09% del total de acciones.

***Situación Financiera Pre.*** Coazucar es a su vez la empresa holding del grupo Gloria que controla otras agrícolas de la región La Libertad y la región Ancash. En junio del año 2014 el grupo Gloria ya con 59.39%, evidente accionista mayoritario de Casa Grande, adquirió nuevamente acciones incrementando su participación a 60.036%, nuevamente a través de una Opa generada por Casa Grande y en cumplimiento del reglamento de oferta pública de adquisición por incrementar su participación en más de 60%

En relación al valor de la acción para una empresa que cotiza en bolsa también es influido por la liquidez y en el caso de Gloria así como muchas empresas que cotizan en la bolsa de valores de Lima, casi no se negocian, siendo este el factor principal para darle liquidez a una acción, es decir, que a través de la frecuencia y el volumen de la negociación de una acción se ve reflejada la oferta y demanda que finalmente se ve regulada con un precio sensible en el mercado ante cualquier hecho de importancia.

**Situación Financiera Post.** Desde el día del anuncio de la adquisición en mayo 2014, el precio de la acción tuvo una ligera alza y en la última semana del mismo mes se mantuvo sin variación alguna, se presentaron pequeñas fluctuaciones durante las siguientes semanas sin embargo esta se niveló con el tiempo y a posteriori baja ligeramente hasta el final del año 2014 con una tendencia a la baja para el siguiente año. El valor de la acción para una empresa que cotiza en bolsa también es influido por la liquidez y en el caso de Gloria así como muchas de nuestra bolsa de valores de Lima, casi no se negocian, siendo el factor principal para darle liquidez a una acción, es decir, que a través de la frecuencia y el volumen de la negociación de una acción se ve reflejada la oferta y demanda que finalmente se ve regulada con un precio sensible en el mercado ante cualquier hecho de importancia. Apreciaremos a continuación otra estructura donde nos resumen la evolución del precio de la acción en periodos de trimestres dentro de horizonte de tiempo en los años de estudio y donde tenemos claramente el precio de la acción a la baja en todo el periodo con respecto al año 2014.

La Tabla 15 presenta la evolución y el valor promedio trimestral de las acciones de Gloria SA. entre los años 2014 y el 2017. En el análisis se observa que durante todo el periodo 2014 y el primer trimestre del 2015 obtuvieron las cotizaciones más altas del histórico.



Figura 19. Valor promedio de la acción entre los años 2014 al 2017.

Tabla 15

*Evolución y el Valor Promedio Trimestral de las Acciones de Gloria*

Periodos		Promedio de Valor Acción (Soles)
<b>2014</b>	Trim. 1	10.94
	Trim. 2	10.13
	Trim. 3	10.20
	Trim. 4	10.27
<b>2015</b>	Trim. 1	9.65
	Trim. 2	8.14
	Trim. 3	6.92
	Trim. 4	5.85
<b>2016</b>	Trim. 1	5.94
	Trim. 2	5.97
	Trim. 3	6.37
	Trim. 4	6.86
<b>2017</b>	Trim. 1	6.64
	Trim. 2	6.46
	Trim. 3	6.36
	Trim. 4	6.70

Tomado de "Cotizaciones," por Bolsa de Valores de Lima  
([http://www.bvl.com.pe/inf\\_cotizaciones21802\\_QkFDS1VBQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones21802_QkFDS1VBQzE.html)).

**Análisis del Proceso.** Como evidencia tenemos que el precio de la acción no refleja el impacto del proceso de adquisición, pues el precio promedio se mantuvo durante el mismo año de ocurrido la adquisición y con una situación adversa para el año siguiente del evento. Es por tal motivo que recurrimos a otros indicadores que validen una correcta práctica realizada en la valorización reflejados como resultados favorables, es por tal que se analizará los resultados de algunos indicadores principales a continuación.



Tabla 16

*Principales Indicadores Financieros de Gloria Periodo 2013 - 2016*

Indicadores	Dic 13	Dic 14	Dic 15	Dic 16
Ingresos	3'036,935	3'347,445	3'519,762	3'534,533
Ebitda	462,731	405,785	346,528	441,176
Ebitda %	15.20%	12.10%	9.80%	12.50%
Utilidad Operativa	399,403	339,610	346,528	363,329
Flujo de caja operativo	300,463	64,113	432,334	372,831
Deuda Financiera Total	416,716	642,977	752,202	835,345
Patrimonio Neto	1'450,481	1'543,860	1'601,004	1'596,562

Nota. Tomado de "Informe Semestral 2016", por Gloria .2016. (<http://www.gloria.com.pe>)

Se puede apreciar en la Tabla 16 en el periodo 2016, si se obtuvieron mejores resultados con respecto a los últimos años, básicamente reflejados en el resultado del valor del Ebitda. Se puede apreciar que en el periodo 2013 y 2014, se obtuvieron los mejores resultados con respecto a los últimos años, aunque debemos de rescatar que el año 2017 se aprecia un menor ingreso por ventas pero se obtuvo una mejor utilidad operativa.

#### 4.1.4 Caso Lindley

**Descripción de las operaciones.** Corporación Lindley es una embotelladora y distribuidora exclusiva de las marcas de The Coca Cola Company en Perú. Cuenta con una trayectoria de más de 106 años en el Perú, ha sido también creadora de la marca Inca Kola. Desde el año 2015 integró sus operaciones con la embotelladora Arca Continental, que es la segunda embotelladora más importante en América Latina.

**Objeto Social.** La denominación social es Corporación Lindley S.A. Inscrita en la partida electrónica N° 11010787 de las oficinas de Lima de SUNARP, estando comprendida su actividad económica en la clasificación 1554 del CIUU.



### **Caso de Estudio: Adquisición por Arca Continental.**

**Reseña histórica.** En setiembre del 2015, la corporación Lindley vendió 47.52% de sus acciones por US\$760 millones en efectivo a la compañía mexicana Arca Continental.

**Situación Financiera PRE.** Arca Continental se encontraba mostrando un crecimiento en los primeros trimestres del 2015, de en promedio un 15% sobre un año anterior. Por su parte Lindley, presentaba una calificación crediticia de BB+ antes del proceso de adquisición.

**Situación Financiera POST.** El día del anuncio de la adquisición, el precio de la acción reportó una ligera alza como se aprecia en la Figura 20, sin embargo esta se niveló automáticamente conforme pasaron los días.



**Figura 20.** Cotización de la acción de Arca Continental el día del anuncio de la adquisición de Corporación Lindley.

Tomado de Yahoo Finance.

Tal como se puede mostrar en la Figura 21, el precio de la acción no reflejó la calidad del proceso de adquisición, asimismo, tal como se puede ver en el gráfico en los siguientes días después del anuncio el precio de la acción seguía en tendencia a la baja. Hacia finales del mes de octubre, se nota una mejora del precio de la acción, cuya tendencia se corrige hacia la alza. La percepción del mercado empieza a mejorar con el paso de los días y esto se

consolida con el importante anuncio de la clasificadora de riesgos FITCH, quién le otorgó una “A” más a Arca Continental. A fines del 2015, en diciembre, Standard & Poors cambiaron la clasificación de riesgos de Corporación Lindley, de BB+ a BBB.

La expectativa de las clasificadoras de riesgos es que las sinergias de ambas compañías se iban a ver reflejadas en una mejor salud financiera respecto a los niveles de endeudamiento de Lindley, y el incremento de las ventas y la presencia internacional de Arca Continental. Esto se corroboró en el informe financiero del último semestre del 2015, donde Arca Continental reportó un crecimiento del 38.5% en las ventas del último trimestre, el cual es explicado en un 20.8% por las ventas realizadas por Corporación Lindley, asimismo el volumen de ventas de Arca Continental creció en 28.6%, sin embargo, el 23.4% es por las ventas de Corporación Lindley.



*Figura 21.* Crecimiento del precio de la acción a partir de mediados de octubre. Tomado de Yahoo Finance.

**Análisis del proceso.** Las expectativas de las clasificadoras de Riesgos anticiparon una operación exitosa. El precio de la acción no reflejó inmediatamente la expectativa del mercado, sino hasta que los fundamentos de la organización se fueron consolidando y fueron apoyados por el cambio en la clasificación de riesgos que ambas obtuvieron. Esto se puede evidenciar en la tendencia a la alza del precio de la acción (ver Figura 22).



*Figura 22.* Desde el último trimestre del 2015 se puede ver un crecimiento notable del precio de la acción hasta mediados del 2016. Tomado de Yahoo Finance.

## 4.2 Análisis de Resultados

### 4.2.1 Recolección de datos

Según la metodología definida en el capítulo III del presente trabajo de investigación, para la recolección de datos se realizaron entrevistas (Ver Anexo G) a los informantes de las empresas seleccionadas.

### 4.2.2 Codificación

De acuerdo a la metodología definida en el capítulo III del presente trabajo de investigación, se han estructurado los hallazgos de acuerdo a las categorías predefinidas:

(a) Metodología de Valorización, (b) factores relevantes para la adquisición de una empresa, (c) factores de validación del éxito de una valorización. Previamente la información levantada a través de las entrevistas y audios, se han transcrito y normalizado con la finalidad de que la información provista sea coherente y consistente con el objetivo de cada pregunta.

En el Anexo D se puede observar los datos recolectados, los cuales posteriormente son depurados y se codifican según las categorías diseñadas en el capítulo III.

### 4.2.3 Normalización

Los datos recolectados, depurados y codificados se normalizaron en unidades conceptuales a fin de agruparlos, compararlos y presentarlos gráficamente. En la Anexo E se presenta la normalización de los datos codificados.

## 4.3 Presentación e Interpretación de Resultados

### 4.3.1 Resultados sobre la Metodología de Valorización

*Metodologías de valorización Usadas.* De las 4 personas entrevistadas pertenecientes a las empresas seleccionadas para este trabajo de investigación, todas indicaron que usan la Metodología de Valorización de Flujos Descontados (Discounted Cash Flow) como metodología principal, así mismo indicaron que utilizan más de una metodología de valorización para aproximar el valor de la empresa a adquirir. Con la finalidad de contrastar el valor obtenido, se utilizan otras metodologías para “triangular” el valor. Respecto a estas metodologías, que según indicaron los entrevistados, son complementarias para validar el valor obtenido con la metodología DCF, se tiene una notable inclinación a las metodologías de múltiplos (EBITDA, Ventas, etc), ya sea múltiplos de empresas comparables o de transacciones comparables. Estos hallazgos fueron corroborados en entrevistas con otros 7 expertos quienes corroboraron la tendencia del uso de ambas metodologías (múltiplo de empresas similares y transacciones similares), en total fueron 8 y 6 de los 11 entrevistados, entre expertos y empresas de la investigación, que coincidieron en ambas metodologías. Así mismo, dos de los entrevistados, sugirieron otras metodologías de valorización que también han utilizado durante su trayectoria en procesos de adquisición.

*Parámetros más importantes dentro de la valorización.* Siendo la metodología de valorización más utilizada la del descuento de flujos (DCF), los parámetros más importantes según los entrevistados de las empresas seleccionadas fueron la calidad de los inputs o drivers de valor que se utilizan para la construcción del modelo de valorización, así mismo, y como

consecuencia de éstos, la calidad de la proyección de flujos es considerado por dos de las cuatro empresas, como un parámetro importante de la valorización. Por otra parte, en las entrevistas que se hicieron a otros cuatro expertos de valorización, indican a la tasa de descuento como el parámetro más importante para la valorización, incluso es considerado por uno de los expertos como uno de los principales focos de error en la valorización al no tener cuidado en el cálculo de la tasa de descuento teniendo en cuenta el ajuste por inflación.

***Sobre el cálculo de la Tasa de Descuento.*** Siendo la tasa de descuento, en base a la opinión de los expertos entrevistados, uno de los parámetros más importantes en la aplicación de la valorización según la metodología de Flujos Descontados (DCF), se consultó a las empresas entrevistadas sobre las consideraciones técnicas respecto a ciertos parámetros del cálculo de la tasa de descuento. Las preguntas realizadas apuntaron a conocer el cálculo de la tasa libre de riesgo, el beta y la prima de riesgo de mercado que son usados en el modelo CAPM para calcular la rentabilidad exigida por los accionistas y que servirá para costear el capital de la empresa y de esta forma tener, poder calcular luego la tasa de descuento que será usado para la valorización. Sobre la tasa libre de riesgo, la mayoría de empresas entrevistadas, tres de cuatro, coinciden en usar a la T-Bond a 10 años como tasa libre de riesgo, esto porque al ser de largo plazo no es afectada por externalidades de corto plazo, sin embargo, los dos expertos entrevistados sobre este punto indicaron usar la T-Bill y uno de ellos agregó el uso de la rentabilidad de títulos de valores de renta pública. Respecto al cálculo del beta, del total de los diez entrevistados, las cuatro empresas y seis expertos de valorización, cinco de ellos indicaron que realizan el cálculo a partir de la volatilidad de los activos o de la acción de la empresa, respecto a la volatilidad del índice bursátil IGBVL, para esto realizan el cálculo de la covarianza entre el retorno de la acción y el índice de la bolsa, todo dividido entre la varianza de la bolsa. A demás, dos de los entrevistados indicaron el uso del beta desapalancado de Damodarán y otros dos indicaron el uso del cálculo del beta

haciendo uso de la regresión del rendimiento de activos frente al índice IGBVL. Sobre el cálculo de la prima de riesgo de mercado si no hubo consenso entre los cuatro entrevistados, pues indicaron usar la multiplicación de la volatilidad del índice IGBVL por la volatilidad del mercado americano, el consenso de especialistas, la TIR de una bolsa con un índice sin riesgo, la fórmula de Gordon Saphiro y la diferencia entre la rentabilidad histórica de la bolsa y la rentabilidad de la bolsa de renta fija.

***Aciertos del proceso de valorización.*** Respecto a este punto hubo consenso por la mayoría de las empresas entrevistadas. Indicaron que contar con conocimiento del negocio y operativo son los principales aciertos en un proceso de valorización. La mitad de los entrevistados indica que el conocimiento técnico para el uso de las herramientas financieras y la metodología de valorización, y la profundidad y disponibilidad de la información de la empresa a valorizarse, son primordiales para acertar en la aproximación del valor de la empresa, sólo uno de los entrevistados asegura que la valorización del management o de la influencia de los responsables a cargo de la gestión de la empresa a adquirirse.

***Errores en el proceso de valorización.*** De igual forma, hubo consenso en la mayoría de empresas entrevistadas sobre este punto, pues indicaron que uno de los errores principales en una valorización, basada en la proyección de flujos, es justamente realizar proyecciones no realistas, ya sea por sobreestimar, subestimar diferentes variables del mercado y del negocio. Por otra parte, uno de las empresas entrevistadas indica a la falta de consistencia en la metodología de valorización, esto también fue corroborado por uno de los expertos entrevistados. Por otra parte, hubo otros errores sugeridos y sostenidos cada una por una empresa: la asignación de un peso a expectativas no medibles y el considerar estrategias que no generan valor como otros errores a los que se incurre en un proceso de valorización.



#### **4.3.2 Resultados sobre los factores de Validación del éxito de una valorización**

*Factores para reconocer si se realizó una buena valorización.* Los resultados de las entrevistas a las empresas sobre este punto fueron mixtos, pues dos de las cuatro empresas indicaron que la validación de los flujos proyectados versus el flujo real a posteriori, luego de haber realizado la adquisición es la forma más adecuada para conocer el éxito de una valorización. Una de las empresas también indicó que la validación de los indicadores financieros: TIR, VPN, ROIC, la evaluación del valor de la empresa adquirida, luego de la compra, también a la valorización de la empresa adquiriente para medir el efecto de las sinergias, y el resultado de las utilidades adicionales y los dividendos extras recibidos como consecuencia del incremento de utilidades, como otros factores a tener en cuenta en la validación del éxito del proceso de valorización. Sin embargo, al consultarse sobre este punto con otros tres expertos de valorización, dos de ellos sugirieron lo mismo que la mayoría de las empresas entrevistadas, sin embargo, uno de los entrevistados indicó una buena valorización se ve cuando se puede explicar el modelo, es decir, que tenga sustento, pero que los resultados de la adquisición no reflejan la calidad de la valorización.

*Uso del precio de la acción como métrica de validación de la valorización.* En este punto hubo un consenso de la mayoría de empresas entrevistadas, pues 3 de las 4 empresas indicaron que no usan el precio de la acción como métrica de validación de la valorización, pues utilizaron como argumento principal la poca liquidez que tiene la bolsa peruana como para reflejar el real impacto de una valorización en el precio de la acción. Sin embargo, cuando se entrevistó a los expertos, dos de los cuatro expertos entrevistados para este punto indicaron que si usan el precio de la acción. Uno de ellos indicó que lo usa pues es un buen indicador para determinar el valor que perciben los mercados y además le permitiría conocer el potencial de revalorización de la empresa. Esta posición mixta respecto a este punto sostiene dos puntos de vista contradictorios, pues el resto de expertos indicaron que no usan



el precio de la acción para evaluar los resultados de una valorización, teniendo como argumento el mismo que las tres empresas que respondieron sobre este punto. Evidentemente en este punto hay una mayoría de los entrevistados que sugiere que no se debe usar el precio de la acción, sin embargo, se tiene también la posición antagónica

#### **4.3.3 Factores relevantes para la adquisición de una empresa**

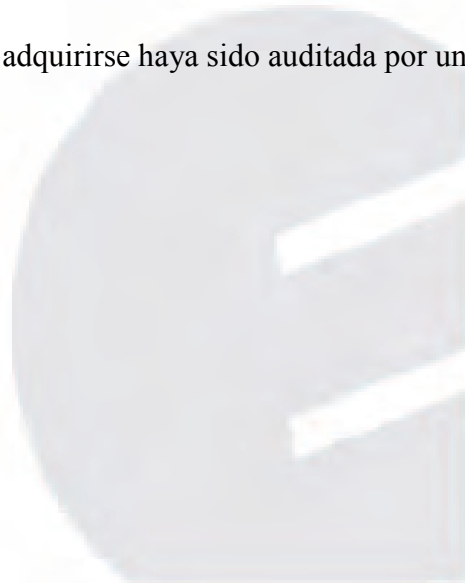
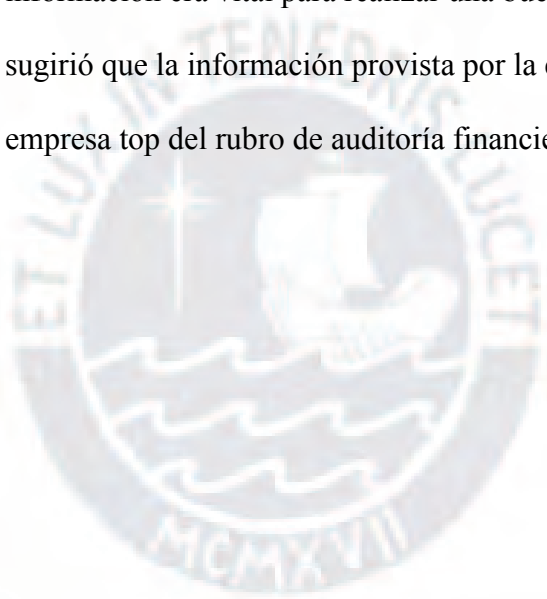
*Factores determinantes de la viabilidad de la adquisición.* Todas las empresas entrevistadas coincidieron en que la valorización de las sinergias es el factor más importante a la hora de decidir sobre la viabilidad de la adquisición de una empresa. Por otra parte, una de las empresas entrevistadas refirió que el precio solicitado por el vendedor también es un factor importante para la decisión de viabilidad de una adquisición. Estos resultados son muy importantes porque corroboran la importancia de las prácticas de valorización en los procesos de adquisición.

*Uso de consultoras externas para la valorización.* De las empresas entrevistadas, 3 de los 4 entrevistados indicó que se apoyan en consultoras externas para las valorizaciones de las empresas que se planean a adquirir. Una de las empresas indicó que en el caso de que la empresa a adquirir sea una empresa grande, si consideran muy necesario el apoyarse en una consultora externa para los procesos de levantamiento y validación de la información y de los estados financieros. La mayoría de las empresas que indicaron apoyarse en una consulta indicaron que el servicio de las consultoras estuvo a la altura de las expectativas.

#### **4.3.4 Resultados sobre Buenas Prácticas de valorización sugeridas por entrevistados**

*Buenas prácticas de valorización sugeridas.* Se les pidió a las empresas entrevistadas que de acuerdo al expertise y experiencia de ellos, que pudiesen reconocer cuáles consideran que son buenas prácticas de valorización y la mitad de ellos (2 de 4), coincidieron en que la

selección de la metodología de valorización adecuada es una buena práctica de valorización, por otra parte, la mayoría de las empresas entrevistadas considero que el consenso de los drivers del negocio que son utilizados en la proyección de los flujos, es una práctica requerida para una buena valorización. En este punto se indicó también la importancia de que haya amplio conocimiento técnico y de negocio para la elaboración del modelo de valorización, para esto dos de las empresas entrevistadas coincidió en sugerir que los drivers utilizados sean validados por expertos. También se indicó que la calidad y la transparencia de la información era vital para realizar una buena valorización, uno de los entrevistados incluso sugirió que la información provista por la empresa a adquirirse haya sido auditada por una empresa top del rubro de auditoría financiera.



## Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones

### 5.1. Conclusiones

#### 5.1.1. Conclusiones según los objetivos de la investigación

Utilizando el enfoque cualitativo, el objetivo principal del presente estudio de investigación fue identificar cuáles son las buenas prácticas de valorización realizadas por las empresas que participaron en procesos de adquisición entre los años 2014 y 2017. Siendo un tema con distintos tópicos de estudio, se decidió delimitar el problema principal de investigación, con las siguientes preguntas : ¿Cuáles son las empresas peruanas que listan en la Bolsa de valores de Lima que realizaron prácticas de valorización en el marco de adquisiciones de empresas (M&A), durante los años 2014 – 2017?, ¿Cuáles son las metodologías de valorización que fueron las más usadas por las empresas peruanas dentro del proceso de adquisición?, y ¿Cuáles son los factores de éxito más relevantes para medir el buen desempeño del proceso de valorización, luego de un proceso de adquisición?.

Luego de realizar el análisis de los hallazgos obtenidos durante la investigación se infiere que las empresas peruanas que cotizan en la bolsa de valores, y que han participado en procesos de adquisición entre los años 2014 y 2017, utilizan más de una metodología de valorización para aproximar el valor de la empresa a ser adquirida, según los resultados de las entrevistas presenciales y vía telefónica, los participantes de la investigación comentan que en promedio usan tres metodologías de valorización para triangular el valor de la empresa objetivo y ser usados dentro de las negociaciones de compra. Asimismo, las empresas consultadas consideran al proceso de selección de la metodología adecuada para la valorización como uno de los principales factores para el éxito de la evaluación, de igual forma afirman que es relevante la disponibilidad de información de calidad (certera, útil y transparente) para determinar los modelos de valorización.

Las metodologías que con mayor frecuencia se usaron para los procesos de adquisición según las entrevistas realizadas son: Flujo de caja descontado, Múltiplos de empresas comparables (EBITDA, ventas, etc.), Múltiplos de transacciones comparables, Múltiplos de Bloomberg, Valor Contable y Valor de las acciones. Todas las empresas entrevistadas así como los informantes expertos indican que utilizan el método de Descuento de Flujos futuros de efectivo o Discounted Cash Flow (DCF), de forma complementaria deducimos de las entrevistas que el 50% de las empresas también utiliza la metodología de Múltiplos de empresas comparables.

Siendo la metodología de valorización DCF, la más utilizada, se dedujo que las empresas entrevistadas dedican especial esfuerzo en las prácticas de: (a) Validación y/o comparación de los drivers de valor y supuestos del negocio, bajo el escrutinio de expertos técnicos del sector, y compararlas con empresas de la misma industria, (b) la validación de los supuestos del modelo de valorización y los flujos de efectivo proyectados, y (c) la validación del valor terminal que será usado como parámetro para el cálculo de la perpetuidad.

Con respecto a las prácticas asociadas a la medición del buen desempeño de un proceso de valorización, se infiere que no existe una única forma estándar de validar el buen desempeño de una valorización post-adquisición, por el contrario se tienen prácticas mixtas que buscan la evaluación de los siguientes factores: (a) Variación entre los flujos proyectados versus flujo real, (b) el rendimiento de la inversión, evidenciado en los indicadores financieros (TIR, ROIC, VAN), (c) el incremento de valor en las empresas (adquiriente y adquirida), y (d) el incremento de utilidades y dividendos, por tanto los resultados arrojados en el análisis de datos, se muestra que la variación o entre los flujos proyectados versus el flujo real, es el factor más relevante para determinar qué tan eficiente fue el desempeño en la valorización realizada. Según el análisis realizado, el 50 % de los entrevistados indicaron que

es adecuado realizar la evaluación de la variación de los flujos anualmente, lo cual les permite monitorear la calidad de los supuestos utilizados en la valorización.

Tal como se evidenció en los casos de adquisición de las empresas investigadas, no se encontró evidencia determinante que revele que los procesos de adquisición que fueron escrutados hayan tenido un buen desempeño post-adquisición, debido a que dentro de las empresas coexisten una serie de factores internos y externos, los cuales pueden impactar en la generación de valor para la empresa. Los diferentes indicadores financieros como Ingresos por ventas, EBITDA, Flujo de Caja Operativo, Gastos operativos, Utilidad por acción fueron influidos por factores como la volatilidad del precio de los commodities y/o del tipo de cambio, también por eventos económicos y políticos externos en donde los países operan, entre otros. El impacto de los factores anteriormente mencionados fue mayor que el impacto de haber realizado la adquisición, por lo cual no es posible evidenciar que las prácticas de valorización aplicadas en estos casos tomados como investigación, generaron un impacto positivo en la empresa.

Así mismo, la investigación nos da indicios que el precio de la acción, tanto de la empresa adquirida como de la empresa adquiriente, no es un indicador fiable para evaluar el desempeño de la valorización, ya que en países con pocas transacciones en el mercado bursátil como el mercado peruano, el precio de la acción no revela realmente la demanda de acciones de una empresa, sin embargo, siendo esta una investigación cualitativa, todos los resultados y conclusiones presentadas en este trabajo no son determinísticas.

#### **5.1.1. Comparación entre las conclusiones y la revisión de la literatura**

De las entrevistas, comentarios de especialistas, y expertos vinculados a las fusiones y adquisiciones se puede comentar que una buena práctica es realizar más de una metodología de evaluación con el objetivo de poder comparar y confirmar los resultados obtenidos previamente. La metodología secundaria y de contraste suele ser las de Múltiplos

Comparables la cual suele ser usada como alternativa a la dificultad para identificar parámetros o información financiera sólida de las empresas. Esto último guarda relación con lo mencionado por Fernández (2008) quien indicó que el método más adecuado para valorizar empresas debería ser el método de descuento de flujos, ya que el principal valor de las empresas es generar flujos futuros, por lo que es el dinero que percibirán los accionistas a futuro, con lo cual este método utiliza en su análisis dicho criterio de proyección.

## **5.2. Recomendaciones**

### **5.2.1. Recomendaciones prácticas**

Se recomienda que las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima formen asociaciones que permiten desarrollar mejores herramientas de valorización, para las empresas del mercado peruano; y que estas a su vez sirvan de apoyo también para las que no cotizan, como para las empresas que son más pequeñas, buscando fomentar un círculo virtuoso de información y desarrollo.

Se recomienda que las escuelas de negocios locales, promuevan y organicen eventos empresariales y académicos en los que se fomente la discusión de prácticas de valorización de las empresas que efectúan adquisiciones en el mercado peruano con la finalidad de mejorar la calidad de los procesos de valorización y las prácticas llevadas a cabo dentro de éstas. Pues tal como se ha expuesto en este trabajo de investigación, el proceso de adquisición tiene una gran importancia en las estrategias corporativas para la expansión y crecimiento de las compañías nacionales, así como del país.

### **5.2.2. Recomendaciones para futuras investigaciones**

Se pudo identificar que no existen muchas investigaciones tanto a nivel local, como a nivel internacional sobre investigaciones de buenas prácticas de valorización en el proceso de adquisiciones, por lo que se espera que esta investigación sea el punto de partida para investigaciones futuras que permitan desarrollar nuevos estudios con relación a las

metodologías de valorización usadas en el Perú, ya que se identificó que dicho mercado aún está comenzando a crecer a comparación de otros países de la región donde hay mayor dinamismo en el mercado de adquisiciones.

Se recomienda, realizar investigaciones que puedan desarrollarse en materia de valorizaciones aplicadas a sectores específicos: minería, banca, industrial, etc., con la finalidad que permitan tener un mejor entendimiento de los indicadores, drivers y métodos utilizados para realizar una buena valorización.

Se recomienda realizar más investigaciones con enfoque cuantitativo para determinar si el valor de la acción se ve influenciado luego de un proceso de fusión y adquisiciones en mercados poco líquidos o con bajo nivel de dinamismo.

### **5.3. Contribuciones**

#### **5.3.1. Contribuciones teóricas**

Los métodos basados en la información bursátil, utilizadas en empresas públicas no se logran contrastar en el caso nacional, inferimos a que es debido al nivel de la cotización en la Bolsa peruana, no es líquida y la métrica utilizada en estos casos no podría validar el efecto para una valorización.

El uso de un solo modelo teórico no es aplicado en la realidad, de la gama de técnicas en la metodología de valorización, se debe de analizar cuál de ellas se adecua a la situación de la empresa, teniendo como técnica predominante a la técnica de descuento de flujos de caja. La valorización va más allá de determinar un precio del mercado y de conocer la situación del patrimonio, los objetivos finales llegan a identificar oportunidades del mercado, así como identificar amenazas futuras para la empresa.

#### **5.3.2. Contribuciones prácticas**

Durante los procesos de valorización se deben considerar aspectos adicionales a los aportes teóricos que puedan ser insuficientes para una eficaz realización y que contribuya en



la toma de decisiones estratégicas, en ese sentido, es importante el conocimiento técnico de la industria y los drivers de valor con los que se desarrollan los negocios y apalancan sus proyecciones de crecimiento. Es fundamental el sustento de las estimaciones sobre la generación de valor en el futuro, y evitar procesar información no realista que sobrestimen crecimientos y asimismo se debe mantener objetivos medibles, cuantificables, controlables, evitando asignarles peso a expectativas no cuantificables, por ejemplo a factores exógenos.



## Referencias

- Alicorp (2013 a). *Estados Financieros Consolidados al cuarto trimestre 2013*. Recuperado de [https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/cms/conference/prensa/4q13\\_nota\\_de\\_prensa\\_esp.pdf](https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/cms/conference/prensa/4q13_nota_de_prensa_esp.pdf)
- Alicorp (2013 b). *Presentación Corporativa 2013*. Recuperado de [http://www.alicorp.com.pe/alicorp/content/inversionistas/pdf/hechos/Alicorp\\_Corporate\\_Presentation\\_2Q13ESP.pdf](http://www.alicorp.com.pe/alicorp/content/inversionistas/pdf/hechos/Alicorp_Corporate_Presentation_2Q13ESP.pdf)
- Alicorp (2014). *Memoria Anual 2014*. Recuperado de [http://reporte2014.grupoalicorp.com/reporte2014\\_alicorp/PDF/Reporte-anual-2014.pdf](http://reporte2014.grupoalicorp.com/reporte2014_alicorp/PDF/Reporte-anual-2014.pdf)
- Alicorp (2016). *Memoria Anual 2016*. Recuperado de <https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/reportes-financieros/memoria-anual.html>
- Alicorp (2018). *Presentación corporativa 2018*. Recuperado de [https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/reportes/presentaciones\(741\).html](https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/reportes/presentaciones(741).html)
- Álvarez, S., Farfán, J., Rojas, A., Oliveros, E., & Carrasco, F. (2017). *Prácticas de Valorización y estimación del Costo de Capital en el Perú*. EY, [online] 1(1). Recuperado de <http://www.perspectivasperu.ey.com> [Accessed 11 Jan. 2018].
- Álvarez-Gayou, J.L. (2005). *Cómo hacer investigación cualitativa. Fundamentos y metodologías*. Recuperado de <http://www.derechoshumanos.unlp.edu.ar/assets/files/documentos/como-hacer-investigacion-cualitativa.pdf>
- Apoyo & Asociados. (2017). *Informe Semestral de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.*, pp.1-9. Recuperado de <http://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2017/12/Backus-jun-17.pdf>
- Avolio Alecchi, B. (2015). *Métodos cualitativos de investigación: una aplicación al estudio de caso*. México, D.F. : Cengage Learning, 2015.

- Backus (2016). *Memoria Anual 2016*. Recuperado de <http://memoria2016.backus.pe/>
- Backus. (2018). *Historia - Backus*. Recuperado de <http://backus.pe/nosotros/historia/>
- Barrionuevo, F. (2014). *Método de valoración de Empresas*. Recuperado de <http://franciscobarrionuevo.eu/files/2015/03/ENSAYO-M%C3%89TODOS-DE-VALORACI%C3%93N-DE-EMPRESAS.pdf>
- Berk, J., DeMarzo, P., & Harford J. (2010). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. Madrid, España, Pearson
- Burneo, K. (2016, 15 de noviembre). OCDE recomienda tener legislación sobre fusiones empresariales. *Andina*. Recuperado de <http://andina.pe/agencia/video-burneo-ocde-recomienda-legislacion-sobre-fusiones-empresariales-40395.aspx>
- Blanco, L. (2009). *Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos*. Universidad de la Rioja. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/2232566.pdf>
- Casal, J., & Mateu, E. (2003). *Tipos de muestreo*. *Rev. Epidem. Med. Prev*, 1(1), 3-7.
- Caruajulca Sánchez, M. E. (2009). El proceso de valorización de empresas. *Ingeniería Industrial*, (27), 169-181. Recuperado de [http://revistas.ulima.edu.pe/index.php/Ingenieria\\_industrial/article/view/629/610](http://revistas.ulima.edu.pe/index.php/Ingenieria_industrial/article/view/629/610)
- Court, E. (2012). *Finanzas Corporativas* (2ed). Buenos Aires, Argentina, CENGAGE Learning
- Copeland, T. Weston, F., & Shastri, K. (2004). *Financial Theory and Corporate Policy*, Ed. Pearson, 4 edición.
- Damodarán, A. (2008). *Investment valuation*. (2nd edition). Wiley Finance. Recuperado de <https://www.slideshare.net/BoroHamman/investment-valuation-2ndeddamodaran>

- Damodarán, A. (2009). *The Dark Side of valuation: Valuing difficult to value companies*.  
Stern school of Business
- Damodarán, A. (2010). *The Dark Side of valuation: Firms with no earnings, no History and no comparables*. Stern school of Business
- Deans, G. K., Kroeger, F., Zeisel, S., & Martinez, R. I. (2003). *Las fusiones: El juego sin fin: manual de instrucciones para obtener ganancias a partir de la consolidación industrial*. México: McGraw-Hill.
- Díaz, S. (2013, 30 de agosto). *Fusiones y adquisiciones de empresas*. Recuperado de <https://www.esan.edu.pe/conexion/actualidad/2013/08/30/fusiones-adquisiciones-empresas/>
- Davies, A.J., Kochhar, A.K. (2002). Manufacturing best practice and performance studies: a critique. *Int. J. of Operations & Production Management* 22(3), 289-305
- Equilibrium (2017). *Informe de Clasificación para Alicorp S.A.A*. Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/Alicorp.pdf>
- Escobar, P. B., & Lobo, G. A. (2005). *Fusiones y adquisiciones de empresas: su impacto sobre los sistemas de control*. Sevilla: Universidad de Sevilla, Vicerrectorado de Investigación.
- Fernández, P. (2013). *Valoración de empresas y sensatez*. Índice 3ª edición.
- Giddy, I. (2006). Calculating a Company's Cost of Capital. Recuperado de <http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/wacc.htm>
- Gimeno, M. (2014). *Evolución del Modelo CAPM a lo largo de la historia de la economía financiera*. Universidad pontificia ICAI – ICADE. Madrid
- Hernández S. R., Fernández, C. C., & Baptista L. P. (2014). *Metodología de la investigación*. México: Editorial Mc Graw Hill, 15-40. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264094475-19-es>.  
<http://dx.doi.org/10.1787/9789264095755-4-es>

- Klára, V., & Věra, S. (2012). Empirical Examination of Valuation Methods Used in Private Equity Practice in the Czech Republic. *The Journal Of Private Equity*, (1), 83.
- Lobo G.A. (2000). *El impacto de los procesos de adquisiciones transnacionales sobre los sistemas de control*. Recuperado de [https://idus.us.es/xmlui/bitstream/handle/11441/14981/M\\_TD-0392.pdf?sequence=-1](https://idus.us.es/xmlui/bitstream/handle/11441/14981/M_TD-0392.pdf?sequence=-1)
- Martínez, V. (2001). *Métodos clásicos de valoración de empresas*. Universidad de Almería. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa. 7(3) , 2001, pp 49-66. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/206169.pdf>
- Miles, M. B., & Huberman, A.M. (1994). *Qualitative data analysis: An expanded sourcebook*.
- Modigliani, F.; Miller, M. (1958). *The cost of capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*. *The American Economic Review*, p. 261-297. Recuperado de [https://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra\\_-\\_the\\_cost\\_of\\_capital\\_corporation\\_finance.pdf](https://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf)
- Narváez, A. (2008). *Valoración de Empresas por el método de los rendimientos futuros*. *Gestión en el Tercer Milenio, Rev. de Investigación de la Facultad de Ciencias Administrativas, UNMSM* 11(21). Recuperado de [http://sisbib.unmsm.edu.pe/BibVirtual/Publicaciones/administracion/v11\\_n21/pdf/a05v11n21.pdf](http://sisbib.unmsm.edu.pe/BibVirtual/Publicaciones/administracion/v11_n21/pdf/a05v11n21.pdf)
- Navaza, C. L., & Soteras, Á. M. (2005). *Estrategias empresariales*. Escuela de Negocios Caixanova.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE]. (2011). *Las transacciones tipo fusiones y adquisiciones (F&A) como parte de las estadísticas de IED*. OCDE Definición Marco de Inversión Extranjera Directa: Cuarta edición, Éditions OCDE, Paris.

- Osores, C. (2015). *Valoración de la empresa Alicorp S. A. A.* (Tesis Magistral), Universidad del Pacífico, Lima, Perú. Recuperado de <http://repositorio.up.edu.pe/handle/11354/1127>
- Palacín, M.J. (1997). *El mercado de control de empresas: El caso español*. Barcelona: Ariel.
- Palomo, (2013). *Finanzas aplicadas al marketing*. Ediciones Pirámide
- Pereyra, M. (2008). *Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales*. Universidad ORT, Uruguay. Recuperado de <https://dspace.ort.edu.uy/bitstream/item/2805/documentodetrabajo41.pdf>
- Pettit B.S., & Ferris, K.R. (2013). *Valuation for Mergers and Acquisitions* (2nd Ed.). Pearson Education, New Jersey, USA. Recuperado de <http://ptgmedia.pearsoncmg.com/images/9780133372670/samplepages/0133372677.pdf>
- PwC (2016). *Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones 2016*. Recuperado de <https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/estudio-fusiones-y-adquisiciones.pdf>.
- Revello, T. C. J. M. (2014). *La valoración de los negocios: Una guía teórica y práctica para valorar empresas*. Collado Villalba, Madrid: Delta Publicaciones
- Ross, S. A., Westerfield, R., & Jaffe, J. F. (2012). *Finanzas corporativas*. México D.F. : MacGraw-Hill, 2012.
- Rubin, H.J., & Rubin, I.S. (1995). *Qualitative interviewing*. The art of hearing data.
- Luca, S. (2017). ¿Para quién y para qué son buenas las buenas prácticas? Unión Europea, integración de (in) migrantes y despolitización/tecnificación de las políticas hegemónicas: un estudio de caso. *EMPIRIA: Revista De Metodología De Ciencias Sociales*, Iss 36, Pp 39-62 (2017), (36), 39.
- Semana Económica (2015a). *Resultados Alicorp 2014: ¿por qué cayó tanto su utilidad neta?* Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/154406-resultados-alicorp-2014-por-que-cayo-tanto-su-utilidad-neta/>

- Semana Económica (2015b). *Utilidad de Alicorp subió 12.1% a S/74.3 millones en el tercer trimestre*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/172987-utilidad-de-alicorp-subio-12-1-a-s-74-3-millones-en-el-tercer-trimestre/>
- Semana Económica (2015c). *Alicorp: ¿salió del bache?* Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/173098-alicorp-salio-del-bache/>
- Semana Económica (2016). *Fitch ratificó la nota de Alicorp en BBB*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/177679-fitch-ratifico-la-nota-de-alicorp-en-bbb/>
- Thompson, A. A., & Thompson, A. A. (2012). *Administración estratégica: Teoría y casos*. México, D.F: McGraw-Hill.
- Thornton, G. (2015). *Private equity valuations: Best practices and pitfalls*. Recuperado de <https://www.grantthornton.pr/globalassets/1.-member-firms/puerto-rico/advisory-articles/private-equity-valuations---best-practice-and-pitfalls.pdf>



## Apéndice A: Guía de la Entrevista

La guía de la entrevista ha sido diseñada para obtener información sobre la Buenas Prácticas de Valorización que se llevaron a cabo en los procesos de adquisición en las empresas peruanas que cotizaron en la BVL durante los años 2014 y 2017. Dicha entrevista fue enviada a las Empresas analizadas de la muestra con la finalidad de recopilar los datos.

### Introducción:

La presente entrevista tiene como finalidad determinar las principales variables y métodos utilizados para la valorización de empresas dentro del contexto de una adquisición, y asimismo, determinar el grado de éxito de la operación. Esta entrevista dura aproximadamente 30 minutos. De ante mano se le agradece su participación y apoyo en sus respuestas.

### INSTRUCCIONES

1. Lea detenidamente cada una de las preguntas siguientes del cuestionario y responda con total transparencia y veracidad.
2. En caso no tenga clara alguna de las preguntas, no dude en consultar con la persona que le está entregando este cuestionario
3. Si alguna de las preguntas desea evitar su respuesta, consultar con el entrevistador para darle una orientación.

---

### Información del entrevistado

Edad:

Posición (dirección, gerencia o departamento):

Empresa:

Fecha inicio: (MM/AÑO)

Fecha de término: (MM/AÑO)

---

### **Información sobre la Empresa**

1. ¿Cuál es la posición que ocupa u ocupó en la empresa? y ¿cuáles son o eran sus responsabilidades?
  2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿cómo realizaban el proceso de valoración de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valoración?
- 

### **Sobre la metodología de valoración**

3. ¿Participó en algún proceso de valoración para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor, coméntenos sobre los procesos realizados para la valoración y los puntos que considere de mayor relevancia.
  4. ¿Cuál fue el método de valoración que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?
  5. En relación a la metodología de valoración usada: ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valoración?
- 

### **Sobre la factibilidad de la adquisición**

6. ¿Qué factores considera que fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?

7. ¿Cuáles son los procedimientos que la empresa tienen en cuenta para validar si el proceso de valorización se realizó de forma correcta?, ¿Qué factores se toman en consideración?, ¿Cómo se evalúa si el proceso de valorización cubre la expectativa del cliente?

---

### **Sobre los resultados de la valorización en la Empresa**

8. ¿Se ha recurrido a empresas consultoras para realizar el proceso de valoración? , De ser afirmativo: ¿Cuáles fueron? ¿Resultaron conformes con el servicio?

9. En su experiencia, sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?

10. Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿cómo se evalúa si los resultados de la valorización utilizados han sido positivos, negativos o neutros sobre la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s)? ¿Nos puede proporcionar información acerca de qué tan frecuente es encontrar resultados positivos, o neutros en los procesos en que participó?

### **Sobre las Prácticas de valorización**

---

11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?

12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?

13. Desde su punto de vista: ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?

## Apéndice B: Evidencia de la Entrevista

La Evidencia de la entrevista presenta en los emails, la respuesta de la conformidad por cada una de la Empresas entrevistadas.

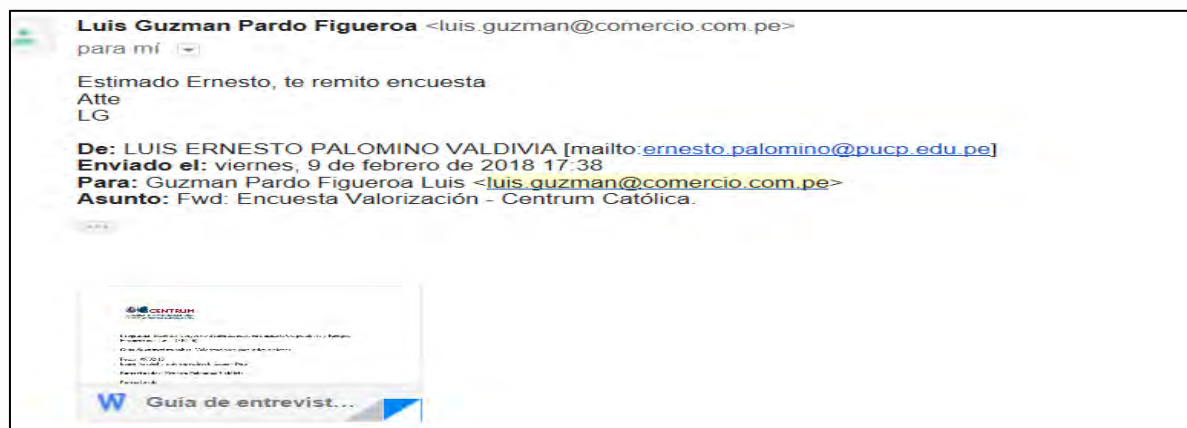
**Entrevistado:** Diego Gamero Parra

**Empresa:** Alicorp SAA



**Entrevistado:** Luis Guzmán Pardo Figueroa

**Empresa:** Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.



**Entrevistado:** Cesar Abanto Quijano

**Empresa:** Gloria SA

 **Abanto Quijano, Cesar (Gloria S.A.)** <CAbanto@gloria.com.pe>  
para mí ▾

Hola, adjunto lo solicitado

Atentamente,  
César Abanto


**De:** LUIS ERNESTO PALOMINO VALDIVIA [mailto:[ernesto.palomino@pucp.edu.pe](mailto:ernesto.palomino@pucp.edu.pe)]  
**Enviado el:** viernes, 9 de febrero de 2018 16:55  
**Para:** Abanto Quijano, Cesar (Gloria S.A.) <[CAbanto@gloria.com.pe](mailto:CAbanto@gloria.com.pe)>  
**Asunto:** Encuesta Valorización - Centrum Católica.

\*\*\*

El sistema de correo electrónico de la empresa, de acuerdo a su Política Corporativa de Seguridad, está destinado únicamente para uso exclusivo de la empresa. Este mensaje es privado y de uso exclusivo de la empresa. Su divulgación, copia y/o adulteración están prohibidas y sólo se notificará al remitente.

**Entrevistado:** Juan Pablo Delgado Salmon

**Empresa:** Lindley SA

 **Alejandro Gómez Saba** 26 feb. ☆  
para Alejandro, mí ▾

Hola Luis Ernesto.

Gracias  
Revise la encuesta.  
Creo que es bastante completa pero creo que es larga y salvo que tengas buenas relaciones con quien la reciba podrías recibir respuestas muy vagas o no recibir respuestas o no tener respuestas de la persona indicada como por ejemplo el CFO.  
Trata de acotar alguna de las preguntas y trata de cerrar algunas de las respuestas. Es decir poner opciones para marcar. A los ejecutivos no les gusta escribir.

Otros comentarios:

Dudo que alguna empresa te indique empresa evaluó o valoro.  
Muy pocas empresas cotizan en bolsa en el Peru como para considerar la evolución futura posterior de la acción.

Un tema que creo que es muy importante y alrededor del cual debe girar alguna pregunta es como calculan la tasa de descuento a utilizar para los flujos descontados.  
Por ultimo que tan importante es para ellos en las valorizaciones los aspectos cualitativos de las mismas como el management o posición de mercado.

Abrazos  
Alejandro

## Apéndice C: Validación de la Entrevista

La Validación de la entrevista presenta en los emails, los comentarios de diferentes expertos en la rama de Finanzas, así como de expertos que han participado en varios procesos de adquisiciones.

**Nombre:** Alejandro Gómez Saba

**Cargo Actual:** Presidente de la Asociación Peruana de Finanzas





**Nombre:** Juan O'Brien Cáceres


**Cargo Actual:** Director de Soluciones Ejecutivas y corporativas Centrum Cátedra



**Nombre:** Carlos Hugo Mendiburu Díaz

**Cargo Actual:** Head, Financial Programming & Real Sector Analysis Section en Banco Central de Reserva del Perú

Mendiburu Díaz, Carlos Hugo 26 feb.  

para mí 

Hola Wilson

Agradezco su consulta. Mándenme una versión de su tesis cuando la tengan por favor.

Sugiero aclaren en el título que se trata de valorización de empresas (también podría ser activos)

Indiquen también en el cuestionario el tiempo estimado para la entrevista.

En las preguntas, sugiero algunas reformulaciones:

7. ¿Cómo la empresa evalúa si el proceso de valorización se realizó de forma correcta y cubre la expectativa del corporativo?  
CAMBIAR POR: ¿Cuáles son los procedimientos que la empresa tienen en cuenta para validar si el proceso de valorización se realizó de forma correcta? ¿Qué factores se toman en consideración?  
¿Cómo se evalúa si el proceso de valorización cubre la expectativa del cliente?

8. ¿Utilizan en algunas ocasiones empresas consultoras para realizar el proceso de valoración? ¿Cuáles? ¿Resultaron conformes con el servicio?  
CAMBIAR POR: ¿Se ha recurrido a empresas consultoras para realizar el proceso de valoración? ¿Cuáles? ¿Resultaron conformes con el servicio?

10. Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿los resultados de la valorización utilizados han sido positivos, negativos o neutros? en la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s).  
CAMBIAR POR: Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿cómo se evalúa si los resultados de la valorización utilizados han sido positivos, negativos o neutros sobre la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s).? ¿Nos puede proporcionar información acerca de qué tan frecuente es encontrar resultados positivos, positivo o neutros en los procesos en que participó?

Espero estas ideas sean útiles.

Saludos,

Prof. Carlos Mendiburu





### Apéndice D: Codificación de los Datos Recolectados

En este cuadro se muestra el resultado de las entrevistas realizadas a los diferentes participantes, de las diferentes empresas que participan del proceso de investigación

Categoría	Códigos	Descripción	Hallazgos	Categoría	Códigos	Descripción	Hallazgos
Metodología de Valorización			<p><b>Alicorp menciona:</b></p> <p>Cash Flow Discounted.</p> <p>Múltiplos de empresas comparables (EBITDA, ventas, etc.)</p> <p>Múltiplos de transacciones comparables</p> <p>Múltiplos de Bloomberg</p> <p><b>Gloria menciona:</b></p> <p>Cash Flow Discounted</p> <p>Múltiplos de empresas comparables</p> <p><b>Backus menciona:</b></p> <p>Cash Flow Discounted</p> <p>Valor Contable</p> <p>Valor de las acciones</p> <p><b>Lindley menciona:</b></p> <p>Cash Flow Discounted</p> <p><b>Expertos I: Rosangi Chang (BBVA)</b></p> <p>Flujo de Caja Descontado</p> <p>Múltiplo de empresas comparables</p> <p>Múltiplo de transacciones comparables</p> <p><b>Experto II: Juan O'Brien (Centrum)</b></p> <p>Valor de Activos</p> <p>Indicadores de Mercado</p> <p>Valorización por Flujos (Flujo de caja descontado)</p> <p><b>Experto III: Fredery Carrasco (Ernest &amp; Young)</b></p> <p>Flujo de Caja Descontado</p> <p>Múltiplo de empresas comparables</p> <p>Múltiplo de transacciones comparables</p> <p><b>Experto IV: Gonzalo Calvo (BTG Pactual)</b></p> <p>Flujo de Caja Descontado</p> <p>Múltiplo de empresas comparables</p> <p>Múltiplo de transacciones comparables</p> <p><b>Experto V: Jose Luis Sifuentes (Minsur)</b></p> <p>Flujo de Caja Descontado</p> <p>Comparables por Cotización</p> <p><b>Experto VI: Marcela Reyes (Delfin Amazon)</b></p> <p>Flujo de Caja Descontado</p>	Metodología de Valorización			Múltiplo de empresas comparables
				Metodología usadas			Múltiplo de transacciones comparables
							<b>Experto VII: Stefano Giorffino (AI Inversiones Palo Alto II)</b>
							Flujo de Caja Descontado
							Múltiplo de transacciones comparables
							<b>Alicorp menciona:</b>
							Valor Terminal
							Inputs de Valor y variables del negocio
							<b>Backus menciona:</b>
							Variables del negocio
							<b>Lindley menciona:</b>
							Coyuntura sociopolítica asociada al rubro
							<b>Expertos I: Rosangi Chang (BBVA)</b>
							Proyección de flujos
							Tasa de descuento
							<b>Experto III: Fredery Carrasco (Ernest &amp; Young)</b>
							Tasa de Descuento
							Proyección de Flujos
							<b>Experto V: Jose Luis Sifuentes (Minsur)</b>
							Tasa de Descuento Corporativa
							<b>Experto VI: Marcela Reyes (Delfin Amazon)</b>
							Tasa de crecimiento
							Tasa de Descuento (WACC)
							EV/EBITDA
							<b>Alicorp menciona:</b>
							Determinar la metodología de valorización adecuada
							Consenso de mercado de las variables, inputs y key drivers del negocio
							Validación de modelos con Expertos
							Uso de información de calidad y transparente
							<b>Gloria menciona:</b>
							Conocimiento y validación de los supuestos del modelo
							Uso de información de calidad y transparente
							Contar con información histórica disponible y auditada por una BIG FOUR
							Tener accesos a entrevistas con ofertantes
Metodología usadas		Refiere a las metodologías de valorización utilizadas dentro del proceso de adquisición		Parámetros Importantes del método de valorización		Refiere a los parámetros de la metodología FCD que son considerados más importantes tanto para su cálculo y precisión, como para su uso dentro del modelo de valorización	
				Buenas prácticas de valorización		Refiere a las buenas prácticas de valorización propuestas por las empresas entrevistadas.	

Categoría	Códigos	Descripción	Hallazgos	Categoría	Códigos	Descripción	Hallazgos
			<p><b>Alicorp menciona:</b> Conocimiento técnico en el uso de las herramientas financieras para aproximar el valor de la empresa. Contar con conocimiento del negocio y del mercado.</p> <p><b>Gloria menciona:</b> Conocimiento del mercado y sector Profundidad y disponibilidad de la información</p> <p><b>Backus menciona:</b> Valorización del Management</p> <p><b>Lindley menciona:</b> Contar con información financiera con la apertura suficiente para realizar los análisis detallados Contar con el soporte técnico dependiendo el rubro en el que se evalúa incursionar.</p> <p><b>Experto III: Fredery Carrasco (Ernest &amp; Young)</b> Validación con expertos de las industrias para entender mejor el negocio y ajustar las variables adecuadamente</p>				<p><b>Experto III: Fredery Carrasco (Ernest &amp; Young)</b> Uso de la T-Bill</p> <p><b>Experto VII: Stefano Giorffino (AI Inversiones Palo Alto II)</b> Tasa de los bonos del tesoro americano, de preferencia T-BILL</p>
	Aciertos del proceso	Refiere a los aciertos que las empresas entrevistadas han encontrado en los procesos de adquisición	<p><b>Alicorp menciona:</b> Proyecciones no realistas. (Subestimar, sobreestimar oferta y demanda). Consistencia de los métodos de valorización utilizados</p> <p><b>Gloria menciona:</b> Asignarle un peso a una expectativa no cuantificable</p> <p><b>Backus menciona:</b> Sobrevalorar ingresos futuros Estrategias que no suman valor necesariamente</p> <p><b>Expertos I: Rosangi Chang (BBVA)</b> Consistencia de los métodos de valorización utilizados Proyecciones no realistas. (Subestimar, sobreestimar oferta y demanda). Falta de conocimiento del mercado</p>			Tasa sin riesgo	<p><b>Alicorp menciona:</b> Volatilidad de los activos de la empresa respecto al índice IGBVL</p> <p><b>Gloria menciona:</b> Regresión del rendimiento de activos de la empresa frente al mercado (IGBVL)</p> <p><b>Backus menciona:</b> Regresión del rendimiento de activos de la empresa frente al mercado (IGBVL)</p> <p><b>Lindley menciona:</b> A partir del Betadesapalancada de Damodarán</p> <p><b>Expertos I: Rosangi Chang (BBVA)</b> Uso de Betas comparables del sector, parecidas en tamaño y capitalización Betas cercanos a 1</p>
Metodología de Valorización	Errores del proceso	Refiere a los errores que las empresas entrevistadas han encontrado en los procesos de adquisición	<p><b>Alicorp menciona:</b> Proyecciones no realistas. (Subestimar, sobreestimar oferta y demanda). Consistencia de los métodos de valorización utilizados</p> <p><b>Gloria menciona:</b> Asignarle un peso a una expectativa no cuantificable</p> <p><b>Backus menciona:</b> Sobrevalorar ingresos futuros Estrategias que no suman valor necesariamente</p> <p><b>Expertos I: Rosangi Chang (BBVA)</b> Consistencia de los métodos de valorización utilizados Proyecciones no realistas. (Subestimar, sobreestimar oferta y demanda). Falta de conocimiento del mercado</p>	Metodología de Valorización	Parámetros en el cálculo del CAPM	Beta	<p><b>Experto III: Fredery Carrasco (Ernest &amp; Young)</b> Volatilidad de la acción de la empresa respecto al índice IGBVL. (Covarianza de retornos de la acción y el índice de la bolsa, todo dividido a la varianza del índice de la bolsa) Betas cercanos a 1</p> <p><b>Experto IV: Gonzalo Calvo (BTG Pactual)</b> Método de Varianza Método de correlación Beta Sectorial</p> <p><b>Experto V: Jose Luis Sifuentes (Minsur)</b> Covarianza de las rentabilidades del valor de la acción y del mercado dividida con respecto a su varianza de las rentabilidades del mercado Si no cotiza en bolsa, se usará Beta de empresas de distintos sectores</p> <p><b>Experto VI: Marcela Reyes (Delfin Amazon)</b> Calculo de medias ponderadas de los betas de recursos propios y de la deuda más el riesgo sistemático</p> <p><b>Experto VII: Stefano Giorffino (AI Inversiones Palo Alto II)</b> Beta desapalancado de Damodaran Covarianza de las rentabilidades del valor de la acción y del mercado dividida con respecto a su varianza de las rentabilidades del mercado</p>
	Parámetros en el cálculo del CAPM	Tasa sin riesgo	<p><b>Alicorp menciona:</b> La tasa del día de la T-Bond a 10 años</p> <p><b>Gloria menciona:</b> NO ESPECIFICA</p> <p><b>Backus menciona:</b> T-Bond</p> <p><b>Lindley menciona:</b> Tasa de un bono de una bolsa central USA, a 10 años</p> <p><b>Experto III: Fredery Carrasco (Ernest &amp; Young)</b> Rentabilidad de títulos de deuda pública</p>				<p><b>Experto III: Fredery Carrasco (Ernest &amp; Young)</b> Uso de Betas comparables del sector, parecidas en tamaño y capitalización Betas cercanos a 1</p> <p><b>Experto III: Fredery Carrasco (Ernest &amp; Young)</b> Volatilidad de la acción de la empresa respecto al índice IGBVL. (Covarianza de retornos de la acción y el índice de la bolsa, todo dividido a la varianza del índice de la bolsa) Betas cercanos a 1</p> <p><b>Experto IV: Gonzalo Calvo (BTG Pactual)</b> Método de Varianza Método de correlación Beta Sectorial</p> <p><b>Experto V: Jose Luis Sifuentes (Minsur)</b> Covarianza de las rentabilidades del valor de la acción y del mercado dividida con respecto a su varianza de las rentabilidades del mercado Si no cotiza en bolsa, se usará Beta de empresas de distintos sectores</p> <p><b>Experto VI: Marcela Reyes (Delfin Amazon)</b> Calculo de medias ponderadas de los betas de recursos propios y de la deuda más el riesgo sistemático</p> <p><b>Experto VII: Stefano Giorffino (AI Inversiones Palo Alto II)</b> Beta desapalancado de Damodaran Covarianza de las rentabilidades del valor de la acción y del mercado dividida con respecto a su varianza de las rentabilidades del mercado</p>

Categoría	Códigos	Descripción	Hallazgos	Categoría	Códigos	Descripción	Hallazgos
Metodología de Valorización	Parámetros en el cálculo del CAPM	Prima de riesgo de mercado	<p><b>Alicorp menciona:</b> Multiplicación Volatilidad IGBVL por Volatilidad índice de mercado americano</p> <p><b>Gloria menciona:</b> Consenso de especialistas.</p> <p>TIR de la bolsa con un índice sin riesgo</p> <p><b>Backus menciona:</b> NO ESPECIFICA</p> <p><b>Lindley menciona:</b> NO ESPECIFICA</p> <p><b>Expertos I: Rosangi Chang (BBVA)</b> Uso de fórmula de Gordon y Saphiro</p> <p><b>Experto V: Jose Luis Sifuentes (Minsur)</b> Diferencia entre la rentabilidad histórica de la bolsa y la histórica de la renta fija</p>	Factores de Validación del éxito de una valorización	Uso del precio de la acción como métrica	Refiere a si las empresas entrevistadas usan como métrica de validación de la valorización al precio de la acción	<p><b>Experto III: Fredery Carrasco (Ernest &amp; Young)</b> Si usa, pues es un buen indicador para determinar el valor que perciben los mercados y el potencial de revalorización de la Compañía</p> <p><b>Experto VI: Marcela Reyes (Delfin Amazon)</b> Usualmente no, porque la bolsa peruana tiene poca liquidez y no hay muchas empresas que cotizan</p>
			<p><b>Alicorp menciona:</b> Evaluación de los flujos proyectados vs los flujos reales Validación de los resultados de los indicadores financieros</p> <p><b>Backus menciona:</b> Validación de la empresa adquirida y adquiriente Utilidades y dividendos extras Validación de las principales variables usadas en la evaluación</p> <p><b>Expertos I: Rosangi Chang (BBVA)</b> Validación de resultados operativos post-adquisición Evaluación de los flujos proyectados vs los flujos reales por sinergias</p> <p><b>Experto II: Juan O'Brien (Centrum)</b> Los resultados de la adquisición no tienen que ver con la valorización La valorización es correcta si el proceso tiene explicación</p> <p><b>Experto III: Fredery Carrasco (Ernest &amp; Young)</b> Contrastando el valor</p>	Factores relevantes para la adquisición de una empresa	Factores determinantes de la viabilidad de la adquisición	Refiere a los factores que las empresas entrevistadas encuentran como determinantes para decidir si adquieren o no una empresa	<p><b>Alicorp menciona:</b> Valorización de las sinergias.</p> <p><b>Gloria menciona:</b> Valorización de las sinergias</p> <p><b>Backus menciona:</b> Valorización de los adicionales basados en Sinergias</p> <p><b>Lindley menciona:</b> Valor del análisis obtenido versus la expectativa previa del vendedor.</p> <p><b>Expertos I: Rosangi Chang (BBVA)</b> Estructura de Financiamiento Óptima Sinergias para pagos de impuestos con empresas extranjeras Sinergias por otras geografías Reducción del costo de la empresa por economía de escala</p>
Factores de Validación del éxito de una valorización	Factores para reconocer si fue una buena valorización	Refiere a los indicadores utilizados por las empresas para determinar si una adquisición dada cierta valorización, ha tenido un buen rendimiento o performance	<p><b>Alicorp menciona:</b> No se usa el precio de la acción porque la Bolsa peruana no es líquida.</p> <p><b>Gloria menciona:</b> No se usa, porque las empresas adquiridas no cotizan en la Bolsa</p> <p><b>Backus menciona:</b> No se usa, en el Perú no es usado.</p> <p><b>Expertos I: Rosangi Chang (BBVA)</b> Si la empresa es pública, si.</p> <p><b>Experto II: Juan O'Brien (Centrum)</b> No usa</p>	Factores de Validación del éxito de una valorización	Uso de consultoras externas para la valorización	Refiere a si las empresas entrevistadas se apoyan en consultoras externas	<p><b>Alicorp menciona:</b> Si usan, en caso de adquisiciones grandes.</p> <p><b>Gloria menciona:</b> Si usan consulta de externos.</p> <p><b>Backus menciona:</b> Si usan consulta de externos</p>
			<p><b>Alicorp menciona:</b> No se usa el precio de la acción porque la Bolsa peruana no es líquida.</p> <p><b>Gloria menciona:</b> No se usa, porque las empresas adquiridas no cotizan en la Bolsa</p> <p><b>Backus menciona:</b> No se usa, en el Perú no es usado.</p> <p><b>Expertos I: Rosangi Chang (BBVA)</b> Si la empresa es pública, si.</p> <p><b>Experto II: Juan O'Brien (Centrum)</b> No usa</p>	Factores de Validación del éxito de una valorización	Uso del precio de la acción como métrica	Refiere a si las empresas entrevistadas usan como métrica de validación de la valorización al precio de la acción	<p><b>Alicorp menciona:</b> No se usa el precio de la acción porque la Bolsa peruana no es líquida.</p> <p><b>Gloria menciona:</b> No se usa, porque las empresas adquiridas no cotizan en la Bolsa</p> <p><b>Backus menciona:</b> No se usa, en el Perú no es usado.</p> <p><b>Expertos I: Rosangi Chang (BBVA)</b> Si la empresa es pública, si.</p> <p><b>Experto II: Juan O'Brien (Centrum)</b> No usa</p>



Considerar estrategias que no generan valor	Sí							
<b>Uso del precio de la acción como métrica de validación de la valorización</b>								
Si Usa	No	No	No	Sí	No	Si	No	
No Usa	Sí	Sí	Sí	No	Si	No	Sí	
<b>Buenas prácticas identificadas por la organización</b>								
Determinar la metodología(as) de valorización Adecuada	Sí						Sí	
Consenso de mercado de los drivers de negocio/Supuestos	Sí	Sí					Sí	
Validación de modelos con expertos	Sí						Sí	
Calidad y transparencia de la información utilizada	Sí	Sí						
Información histórica disponible auditada por una bigfour							Sí	
Acceso a entrevistas con ofertantes							Sí	
<b>Cálculo de la Tasa sin Riesgo</b>								
T-Bond 10 años	Sí		Sí	Sí				
T-Bill						Sí		Sí
Rentabilidad Títulos Renta Pública						Sí		
<b>Cálculo del Beta</b>								
Regresión del Rendimiento de Activos frente al IGBVL		Sí	Sí					
A partir del Beta desapalancado de Damodaran				Sí				Sí
Betas comparables por tamaño y capitalización del sector					Sí			
Betas cercanos a 1					Sí			
Covarianza rentabilidad activos empresa sobre índice IGBVL	Sí					Sí	Sí	Sí
Otros						Sí	Sí	Sí
<b>Prima de Riesgo de Mercado</b>								
Volatilidad IGBVL por Volatilidad Índice de mercado americano	Sí							
Consenso de Especialistas		Sí						
TIR de la bolsa con un índice sin riesgo		Sí						
Uso de fórmula Gordon Saphiro				Sí				
Diferencia entre rentabilidad histórica de la bolsa y la bolsa de renta fija							Sí	



## Apéndice F: Entrevistas

### Entrevista Alicorp

**Programa:** Maestría Corporativa Internacional en Finanzas Corporativas y Riesgos Financieros – Lima (MCI 6)

**Guía de entrevista sobre:** Valorizaciones para Adquisiciones.

**Fecha:** 24/01/18

**Lugar (ciudad y sitio específico):** Lima - Perú

**Entrevistador:** Wilson Castillo Oviedo

#### Entrevistado

**Nombre:** Diego Gamero Parra

**Edad:** 28

**Posición (dirección, gerencia o departamento):** Analista Senior de Finanzas Corporativas y Relación con el inversionista

**Empresa:** Alicorp

**Fecha inicio:** 24/01

**Fecha de término:** Actual

Respuestas realizadas en base a entrevista presencial (audio) y entrevista enviada por email

#### Introducción:

La presente entrevista tiene como finalidad determinar las principales variables y métodos utilizados para la valorización de empresas dentro del contexto de una adquisición, y así mismo determinar el grado de éxito de la operación.

#### Características de la entrevista:

La información vertida será únicamente de uso académico, pueden indicar si requiere confidencialidad sobre algunos de los datos brindados.



## **Preguntas**

**1. ¿Cuál es la posición que ocupa u ocupó en la empresa? y ¿cuáles son o eran sus responsabilidades?**

Ocupo el cargo de Analista Senior de Finanzas Corporativas, y mis responsabilidades incluyen realizar material de discusión para diversas empresas, perfiles, modelos de valorización y relación con el inversionista, diseño de la estrategia y evaluo las sinergias y la contribución de valor para realizar la adquisición

**2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿cómo realizaban el proceso de valorización de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valorización?**

Alicorp cuenta con un área de adquisiciones (un área con el inversionista) que evalúan los target adquiridos, analizando anualmente las sinergias y la contribución de valor; y utilizan el know how de palanca para vender a los inversionistas

**3. ¿Participó en algún proceso de valorización para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor coméntenos sobre los procesos realizados para la valorización y los puntos que considere de mayor relevancia.**

Si, participe en la compra de Global Alimentos

Utilizamos como proyección 10 años y también utilizan el valor terminal .

Posteriormente armamos una triangulación (football field): descuento de flujos, múltiplos de empresas trading, múltiplos de empresas comparables:

-utilizan el modelo primero sin comprar la compañía, después haciendo sinergias

-múltiplos que salen en bloomberg :el promedio de los múltiplos de empresas

comparables (9 veces EBITDA)

-comparar transacciones que se han realizado en el mercado en un periodo determinado

Utilizamos escenarios (conservador, optimista , agresivo), primero armamos un escenario de si la empresa no la fueras adquirir y después armamos un escenario con sinergias

**4. ¿Cuál fue el método de valorización que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?**

Se utilizaron los métodos de Flujo de caja descontados (DCF), múltiplos de empresas comparables (ventas, EBITDA) y múltiplos de transacciones comparables y múltiplos de Bloomberg

**5. Dependiendo de la metodología de valorización usada ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valorización?**

Considero que los parámetros más importantes son :

- El valor terminal
- Conocer el negocio que estas adquiriendo
- Utilizas transacciones que están ligadas en tu entorno industrial: por ejemplo Gloria compro Pilandina, (cuanto fue el múltiplo que pago gloria por dicha compra) – Información de los bancos de inversión: 3 veces tu EBITDA)

-Plan de negocios, supuestos de mercado, proyección de márgenes (optimización y eficiencias)

**6. ¿Qué factores considera fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?**

Usa como principal referente del éxito de la transacción a la evaluación de los indicadores (TIR, NPV, COK, ROIC), a las empresas adquiridas.

Se revisa el resultado operativo de la empresa post – adquisición y el grado de efectividad con el que se pueden materializar las sinergias

**7. ¿Cómo la empresa evalúa si el proceso de valorización se realizó de forma correcta y cubre la expectativa del corporativo?**

Comparan el valor proyectado con el valor real (Medición ex ante y ex post )

Al final, la persona que les da el guidance (si es que los márgenes generados por la compra pueden maximizar el retorno ) es el Gerente del Área de Negocio : ejemplo si ellos desean comprar una compañía de pastas : buscan al director de pastas de Alicorp (cuanto podría crecer el market share de la compañía si realizan la compra)

**8. ¿Utilizan en algunas ocasiones empresas consultoras para realizar el proceso de valoración? ¿Cuáles? ¿Resultaron conformes con el servicio?**

Normalmente en los últimos años no han utilizado empresas consultoras, ya que no ha hecho compras muy grandes.

Cuando es un operación grande nosotros vemos el proceso y adicionalmente utilizamos un adviser , para que les de un feedback de tesorería , legal, de impuestos (asesores financieros)

**9. En su experiencia, sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?**

Uno de los errores fue que no se cumplieran los supuestos de valorización ligados a mercado.

Realizaron algunas malas compras cuando adquirieron algunas empresas Argentinas (Empresa de pastas , empresa de galletas) , debido a la condición política de Argentina , la restricción de la canasta básica de Argentina , un tema regulatorio , esta compra resto valor a la empresa. Algunas veces se realizaron malas políticas internas del país que afectaron a las empresas compradas.

En el caso de global alimentos, fue una buena compra, realizamos un buen asesoramiento de un experto que conozca bien el mercado a comprar, la clave está en realizar un buen plan de negocios (cuanto market share puedas capturar , que márgenes conservadores puedes obtener) , realizaron buen análisis de las sinergias futuras ,Realizar un buen análisis de espalda financiera y de calidad de deuda y costo de deuda a tomar ,

**10. Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿los resultados de la valorización utilizados han sido positivos, negativos o neutros? en la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s).**

Global alimentos ha sido una buena adquisición porque ha sido una de las mayores empresas de cereales en el mercado Peruano

Han sido positivos ya que han permitido tener una buena referencia de las posibilidades de generación de valor post - adquisición

**11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?**

- No se usa como principal referente al precio de la acción de la empresa antes y después de la adquisición, pues la bolsa de lima es un mercado con poca liquidez y no presenta gran transaccionabilidad como para mover el precio.

**12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?**

Con relación al cálculo del CAPM en relación a la tasa sin riesgo usamos la tasa de hoy en día , mas no sería adecuado tomar el histórico. Por ejemplo tomando como referencia los bono del Estado, con relación al cálculo del Beta seleccionamos los valores que componen la rentabilidades de la empresa y tomamos referente la Bolsa de Valores , tomando dentro de ella índices como IGBVL, con relación a la Prima de riesgo del Mercado utilizamos

una multiplicación entre la volatilidad del mercado y la volatilidad del mercado de Estados Unidos.

**13.- Desde su punto de vista ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?**

- Utilizar información veraz y confiable
- Determinar una buena metodología de valoración,
- Agotar los instrumentos financieros para poder aproximar al valor Justo
- El consenso de mercado de los drivers (wacc , tasa de descuento, etc) , los drivers del negocio (como van a crecer las ventas después de realizar la compra y que no sea por un tema coyuntural)
- El asesoramiento con expertos (ayuda con el plan de negocio , el que maneja la categoría (el jefe de área del negocio)
- Ser bastante rígido con la información que estas utilizando (transparencia)

**Muchas gracias.**

**Entrevista Gloria**

**Programa:** Maestría Corporativa Internacional en Finanzas Corporativas y Riesgos Financieros – Lima (MCI 6)

**Guía de entrevista sobre:** Valorizaciones para Adquisiciones.

**Fecha:** 09/02/18

**Lugar (ciudad y sitio específico):** Lima - Perú

**Entrevistador:** Ernesto Palomino Valdivia

**Entrevistado**

**Nombre:** CESAR ABANTO QUIJANO

**Edad:**47

**Posición (dirección, gerencia o departamento):** GERENCIA

**Empresa:** GRUPO GLORIA

**Fecha inicio: (MM/AÑO)** ABRIL 2003

**Fecha de término: (MM/AÑO)** ACTUAL

**Introducción:**

La presente entrevista tiene como finalidad determinar las principales variables y métodos utilizados para la valorización de empresas dentro del contexto de una adquisición, y así mismo determinar el grado de éxito de la operación.

**Características de la entrevista:**

La información vertida será únicamente de uso académico, pueden indicar si requiere confidencialidad sobre algunos de los datos brindados.

**Preguntas**

**1. ¿Cuál es la posición que ocupa u ocupó en la empresa? y ¿cuáles son o eran sus responsabilidades?**

Gerente Planeamiento Financiero Corporativo, mis responsabilidades eran el análisis y control financiero, presupuestación y consolidación, valorización

**2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿cómo realizaban el proceso de valorización de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valorización?**

Actualmente si, antes no. El proceso era en coordinación con la empresa que estaba en venta, ellos generaban un data room con información de mercado y financiera para evaluar la performance histórica y futura de la empresa a evaluar

**3. ¿Participó en algún proceso de valorización para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor coméntenos sobre los procesos realizados para la valorización y los puntos que considere de mayor relevancia.**

Si. No puedo revelar los nombres. Básicamente la labor consistía en entender los racionales detrás de los números que proporcionan, normalizarlo si corresponde y definir un valor empresa y patrimonio histórico, actual y futuro

**4. ¿Cuál fue el método de valorización que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?**

Utilizamos diferentes metodologías , como por ejemplo : El Flujo de Caja Descontado, Múltiplos de EBITDA entre otros, que permitieron dar un mejor resultado al proceso de valorización.

**5. Dependiendo de la metodología de valorización usada ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valorización?**

Es importante el acceso a la información y entrevistas para revalidar algunas dudas que pueden surgir de los números que se analizan, adicional a lo anterior mencionado es entender el entorno en el que opera la empresa

**6. ¿Qué factores considera fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?**

Considero que principalmente :Si generan valor incremental para el negocio, y si generan sinergias con el negocio actual

**7. ¿Cómo la empresa evalúa si el proceso de valorización se realizó de forma correcta y cubre la expectativa del corporativo?**

Condicionamos variables importantes en el desarrollo de la valorización como por ejemplo , el ROI , la cual nos permitió si este se incrementaba posterior a la valorización



**8. ¿Utilizan en algunas ocasiones empresas consultoras para realizar el proceso de valoración? ¿Cuáles? ¿Resultaron conformes con el servicio?**

Si, bancos de inversión con presencia local o internacional, siempre resultando conformes con el resultado.

**9. En su experiencia, sobre los procesos de valoración en los que participó, ¿cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?**

Aciertos: Profundidad de Información

Errores: Asignarle un peso a expectativas no cuantificables (medibles)

**10. Sobre los procesos de valoración en los que participó, ¿los resultados de la valoración utilizados han sido positivos, negativos o neutros? en la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s).**

Ha habido efectos positivos y neutros, ya que es posible que en algún momento alguna externalidad pueda generar un impacto en el modelo originalmente planteado.

**11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?**

No, ya que el mercado peruano no es muy liquido a comparación de mercados como Brasil , Chile , Mexico

**12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?**

Para el cálculo de la Prima de riesgo de mercado utilizamos el consenso de los especialistas (Profesionales inversores , profesionales de fondos de pensiones, etc), en algunos casos utilizamos la diferencia del TIR de la bolsa con un índice sin riesgo. Para determinar la Beta utilizamos regresión entre la rentabilidad histórica de la acción y la rentabilidad que es propia del mercado. En ciertos casos utilizamos los betas de prima de

riesgo de Damodarán. Utilizamos normalmente 3 fórmulas de diferentes autores ,para poder Apalancar o desapalancar el beta , los cuales para nosotros son los más confiables :

Damodarán , Myers y Fernández.

**12.- Desde su punto de vista ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?**

Asegurar que exista información histórica disponible idealmente que sean auditadas por una big four, acceso a entrevistas con ofertantes, conocimiento del mercado donde participa la empresas

**Muchas gracias.**

### **Entrevista Backus**

**Programa:** Maestría Corporativa Internacional en Finanzas Corporativas y Riesgos Financieros – Lima (MCI 6)

**Guía de entrevista sobre:** Valorizaciones para Adquisiciones.

**Fecha:** 09/02/18

**Lugar (ciudad y sitio específico):** Lima - Perú

**Entrevistador:** Ernesto Palomino Valdivia

### **Entrevistado**

**Nombre:** Luis Manuel Guzman Pardo Figueroa, economista. MBA

**Edad:** 55 años

**Posición** Gerente Corporativo de Tesorería y Proyectos

**Empresa:** Grupo Backus (Empresa Actual : El Comercio)

**Fecha inicio:** (MM/AÑO)

**Fecha de término:** (MM/AÑO)

**Introducción:**

La presente entrevista tiene como finalidad determinar las principales variables y métodos utilizados para la valorización de empresas dentro del contexto de una adquisición, y así mismo determinar el grado de éxito de la operación.

### **Características de la entrevista:**

La información vertida será únicamente de uso académico, pueden indicar si requiere confidencialidad sobre algunos de los datos brindados.

### **Preguntas**

**1. ¿Cuál es la posición que ocupa u ocupó en la empresa? y ¿cuáles son o eran sus responsabilidades?**

Ocupo la Gerencia Corporativa de Tesorería en el Grupo El Comercio. He ocupado varios cargos directivos en el Grupo Backus (Director Financiero), en el cual hemos visto compra de empresa, financiamiento de las mismas, fusiones y desvinculaciones.

**2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿cómo realizaban el proceso de valoración de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valoración?**

En la actual empresa que trabajo, existe un grupo que participa en este proceso. En anterior Grupo, existía un área que evaluaba las posibles adquisiciones, etc.

**3. ¿Participó en algún proceso de valoración para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor coméntenos sobre los procesos realizados para la valoración y los puntos que considere de mayor relevancia.**

Si he participado en algunas como: Compra CNC, Cervesur, Cervecera Argentina. La Desvinculación de Negocio de tapas. Evaluación de la compra de la empresa distribuidora de Pepsico, entre otras.

Los roles han sido diversos, desde apoyar la valorización, apoyo en el financiamiento y también en la negociación

**4. ¿Cuál fue el método de valorización que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?**

Entre los métodos usados resalto a la valorización de EBITDA, los posibles valores ocultos, también tener la opinión de un tercero (en especial si es una empresa que cotiza en bolsa), evaluar escenarios, riesgos, etc., y luego contar con flujo de caja descontado que permita generar posibles valores de compra con sus respectivos rangos. Aparte de valor económico, es importante determinar situación financiera de la empresa a adquirir, su deuda, activo y pasivo y cuando se cuente con una posición y negociaciones avanzadas se debe ver incluso un Due diligence , entre otros elementos.

Dentro del modelo de valorización es importante también el Valor Contable y el Valor de las acciones, etc. Se ha usado los métodos de valorización financiera conocidos, siempre basado en análisis de FODA, Pros, Cons, Valor Adicional de la adquisición, Método de Flujo de Caja Descontado, entre otros.

**5. Dependiendo de la metodología de valorización usada ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valorización?**

•Inputs de Valor: Algunos elementos importantes: mercado, potencial del mismo, posibilidad de generar valor al insertarse al grupo económico que compra, (EVALUACIÓN DE SINERGIA)

•Proyección de ingresos y egresos,

•Factores de riesgos

**6. ¿Qué factores considera fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?**

Oportunidad de Generar Valor adicional. Los Valores adicionales basado en sinergias por generar mayores escalas si se compraban empresas que eran su competencia

El proceso de adquisición, en uno que conlleva a varios pasos. El proceso nace de evaluar la presente adquisición dentro de la estrategia del negocio, evaluar como el nuevo negocio generar mayor valor en la corporación, etc. Para ello es necesario, generar los análisis respectivos, la valorización de EBITDA, los posibles valores ocultos, también tener la opinión de un tercero (en especial si es una empresa que cotiza en bolsa), evaluar escenarios, riesgos, etc., y luego contar con flujo de caja descontado que permita generar posibles valores de compra con sus respectivos rangos.

**7. ¿Cómo la empresa evalúa si el proceso de valorización se realizó de forma correcta y cubre la expectativa del corporativo?**

Considero que el Analisis POST-ADQUISICIÓN , a través del flujo de caja de la empresa es importante para ver lo proyectado versus lo real.

Valores empresa que se compra, valor del corporación, utilidades adicionales y dividendos extras.

Validación de las principales variables usadas en la evaluación.

**8. ¿Utilizan en algunas ocasiones empresas consultoras para realizar el proceso de valoración? ¿Cuáles? ¿Resultaron conformes con el servicio?**

Sí, es bien importante la opinión de terceros, por varios motivos : entre ellos para poder determinar una banda de precios y poder tener una mejor negociación.

**9. En su experiencia, sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?**

Considero que entre los principales ERRORES tenemos :

- Influencias internas,
- Sobre valorar ingresos futuros,

- Compras por cuestiones políticas y
- Estrategias que no necesariamente generen valor.
- Como debe manejar la transición y el
- Valor del management

**10. Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿los resultados de la valorización utilizados han sido positivos, negativos o neutros? en la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s).**

El efectuar valorizaciones es un elemento crítico y clave en el proceso de valorización, por lo que en algunos proyectos se tubo buenos resultados y en otros fueron por externalidades ajenas al modelo

**11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?**

En el Perú no es muy usado, pero en otros países, es muy usado y se hace mucho seguimiento al Pre y Ex post

**12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?**

Por lo general asumimos que la tasa libre de riesgo debería ser la de Bonos del tesoro de Estados Unidos, utilizamos además para el cálculo del Beta métodos de regresión del rendimiento de los activos de la empresa frente al mercado, dado que cotizamos en la Bolsa de Valores

**12.- Desde su punto de vista ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?**

Estoy casi 3 meses en la nueva empresa, y aun pocos elementos para dar opinión

**Muchas gracias.**

## **Empresa Lindley**

**Programa:** Maestría Corporativa Internacional en Finanzas Corporativas y Riesgos  
Financieros – Lima (MCI 6)

**Guía de entrevista sobre:** Valorizaciones para Adquisiciones.

**Fecha:** 05/03/18

**Lugar (ciudad y sitio específico):** Lima - Perú

**Entrevistador:** Ernesto Palomino Valdivia

### **Entrevistado**

**Nombre:** Juan Pablo Delgado Salmón

**Edad:** 33 años

**Posición (dirección, gerencia o departamento):** Gerencia de Administración y Finanzas de CDA's

**Empresa:** Arca Continental Lindley

**Fecha inicio:** (09/2014)

**Fecha de término:** (Actualidad)

### **Introducción:**

La presente entrevista tiene como finalidad determinar las principales variables y métodos utilizados para la valorización de empresas dentro del contexto de una adquisición, y así mismo determinar el grado de éxito de la operación.

### **Características de la entrevista:**

La información vertida será únicamente de uso académico, pueden indicar si requiere confidencialidad sobre algunos de los datos brindados.

### **Preguntas**

**1. ¿Cuál es la posición que ocupa u ocupó en la empresa? y ¿cuáles son o eran sus responsabilidades?**



Gerente de Administración y Finanzas – CDA's. Gestionar correctamente los recursos y procesos de administración y finanzas con los distribuidores de la compañía.

**2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿cómo realizaban el proceso de valorización de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valorización?**

Si cuenta con un área específica que realiza estos análisis.

**3. ¿Participó en algún proceso de valorización para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor coméntenos sobre los procesos realizados para la valorización y los puntos que considere de mayor relevancia.**

Si. Solo fue una evaluación preliminar considerando los flujos proyectados de dicha empresa

**4. ¿Cuál fue el método de valorización que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?**

El método utilizado en la mayoría de proyectos fue el de flujos proyectados.

**5. Dependiendo de la metodología de valorización usada ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valorización?**

Considero que los parámetros más importantes son :

- EBITDA proyectado
- Coyuntura sociopolítica asociada al rubro (Variables para determinar oferta/demanda)

**6. ¿Qué factores considera fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?**

El resultado del valor análisis versus la expectativa previa del vendedor (era considerablemente más alta que el análisis realizado) Valor para el vendedor mayor que el valor para el comprador

**7. ¿Cómo la empresa evalúa si el proceso de valorización se realizó de forma correcta y cubre la expectativa del corporativo?**

Se presentaron los análisis a los diferentes foros relacionados, locales (GG) y corporativos

enviando toda la información de análisis para ser revalidada

- Revisión Ejecutiva
- Juicio de Experto

**8. ¿Utilizan en algunas ocasiones empresas consultoras para realizar el proceso de valoración? ¿Cuáles? ¿Resultaron conformes con el servicio?**

En la evaluación preliminar que pude participar no hubo consultoría externa

**9. En su experiencia, sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?**

Entre los Aciertos :

Contar con información financiera con la apertura suficiente para los análisis detallados

y contar con el soporte técnico dependiendo el rubro en el que se evalúa incursionar

**10. Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿los resultados de la valoración utilizados han sido positivos, negativos o neutros? en la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s).**

La evaluación dio la información necesaria para poder tomar una decisión adecuada teniendo pleno conocimiento de los riesgos asociados

**11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?**

No cuento con información al respecto

**12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?**

Para la tasa libre de riesgo llegamos a utilizar un bono que sea emitido por un Banco Central , por ejemplo un bono a 10 años, con relación al riesgo de mercado , utilizamos un periodo de al menos 10 años para minimizar los efectos corto placistas que podrían haber causado externalidades. Para el cálculo del Beta primero hallamos el beta desapalancada (utilizando fuentes como Damodarán). En ciertos casos incluimos el riesgo país ya que nos hace mas realista la formula, con respecto al coste de la deuda utilizamos como base un activo sin riesgo mas un spread de mercado para operaciones de financiamiento.

**13.- Desde su punto de vista ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?**

Un fuerte conocimiento técnico de las herramientas de análisis, tanto desde el aspecto operativo relacionado como de las evaluaciones financieras en si.

- Fuerte conocimiento técnico de las herramientas de análisis operativo
- Fuerte conocimiento técnico de las herramientas de análisis financiero

**Muchas gracias.**

### **Entrevistas de Expertos**

#### **Entrevista BBVA Continental**

**Programa:** Maestría Corporativa Internacional en Finanzas Corporativas y Riesgos Financieros – Lima (MCI 6)

**Guía de entrevista sobre:** Valorizaciones para Adquisiciones.

**Fecha:** 09/02/18

**Lugar (ciudad y sitio específico):** Lima - Perú

**Entrevistador:** Wilson Castillo Oviedo

**Entrevistado**

**Nombre:** Rosangi Chang

**Edad:** 27

**Posición (dirección, gerencia o departamento):** Analista Senior Finanzas

Corporativas

**Empresa:** BBVA Continental

**Fecha inicio:** 06/2017

**Fecha de término:** -

**Introducción:**

La presente entrevista tiene como finalidad determinar las principales variables y métodos utilizados para la valorización de empresas dentro del contexto de una adquisición, y así mismo determinar el grado de éxito de la operación.

**Características de la entrevista:**

La información vertida será únicamente de uso académico, pueden indicar si requiere confidencialidad sobre algunos de los datos brindados.

**Preguntas**

**1. ¿Cuál es la posición que ocupa o ocupó en la empresa? y ¿cuáles son o eran sus responsabilidades?**

Ocupo el cargo de Analista Senior de Finanzas Corporativas, y mis responsabilidades incluyen realizar material de discusión para diversas empresas, perfiles, modelos de valorización y apoyar durante todo el proceso de transacción

**2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿cómo realizaban el proceso de valoración de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valoración?**

Actualmente dentro del BBVA contamos con un Area de Corporate Finance , la cual se encarga de realizar evaluaciones para empresas externas

**3. ¿Participó en algún proceso de valoración para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor coméntenos sobre los procesos realizados para la valoración y los puntos que considere de mayor relevancia.**

He participado en valorizaciones de diversas empresas, entre ellas proyectos de infraestructura (energía). Realicé la valoración de los activos de Duke Energy para un potencial comprador. Realicé una valoración de cada una de las subsidiarias de los activos de Perú, considerando la parte tributaria y contable. Los puntos de mayor importancia son el periodo de la concesión, si hay posibilidad de extensión o no, contrato de concesión per se incluyendo adendas, demanda de energía, potenciales eficiencias que el comprador podría agregar, parte tributaria ya que afecta el pago de los dividendos, estructura de financiamiento de la adquisición, entre otros

**4. ¿Cuál fue el método de valoración que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?**

Se utilizaron los métodos de Flujo de caja descontados (DCF), múltiplos de empresas comparables y múltiplos de transacciones comparables

**5. Dependiendo de la metodología de valoración usada ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valoración?**

Considero que dentro de los más importantes fue la Proyección de flujos, los cuales dependen de la potencial demanda de energía en el futuro, la determinación de una tasa de descuento (Cost of Equity) apropiada así como también se utilizaron múltiplos del sector.

**6. ¿Qué factores considera fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?**

Dependerá de si el comprador es un inversionista financiero o estratégico. En la transacción mencionada anteriormente, era un inversionista financiero, por lo que buscaba optimizar su rentabilidad a través de una estructura de financiamiento óptima, pago eficiente de impuestos ya que eran varias sociedades en diversos países, potenciales sinergias con otras geografías, reducción de costos de la empresa, entre otros.

**7. ¿Cómo la empresa evalúa si el proceso de valorización se realizó de forma correcta y cubre la expectativa del corporativo?**

Se revisa el resultado operativo de la empresa post – adquisición y el grado de efectividad con el que se pueden materializar las sinergias

**8. ¿Utilizan en algunas ocasiones empresas consultoras para realizar el proceso de valoración? ¿Cuáles? ¿Resultaron conformes con el servicio?**

Al usar bancos de inversión se puede obtener una valorización más objetiva y profesional, pero es necesario evaluar el costo – beneficio (se justifica para adquisiciones de montos grandes)

**9. En su experiencia, sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?**

Los principales errores se dan con la consistencia de los métodos, así como el utilizar proyecciones que no se ajustan a la realidad (sobre-estimación de sinergias o demanda). Es necesario utilizar tanto las herramientas como la intuición (conocimiento del mercado) para lograr una buena valoración

**10. Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿los resultados de la valorización utilizados han sido positivos, negativos o neutros? en la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s).**

Han sido positivos ya que han permitido tener una buena referencia de las posibilidades de generación de valor post - adquisición

**11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?**

En el caso de que la empresa sea pública, se utiliza como referencia para ver cómo el mercado ha valorizado la adquisición en el corto plazo

**12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?**

Para nuestro cálculo del Beta , mayormente usamos Betas Comparables , que sean de la misma industria, los mas parecidas posible con relación a nuestro core de negocio , en tamaño y capitalización , adicionalmente tratamos de usar Betas muy cercanos a 1.Para realizar el cálculo de la prima del riesgo de mercado utilizamos la fórmula de Gordon y Shapiro , ya que la rentabilidad que exigimos al mercado debería coincidir con la rentabilidad esperada por el mercado.

**13.- Desde su punto de vista ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?**

Las buenas prácticas incluyen una investigación exhaustiva de la empresa a ser adquirida y de las posibles sinergias que se pueden generar con la adquisición, así como un due dilligence financiero, técnico, comercial, legal, tributaria y contable.

**Muchas gracias.**



## **Entrevista Ernst and Young**

**Programa:** Maestría Corporativa Internacional en Finanzas Corporativas y Riesgos  
Financieros – Lima (MCI 6)

**Guía de entrevista sobre:** Valorizaciones para Adquisiciones.

**Fecha:** 10.09.18

**Lugar (ciudad y sitio específico):** Lima - Perú

**Entrevistador:** Wilson Castillo Oviedo

**Entrevistado:** Fredery Carrasco Rojas

**Nombre:** Fredery

**Edad:** 31

**Posición (dirección, gerencia o departamento):** Gerente de Finanzas Corporativas

**Empresa:** EY

**Fecha inicio:** 01.09.2016

**Fecha de término:** - Presente

### **Introducción:**

La presente entrevista tiene como finalidad determinar las principales variables y métodos utilizados para la valorización de empresas dentro del contexto de una adquisición, y así mismo determinar el grado de éxito de la operación.

### **Características de la entrevista:**

La información vertida será únicamente de uso académico, pueden indicar si requiere confidencialidad sobre algunos de los datos brindados.

### **Preguntas**

**1. ¿Cuál es la posición que ocupa o ocupó en la empresa? y ¿cuáles son o eran sus responsabilidades?**

Gerente de Finanzas Corporativas, me encargo de liderar procesos de fusiones y adquisiciones de empresas así como Valorizar empresas de diferentes sectores y a nivel regional

**2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿cómo realizaban el proceso de valorización de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valorización?**

Si cuenta con un área de Valorización y fusión y adquisiciones. En el Rol de la Valorización, me encargo de liderar todo el proceso de valorización

**3. ¿Participó en algún proceso de valorización para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor coméntenos sobre los procesos realizados para la valorización y los puntos que considere de mayor relevancia.**

Si en varios. Son confidenciales la mayoría. El que es público, en la venta del IFB. El proceso de valorización se consideró contemplando los enfoques de ingresos (flujos de caja descontados) y el enfoque de mercado de modo contraste (múltiplos y transacciones comparables)

**4. ¿Cuál fue el método de valorización que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?**

Se utilizó enfoques de ingresos (flujos de caja descontados) y el enfoque de mercado de modo contraste (múltiplos y transacciones comparables)

**5. Dependiendo de la metodología de valorización usada ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valorización?**

Tasa de descuento, Proyección del Flujo de Caja en base a sus ingresos y costos e inversión en activos

**6. ¿Qué factores considera fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?**

La demanda de activos hacia inversionistas, para poder generar mayor valor en la empresa

**7. ¿Cómo la empresa evalúa si el proceso de valorización se realizó de forma correcta y cubre la expectativa del corporativo?**

Con enfoque de mercado que permitan contrastar el Valor

**8. ¿Utilizan en algunas ocasiones empresas consultoras para realizar el proceso de valoración? ¿Cuáles? ¿Resultaron conformes con el servicio?**

Trabajo en una empresa consultora la cual normalmente realizamos valorizaciones tanto para empresas públicas como privadas.

**9. En su experiencia, sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?**

Errores: Malas estimaciones de tasa de descuento y no aplicar adecuadamente la metodologías. Por ejemplo, la tasa de descuento que usan muchas consultoras o empresas, no son las adecuadas para el sector en el que están. Por ejemplo., descontar un negocio minero con un tasa de 8% en USD cuando el mercado exigen un 10% o 11% a activos en esta industria

**10. Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿los resultados de la valorización utilizados han sido positivos, negativos o neutros? en la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s).**

Positivos en la generación de valor. Por ejemplo, liberar caja para aumentar el valor del negocio, cambiar su estructura de capital, entre otros.

**11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?**

En Perú, no, dado que es un mercado ilíquido que no refleja adecuadamente el Valor de Mercado de la acción. Esto se debe a que son los institucionales los que mueven el Valor de la acción de ciertas empresas

**12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?**

Para el cálculo de la tasa libre de riesgo normalmente tomamos como referencia la rentabilidad que ofrecen los títulos de deuda pública , Con respecto al Beta utilizamos las covarianzas de los retornos de la acción y el índice de la Bolsa , todo dividido a la varianza del índice de la Bolsa , tratamos de utilizar Betas muy cercano a 1 .cabe mencionar que el riesgo de mercado se debería ajustar al riesgo de la empresa en la que se esta invirtiendo.

**13.- Desde su punto de vista ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?**

Considerar las metodologías de valoración adecuadas contemplando el riesgo del activo y la duración de los flujos. Así como la naturaleza de la misma, por ejemplo, si el flujo se construye en términos reales(si inflación) la tasa de descuento a utilizar de ser considera en términos reales.

**Muchas gracias.**

#### **Entrevista BTG Pactual**

**Programa:** Maestría Corporativa Internacional en Finanzas Corporativas y Riesgos Financieros – Lima (MCI 6)

**Guía de entrevista sobre:** Valorizaciones para Adquisiciones.

**Fecha:** 11/Septiembre/2018

**Lugar (ciudad y sitio específico):** Lima – Perú

**Entrevistador:** Wilson Castillo Oviedo Entrevistado

**Nombre:** Gonzalo Calvo Pablos

**Edad:** 26

**Posición (dirección, gerencia o departamento):** Analista

**Empresa:** BTG Pactual

**Fecha inicio:** Enero 2018

**Fecha de término:** -

**Introducción:**

La presente entrevista tiene como finalidad determinar las principales variables y métodos utilizados para la valorización de empresas dentro del contexto de una adquisición, y así mismo determinar el grado de éxito de la operación.

**Características de la entrevista:**

La información vertida será únicamente de uso académico, pueden indicar si requiere confidencialidad sobre algunos de los datos brindados.

**Preguntas**

**1. ¿Cuál es la posición que ocupa o ocupó en la empresa? y ¿cuáles son o eran sus responsabilidades?**

Analista de Banca de Inversión

Mis principales tareas como analista son las siguientes: (i) elaboración de materiales de inversión (Pitch Books, Confidential Information Memorandums y presentaciones corporativas para directorios), (ii) elaboración de modelos financieros incluyendo métodos de valorización de empresas (DCF, Múltiplos Comparables y Transacciones Precedentes) y (iii) análisis macroeconómico y financiero de diferentes industrias

**2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿cómo realizaban el proceso de**

**valorización de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valorización?**

Como banco de Inversión, BTG Pactual cuenta con un área de Investment Banking a través de la cual se ofrecen servicios de asesoría financiera (M&A, ECM & DCM) que incluyen procesos de valorización

El rol que normalmente desempeño en la valorización de una empresa es (i) contacto directo con la gerencia de las compañías y (ii) desarrollar el modelo financiero en base a un Business Plan proyectado discutido con la gerencia

**3. ¿Participó en algún proceso de valorización para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor coméntenos sobre los procesos realizados para la valorización y los puntos que considere de mayor relevancia.**

Participé en el proceso de valorización de Pecsá para la venta de la misma a Primax

Como parte de la venta de Pecsá se desarrolló un modelo financiero incluyendo las principales variables de crecimiento a nivel de ventas, EBITDA y utilidad neta para determinar un flujo de caja disponible para la firma y el accionista. Una vez desarrollado el modelo financiero se analizaron las transacciones históricas dentro de la industria así como los múltiplos de compañías comparables para determinar un rango de precio de venta razonable

**4. ¿Cuál fue el método de valorización que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?**

Descuento de flujos de caja (DCF) como método de valorización principal. También utilizamos múltiplos de compañías comparables y transacciones pasadas dentro de la industria de Oil&Gas para determinar una rango de valor razonable

**5. Dependiendo de la metodología de valorización usada ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valorización?**

Para la elaboración del DCF tuvimos que desarrollar un plan de negocio (Business Plan) muy exhaustivo que se ajustara con las expectativas de crecimiento de la Compañía y del sector de Oil&Gas

**6. ¿Qué factores considera fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?**

Principalmente las sinergias que generaba con el postor final (Primax) y la efectiva integración entre ambos negocios que convertiría a Primax en el jugador #1 del mercado

**7. ¿Cómo la empresa evalúa si el proceso de valorización se realizó de forma correcta y cubre la expectativa del corporativo?**

Dada la competencia en el mercado por comprar el activo (Pecsa) el precio final que se pagó por la Compañía se incrementó en torno a un 40% del rango razonable que en principio habíamos determinado. La significativa (y positiva) diferencia del múltiplo pagado comparado con transacciones precedentes así como la gran satisfacción de los accionistas de Pecsa nos dio razones suficientes para creer en el desempeño correcto de la transacción

**8. ¿Utilizan en algunas ocasiones empresas consultoras para realizar el proceso de valoración? ¿Cuáles? ¿Resultaron conformes con el servicio?**

Normalmente se suele trabajar con auditoras/consultoras (KPMG, PwC, Deloitte & EY) con el fin de realizar el Due Diligence de la empresa en venta. El servicio suele estar a la altura de las expectativas

**9. En su experiencia, sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?**

Aciertos: (i) proyección de los estados financieros muy ajustada para determinar un precio justo por la compañía, (ii) realizar un análisis exhaustivo del mercado para entender los rangos de valor razonables y (iii) contacto con especialistas de la industria para entender mejor el negocio y ajustar ciertas variables fundamentales para la valorización



Errores: (i) no ajustar por riesgo de inflación la tasa de descuento del DCF, (ii) dedicación al 75% al proyecto por la participación en otros proyectos en paralelo y (iii) no haber hecho un análisis de Fairness Opinion como método complementario para determinar si el precio pagado era justo o no.

**10. Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿los resultados de la valorización utilizados han sido positivos, negativos o neutros? en la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s).**

Normalmente han sido resultados muy positivos ya que han generado gran valor para el accionista de la empresa que se estaba vendiendo

**11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?**

Normalmente si ya que es un buen indicador para determinar el valor que perciben los mercados y el potencial de revalorización de la Compañía

**12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?**

Utilizamos distintos métodos para el cálculo del Beta como : Método de varianza , método de correlación , beta sectorial , Para el cálculo del rendimiento de mercado utilizamos las ponderaciones a partir del valor de mercado de cada empresa. Para el rendimiento libre de riesgo utilizamos el T bill.

**13.- Desde su punto de vista ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?**

Involucración de especialistas de diferentes industrias para determinar el mejor método de valorización para una empresa

Consulta continua de la evolución histórica de los mercados de capitales para entender los rangos razonables en los que se debería de mover el precio pagado por una acción

Desarrollo de diferentes escenarios para reflejar las potenciales variables que pueden afectar la valorización de una Compañía

**Muchas gracias.**

### **Entrevista Minsur S.A**

**Programa:** Maestría Corporativa Internacional en Finanzas Corporativas y Riesgos Financieros – Lima (MCI 6)

**Guía de entrevista sobre:** Valorizaciones para Adquisiciones.

**Fecha:** 12/09/2018

**Lugar (ciudad y sitio específico):** Lima - Perú

**Entrevistador:** Wilson Castillo Oviedo

**Entrevistado**

**Nombre:** Jose Luis Sifuentes

**Edad:** 27

**Posición (dirección, gerencia o departamento):** Analista Senior Desarrollo de Negocios

**Empresa:** Minsur S.A.

**Fecha inicio:** Enero 2018

**Fecha de término:** -

**Introducción:**

La presente entrevista tiene como finalidad determinar las principales variables y métodos utilizados para la valorización de empresas dentro del contexto de una adquisición, y así mismo determinar el grado de éxito de la operación.

**Características de la entrevista:**

La información vertida será únicamente de uso académico, pueden indicar si requiere confidencialidad sobre algunos de los datos brindados.

### **Preguntas**

**1. ¿Cuál es la posición que ocupa o ocupó en la empresa? y ¿cuáles son o eran sus responsabilidades?**

Buscar, analizar y ejecutar oportunidades de crecimiento inorgánico de la compañía (M&A, joint venture, desinversiones, proyectos complementarios)

**2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿cómo realizaban el proceso de valorización de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valorización?**

Si, el área de desarrollo de negocios. Somos 2 personas en el área, un gerente y un analista senior

**3. ¿Participó en algún proceso de valorización para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor coméntenos sobre los procesos realizados para la valorización y los puntos que considere de mayor relevancia.**

He participado tanto en procesos sell side (venta) y buy side (compra). En el lado de sell side vimos la venta del 40% de participación del proyecto Mina Justa a Alxar Inversiones. En buy side hemos visto una serie de proyectos, sin embargo, ninguno se concretó debido a distintos motivos (no puedo revelar por confidencialidad). Los procesos para la valorización requieren el levantamiento de información de las diferentes áreas y luego desarrollar el modelo financiero para valorizar el proyecto/empresa. El punto más importante es entender la naturaleza del proyecto antes de plasmarlo en un modelo financiero en Excel.

**4. ¿Cuál fue el método de valorización que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?**

DCF (flujos) es el más importante. También se utiliza comparables (US\$/recurso) en el caso de proyectos, o comparables de cotización, pero son de soporte. Para proyectos mineros también se puede utilizar opciones reales, sin embargo, es menos común al ser una metodología no tan conocida.

**5. Dependiendo de la metodología de valorización usada ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valorización?**

Era llegar a consensos entre las áreas técnicas (operaciones, exploraciones, comercial, finanzas) para tener un modelo financiero y un valor base donde todos podamos estar de acuerdo que se han utilizado los supuestos base en cada ámbito. Luego era que el modelo sea flexible para modelar cada escenario (optimista, pesimista) y ver como el valor variaba en cada escenario. Otros parámetros importantes es tener una tasa de descuento corporativa (que no varía dado que es el costo de oportunidad de la empresa), conocer las implicancias tributarias de cada proyecto y determinar si existen sinergias para la empresa.

**6. ¿Qué factores considera fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?**

Contar con antemano una estrategia o tesis de inversión que “filtre” los proyectos o empresas a analizar. La tesis de inversión sirve para ver si el proyecto a analizar calza en la estrategia de largo plazo de la compañía.

**7. ¿Cómo la empresa evalúa si el proceso de valorización se realizó de forma correcta y cubre la expectativa del corporativo?**

Es un proceso continuo donde contablemente existe la figura del “impairment” si es que en algún momento se “sobrepago” por un activo. En el caso de la minería es complejo dado que el valor de un proyecto es significativamente influido por el precio del metal principal en ese momento, normalmente si el precio cambia drásticamente de un año a otro, el

valor también va a cambiar. Sin embargo, siempre que el proyecto no cambie sus otros supuestos principales (riesgos sociales, costos, capex) la expectativa va a ser la misma.

**8. ¿Utilizan en algunas ocasiones empresas consultoras para realizar el proceso de valoración? ¿Cuáles? ¿Resultaron conformes con el servicio?**

Si, a bancos de inversión internacionales como Citi. Bank of America, Bank of Montreal. Se utilizan cuando se Avanza en un proceso y se necesita de un asesor financiero de cara a negociación para la transacción.

**9. En su experiencia, sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?**

El levantamiento de información es clave y que todas las áreas involucradas en dar información para una valorización esten alineadas.

**10. Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿los resultados de la valorización utilizados han sido positivos, negativos o neutros? en la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s).**

En el caso de la venta ha sido positivo, dado que vendimos a mayor precio de lo que alguna vez compramos. En el caso de buy side, por ahora a sido neutro dado que varios procesos no han podido concretarse, sin embargo las razones para no concretarlo han sido válidas para cada caso.

**11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?**

En el caso de la minería no porque normalmente se analizan proyectos y no empresas, a menos que una empresa solo tenga un proyecto el precio de la acción sería un indicador. Sin embargo, siempre se utiliza como un indicador más del sentimiento del mercado hacia el valor de la empresa/proyecto, mas no es un componente principal como si lo es el DCF/Valor presente neto.

**12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?**

Con relación al cálculo del Beta utilizamos la covarianza de las rentabilidades del valor de la acción y del mercado dividida con respecto a su varianza de las rentabilidades del mercado, adicionalmente es importante señalar que el Beta del grado de apalancamiento de la empresa. En el caso de que no cotice la empresa en la Bolsa tomaremos como referencia empresas de distintos sectores. La Prima de riesgo de mercado la calculamos con la diferencia entre la rentabilidad histórica de la bolsa y la histórica de la renta fija.

**13.- Desde su punto de vista ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?**

Contar con una tesis de inversión

Metodologías definidas para valorizar proyectos de acuerdo a su etapa (proyectos de exploración vs. proyectos en construcción vs. proyectos operativos, tienen diferentes formas de validar un valor).

Coordinación constante con áreas técnicas.

Tener una gama de asesores financieros (bancos de inversión) en caso la transacción avance.

**Muchas gracias.**

### **Entrevista Delfin Amazon Cruises SAC**

**Programa:** Maestría Corporativa Internacional en Finanzas Corporativas y Riesgos Financieros – Lima (MCI 6)

**Guía de entrevista sobre:** Valorizaciones para Adquisiciones.

**Fecha:**

**Lugar (ciudad y sitio específico):** Lima - Perú

**Entrevistador:** Wilson Castillo Oviedo

**Entrevistado**

**Nombre:** Marcela E. Reyes Arrese

**Edad:** 36 años

**Posición (dirección, gerencia o departamento):** Gerente de Administración y Finanzas

**Empresa:** Delfin Amazon Cruises SAC

**Fecha inicio:** 9/10/2012

**Fecha de término:** actualidad

**Introducción:**

La presente entrevista tiene como finalidad determinar las principales variables y métodos utilizados para la valorización de empresas dentro del contexto de una adquisición, y así mismo determinar el grado de éxito de la operación.

**Características de la entrevista:**

La información vertida será únicamente de uso académico, pueden indicar si requiere confidencialidad sobre algunos de los datos brindados.

**Preguntas**

**1. ¿Cuál es la posición que ocupa o ocupó en la empresa? y ¿cuáles son o eran sus responsabilidades?**

La posición es de Gerente de Administración y Finanzas.

La principal función es supervisar el funcionamiento de la empresa en sus diversas áreas, así como asesorar financiera y tributariamente a la empresa en la elaboración de informes y análisis de la situación económica y financiera, evaluación de futuros proyectos,



así como para la absolución de consultas en materia tributaria, laboral y legal de cualquier naturaleza.

**2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿cómo realizaban el proceso de valorización de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valorización?**

La empresa no cuenta con un área de Adquisiciones. La evaluación de proyectos, así como los procesos de valoración se realizan en primera instancia a través de una empresa experta en M&A (fusiones y adquisiciones) con amplia experiencia internacional y participación en todos los procesos transaccionales críticos.

En una siguiente etapa la evaluación es presentada al equipo Gerencial de la empresa para nuestro análisis, revisión y discusión.

Mi rol en un proceso de valorización ha sido tanto el de participar en el due diligence, como en revisar y analizar la parte financiera y proyecciones, así como supuestos para la toma de decisiones.

**3. ¿Participó en algún proceso de valorización para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor coméntenos sobre los procesos realizados para la valorización y los puntos que considere de mayor relevancia.**

He participado en la valorización para algunas empresas y ejecución de nuevos proyectos. Por temas de reserva y confidencialidad no puedo decir el nombre de las empresas.

La valoración empieza con un entendimiento a profundidad de los negocios de la compañía, sus procesos internos, su historia de crecimiento y sus expectativas a futuro; así como la historia y expectativas del mercado en donde se desarrolla. Toda esta información es transformada en información financiera para elaborar un modelo de proyecciones, el cual es la herramienta fundamental para la valorización de la compañía. En este sentido es crucial

que las empresas cuenten con un importante nivel de detalle de su información financiera y comercial y que esta guarde la debida relación con los EEFF de la Compañía.

**4. ¿Cuál fue el método de valorización que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?**

El método principal fue la valorización por flujos descontados de la compañía, cuyo resultado fue contrastado con los múltiplos de valor de compañías comparables listadas y con los múltiplos resultantes de transacciones M&A de compañías comparables.

**5. Dependiendo de la metodología de valorización usada ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valorización?**

Los principales parámetros que se tuvieron en cuenta fue primero la tasa de crecimiento ha utilizarse para realizar las proyecciones. También se tuvo en cuenta diversos supuestos para hallar el costo del capital y la deuda para poder determinar el WACC.

Otro aspecto importante que revisamos fue el EBITDA y el múltiplo valor compañía EV / EBITDA. Adicionalmente se realiza un un ejercicio de empresas y transacciones comparables con la finalidad de contrastar el resultado de la valoración vía FCD.

Por un ejemplo, para una de las compañías analizadas un parámetro importante fue su buen posicionamiento de mercado en sus diferentes unidades de negocio, lo que le permitía mantener históricamente márgenes interesantes y sustentar importantes flujos a futuro. Asimismo, al ser esta compañía parte de una corporación transnacional el costo de oportunidad del capital era comparablemente más bajo que el de otros negocios similares en el Perú; lo que repercutía en altas expectativas de valor de parte de los Vendedores.

**6. ¿Qué factores considera fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?**

En términos generales depende más de una visión estratégica y financiera de la empresa que quiere vender y/o adquirir. En un caso en particular, por ejemplo, llegamos a determinar que una empresa que formaba parte de un grupo se había convertido en un negocio no estratégico para el grupo a pesar que generaba flujos interesantes, por lo que se vio la oportunidad de generar valor a través de esta venta y utilizar estos recursos para otras inversiones más estratégicas del Grupo.

**7. ¿Cómo la empresa evalúa si el proceso de valorización se realizó de forma correcta y cubre la expectativa del corporativo?**

Normalmente las empresas grandes y medianas cuentan con equipos de M&A quienes revisan los reportes de valoración realizados y los contrastan con análisis propios respecto de sus proyecciones. Además siempre se realiza un benchmark del mercado para saber si los resultados obtenidos están acorde con lo que está sucediendo en el mercado.

**8. ¿Utilizan en algunas ocasiones empresas consultoras para realizar el proceso de valoración? ¿Cuáles? ¿Resultaron conformes con el servicio?**

Si, como lo indicamos al principio, siempre hemos contado con la asesoría de una empresa especialista de Banca de Inversión.

**9. En su experiencia, sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?**

Los aciertos que considero relevantes son: (i) Flexibilidad: es sumamente importante que el modelo de proyecciones sea flexible para poder incorporar nuevas situaciones o cambios en los negocios y revisar diferentes escenarios o el impacto de ciertas decisiones en el valor de la compañía; un modelo poco flexible limita el análisis a uno o pocos escenarios y repercute en un mayor trabajo para analizar nuevas opciones. (ii) Utilizar diferentes métodos de valoración: es importante contrastar las valorizaciones de los negocios con diferentes

métodos (i.e. múltiples comparables, valor comercial de los activos, entre otros) para ayudar a la toma de decisiones.

En cuanto a los errores puedo identificar: (i) La falta de conocimiento profundo de la empresa y la industria Por ejemplo se toman los EEFF para hacer proyecciones y se obtienen ratios promedio pero no se analiza si un año un rubro en específico subió o bajo y cuál fue la razón, quizás se debió a un hecho atípico y que no volverá a ocurrir, pero eso no es advertido (ii) Buscar información sólo en internet y no a través de entrevistas directas a personas involucradas en el negocio; (iii) no realizar análisis de sensibilidad que permitan tener respuestas claras y con sustento si es que hay un cambio de escenarios y (iv) Muchas veces se confunde la complejidad de los cálculos y fórmulas de modelos financieros con eficiencia; muchas veces se comenten errores por abusar de complejidad además que mientras más compleja sean las fórmulas y cálculos utilizados en el modelo más difícil podrá ser realizar una revisión o auditoría del modelo para identificar errores.

**10. Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿los resultados de la valorización utilizados han sido positivos, negativos o neutros? en la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s).**

Considero que en general los resultados de un ejercicio de valoración son positivos porque dan perspectiva para la toma de decisiones las cuales podrían incluir comprar o desarrollar de cero, vender o invertir en el negocio, cerrar o repotenciar determinada unidad de negocio, determinar activos estratégicos y no estratégicos; etc.

**11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?**

En general las empresas peruanas que adquieren otras compañías y están listadas suelen estar controladas en porcentajes importantes por un grupo, por lo cual el impacto en el

precio de las acciones en la bolsa no termina siendo importante como ocurre en otros mercados.

**12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?**

Uno de los criterios para entender el cálculo del Beta apalancada, es calcular la media ponderada de los betas de recursos propios y de la deuda. Para el cálculo del riesgo sistemático o de mercado añadimos el riesgo incremental que se deriva del apalancamiento con lo que obtenemos la Beta apalancada.

**13.- Desde su punto de vista ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?**

(i) Tener un real entendimiento del negocio con el fin de poder corroborar que los supuestos de las proyecciones tengan sentido con la historia y el mercado.

(ii) Contrastar métodos de valoración, ayuda a determinar un rango de valor posible y razonable.

(iii) revisión de las proyecciones comparando ratios financieros históricos vs proyectados, así como de la industria y principales competidores.

(iv) Evaluar la situación de mercado (a nivel interno y externo) para identificar posibles factores que puedan alterar en un futuro los supuestos de las proyecciones que sirven de base para una adecuada valoración.

**Muchas gracias.**

### **Entrevista AI Inversiones Palo Alto II**

**Programa:** Maestría Corporativa Internacional en Finanzas Corporativas y Riesgos Financieros – Lima (MCI 6)

**Guía de entrevista sobre:** Valorizaciones para Adquisiciones.

**Fecha:** 11/09/2018

**Lugar (ciudad y sitio específico):** Lima - Perú

**Entrevistador:** Wilson Castillo Oviedo

**Entrevistado**

**Nombre:** Stefano Giorffino Vega

**Edad:** 27 años

**Posición (dirección, gerencia o departamento):** Supervisor de Finanzas

Corporativas

**Empresa:** AI Inversiones Palo Alto II (la “Compañía”)

**Fecha inicio:**

**Fecha de término:**

**Introducción:**

La presente entrevista tiene como finalidad determinar las principales variables y métodos utilizados para la valorización de empresas dentro del contexto de una adquisición, y así mismo determinar el grado de éxito de la operación.

**Características de la entrevista:**

La información vertida será únicamente de uso académico, pueden indicar si requiere confidencialidad sobre algunos de los datos brindados.

**Preguntas**

**1. ¿Cuál es la posición que ocupa o ocupó en la empresa? y ¿cuáles son o eran sus responsabilidades?**

Responsable de las operaciones de finanzas corporativas (procesos de adquisiciones y de tesorería) en coordinación directa con el CFO de la Compañía.

**2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿cómo realizaban el proceso de**

**valorización de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valorización?**

No cuenta con un área específica de Adquisiciones, sino las oportunidades se evalúan en coordinación directa con el fondo de inversión dueño de la participación controladora de la Compañía. El proceso de valorización comienza con el contacto inicial con el Target, con el cual se firman acuerdos de confidencialidad para proteger su información (en caso tenga un asesor financiero, por lo general el contacto es a través de este), una vez se tiene información financiera suficiente como para profundizar en la elaboración del modelo el cual es construido por mi equipo y en constante revisión con el CFO. Encargado de la elaboración, revisión, presentación y sustentación del modelo financiero y sus resultados ante el Directorio de la empresa.

**3. ¿Participó en algún proceso de valorización para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor coméntenos sobre los procesos realizados para la valorización y los puntos que considere de mayor relevancia.**

Sí. No puedo revelar el nombre, pero es una empresa local de un rubro similar a la Compañía cuya tesis de inversión se basó en aumentar capacidades a la Compañía. En una industria de servicios, el punto más importante es la cartera de proyectos ganados y que aseguran los ingresos para los próximos y la capacidad de la empresa en evaluación de poder seguir generando esta cartera. Otro punto relevante es respecto al apalancamiento que, por la naturaleza y disponibilidad de los flujos, debe estar calzada o ser mayor a los plazos de duración promedio de los contratos.

**4. ¿Cuál fue el método de valorización que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?**

Se utilizaron dos metodologías: (i) Flujos de caja descontados y (ii) Transacciones comparables a través de múltiplos. El primer método permite capturar la capacidad de la



empresa de generar flujos futuros considerando de manera detallada cualquier flujo que afecte el retorno de la inversión como el correcto manejo del capital de trabajo y los flujos del servicio de deuda. De manera complementaria, el segundo método permite comparar los resultados del primer método con los resultados de otras transacciones similares que se realizaron previamente o empresas similares.

**5. Dependiendo de la metodología de valorización usada ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valorización?**

En el caso del primer método, lo más importante fue hacer una correcta estimación de la cartera de contratos vigentes del Target, y sobre todo, la capacidad de generación de contratos futuros lo cual se encuentra muy ligado a las posibilidades que el mercado tiene disponible.

**6. ¿Qué factores considera fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?**

En principio, si era posible realizar sinergias entre el Target y la Compañía, tanto por estrategia como por mercados a los que apuntaban ambas empresas. Además, fue muy importante tener claro todo tema legal que involucre una potencial adquisición ya que al tratarse de un mercado de servicios, se tiene muchos obstáculos como la disolución de contratos del Target en caso de cambio de control, entre otros.

**7. ¿Cómo la empresa evalúa si el proceso de valorización se realizó de forma correcta y cubre la expectativa del corporativo?**

En principio se tiene un número base al que se apunta considerando transacciones de empresas similares y otro tanto al feeling propio de la Compañía. La mejor de evaluar si tu valorización es realista es poder castigar lo más posible al Target y aun así ser una operación que asegura un retorno positivo.

**8. ¿Utilizan en algunas ocasiones empresas consultoras para realizar el proceso de valoración? ¿Cuáles? ¿Resultaron conformes con el servicio?**

No, esto debido a que tenemos un equipo potente de valorizaciones y de la mano del fondo de private equity dueño de la empresa se tiene un amplio expertise en este tipo de transacciones.

**9. En su experiencia, sobre los procesos de valoración en los que participó, ¿cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?**

El principal es que ya sean tus proyecciones conservadoras u optimistas, siempre uno debe poder sustentar porque cree que la empresa en cuestión podrá tener desempeño como el que indican las proyecciones.

**10. Sobre los procesos de valoración en los que participó, ¿los resultados de la valoración utilizados han sido positivos, negativos o neutros? en la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s).**

Hasta el momento ha sido positiva, pero no tenemos todavía resultados fehacientes.

**11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?**

No utilizamos este indicador ya que el mercado peruano tiene poca liquidez y no hay gran cantidad de empresas que cotizan.

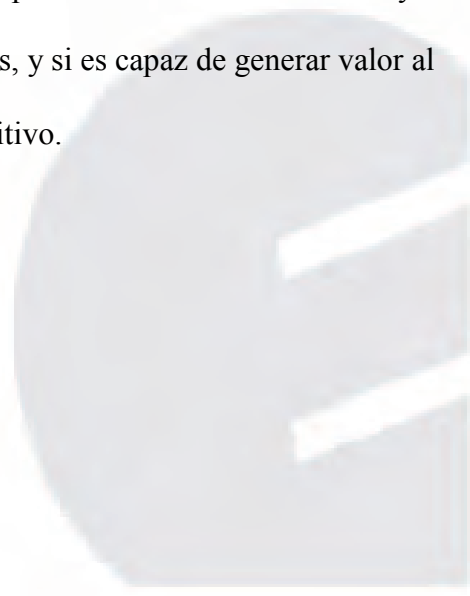
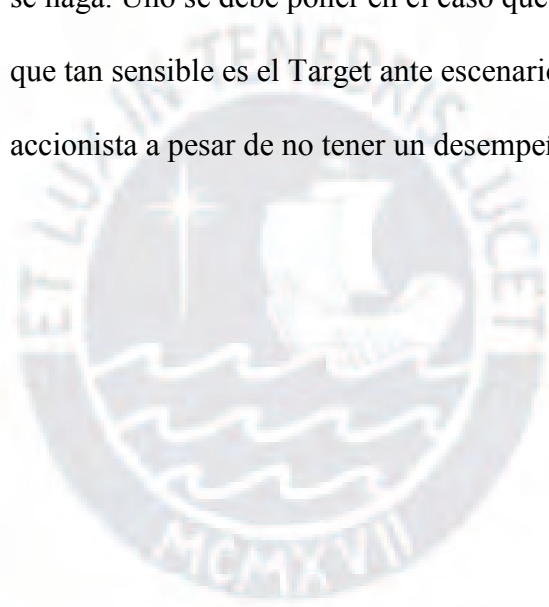
**12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?**

Normalmente utilizamos el Beta desapalancado de la página web de Damodarán , la cual actualiza sus estimados frecuentemente y luego aplican la fórmula del Beta apalancado .El Beta lo calculamos como la división entre las covarianzas del retorno del activo y el retorno del mercado entre la varianza del retorno del mercado. La tasa libre de riesgo

utilizamos el rendimiento que ofrecen los bonos del tesoro de estados unidos (de preferencia los T bills). Respecto al rendimiento del mercado utilizamos como horizonte para evaluarlo el largo plazo , para que los eventos coyunturales no afecten los resultados que podamos obtener del costo de capital.

**13.- Desde su punto de vista ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?**

En principio, ser los más cautos y conservadores respecto a cualquier valorización que se haga. Uno se debe poner en el caso que no todo lo pronosticado resulta como tal y evaluar que tan sensible es el Target ante escenarios de estrés, y si es capaz de generar valor al accionista a pesar de no tener un desempeño tan positivo.



## Apéndice G: Consentimiento Informado

### CONSENTIMIENTO INFORMADO

Yo estoy de acuerdo en participar del proyecto de investigación " Buenas Prácticas de Valorización en el Proceso de Adquisición de Empresas Peruanas que Cotizan en la BVL", el cual está siendo conducido por los estudiantes de la Maestría de Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero VI de la Universidad CENTRUM Católica Business School, bajo la supervisión de su Asesor Manuel Chu Rubio .Entiendo que esta participación es totalmente voluntaria; puedo retirar mi consentimiento en cualquier momento sin ningún perjuicio, y los resultados de dicha participación, que puedan ser identificados como míos, no originaran ningún riesgo para mí.

Me ha sido explicado lo siguiente:

La presente investigación tiene como propósito estudiar y dar a conocer las Buenas Prácticas financieras de valorización de las empresas Peruanas que cotizan en la Bolsa de valores de Lima. En este trabajo se presenta los resultados de un estudio descriptivo, cuyo objetivo fue identificar las prácticas de valoración utilizadas por Empresas Peruanas, enfocado en 2 frentes: las metodologías de valoración más usada, y los factores de éxito que son tenidos en cuenta para reconocer el buen desempeño de una valorización post-adquisición.

Estoy de acuerdo con los siguientes procedimientos:

Entiendo que la recolección de datos forma parte de un estudio integral el cual utiliza como herramienta la Entrevista , con una duración de aproximadamente 1 hora cada una , en las cuales el entrevistador me formulara preguntas acerca de mi experiencia en la rama de Finanzas Corporativas , las cuales se enfocan en los temas de Valorización para adquisiciones de empresas; así como mi participación en dichos procesos , en los cuales detallare sobre los aciertos y dificultades que se llevaron a cabo. Comprendo que pueda negarme a contestar algunas preguntas y también a discontinuar mi participación cuando lo desee, sin ninguna consecuencia alguna.

La información que entregue en esta investigación se mantendrá confidencial y no será publicada en ninguna forma que sea personalmente identificable sin mi previo consentimiento. Se utilizará grabadora durante la entrevista y las respuestas serán transcritas con un código con el fin de proteger mi identidad.

Nombre del Investigador

Nombre del Participante

Firma del Investigador / Fecha

Firma Participante / Fecha

AGRADECEMOS POR FAVOR, FIRMAR ESTE CONSETIMIENTO Y DEVOLVER AL INVESTIGADOR



## CONSENTIMIENTO INFORMADO

Yo estoy de acuerdo en participar del proyecto de investigación " Buenas Prácticas de Valorización en el Proceso de Adquisición de Empresas Peruanas que Cotizan en la BVL", el cual está siendo conducido por los estudiantes de la Maestría de Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero VI de la Universidad CENTRUM Católica Business School, bajo la supervisión de su Asesor Manuel Chu Rubio. Entiendo que esta participación es totalmente voluntaria; puedo retirar mi consentimiento en cualquier momento sin ningún perjuicio, y los resultados de dicha participación, que puedan ser identificados como míos, no originaran ningún riesgo para mí.

Me ha sido explicado lo siguiente:

La presente investigación tiene como propósito estudiar y dar a conocer las Buenas Prácticas financieras de valorización de las empresas Peruanas que cotizan en la Bolsa de valores de Lima. En este trabajo se presenta los resultados de un estudio descriptivo, cuyo objetivo fue identificar las prácticas de valoración utilizadas por Empresas Peruanas, enfocado en 2 frentes: las metodologías de valoración más usada, y los factores de éxito que son tenidos en cuenta para reconocer el buen desempeño de una valoración post-adquisición.

Estoy de acuerdo con los siguientes procedimientos:

Entiendo que la recolección de datos forma parte de un estudio integral el cual utiliza como herramienta la Entrevista, con una duración de aproximadamente 1 hora cada una, en las cuales el entrevistador me formulara preguntas acerca de mi experiencia en la rama de Finanzas Corporativas, las cuales se enfocan en los temas de Valorización para adquisiciones de empresas; así como mi participación en dichos procesos, en los cuales detallare sobre los aciertos y dificultades que se llevaron a cabo. Comprendo que pueda negarme a contestar algunas preguntas y también a discontinuar mi participación cuando lo desee, sin ninguna consecuencia alguna.

La información que entregue en esta investigación se mantendrá confidencial y no será publicada en ninguna forma que sea personalmente identificable sin mi previo consentimiento. Se utilizará grabadora durante la entrevista y las respuestas serán transcritas con un código con el fin de proteger mi identidad.

Wilson Castillo Oviedo

Firma del Investigador / Fecha

Diego Gamero

Firma Participante / Fecha

12/09/2018



AGRADECEMOS POR FAVOR, FIRMAR ESTE CONSETIMIENTO Y DEVOLVER AL INVESTIGADOR

## CONSENTIMIENTO INFORMADO

Yo estoy de acuerdo en participar del proyecto de investigación " Buenas Prácticas de Valorización en el Proceso de Adquisición de Empresas Peruanas que Cotizan en la BVL", el cual está siendo conducido por los estudiantes de la Maestría de Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero VI de la Universidad CENTRUM Católica Business School, bajo la supervisión de su Asesor Manuel Chu Rubio. Entiendo que esta participación es totalmente voluntaria; puedo retirar mi consentimiento en cualquier momento sin ningún perjuicio, y los resultados de dicha participación, que puedan ser identificados como míos, no originaran ningún riesgo para mí.

Me ha sido explicado lo siguiente:

La presente investigación tiene como propósito estudiar y dar a conocer las Buenas Prácticas financieras de valorización de las empresas Peruanas que cotizan en la Bolsa de valores de Lima. En este trabajo se presenta los resultados de un estudio descriptivo, cuyo objetivo fue identificar las prácticas de valoración utilizadas por Empresas Peruanas, enfocado en 2 frentes: las metodologías de valoración más usadas, y los factores de éxito que son tenidos en cuenta para reconocer el buen desempeño de una valorización post-adquisición.

Estoy de acuerdo con los siguientes procedimientos:

Entiendo que la recolección de datos forma parte de un estudio integral el cual utiliza como herramienta la Entrevista, con una duración de aproximadamente 1 hora cada una, en las cuales el entrevistador me formulará preguntas acerca de mi experiencia en la rama de Finanzas Corporativas, las cuales se enfocan en los temas de Valorización para adquisiciones de empresas; así como mi participación en dichos procesos, en los cuales detallaré sobre los aciertos y dificultades que se llevaron a cabo. Comprendo que pueda negarme a contestar algunas preguntas y también a discontinuar mi participación cuando lo desee, sin ninguna consecuencia alguna.

La información que entregue en esta investigación se mantendrá confidencial y no será publicada en ninguna forma que sea personalmente identificable sin mi previo consentimiento. Se utilizará grabadora durante la entrevista y las respuestas serán transcritas con un código con el fin de proteger mi identidad.

Wilson Castillo Oviedo

Firma del Investigador / Fecha



Rosangi Chang

Firma Participante / Fecha

11 Septiembre 2018

AGRADECEMOS POR FAVOR, FIRMAR ESTE CONSETIMIENTO Y DEVOLVER AL INVESTIGADOR



## CONSENTIMIENTO INFORMADO

Yo estoy de acuerdo en participar del proyecto de investigación " Buenas Prácticas de Valorización en el Proceso de Adquisición de Empresas Peruanas que Cotizan en la BVL", el cual está siendo conducido por los estudiantes de la Maestría de Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero VI de la Universidad CENTRUM Católica Business School, bajo la supervisión de su Asesor Manuel Chu Rubio. Entiendo que esta participación es totalmente voluntaria; puedo retirar mi consentimiento en cualquier momento sin ningún perjuicio, y los resultados de dicha participación, que puedan ser identificados como míos, no originaran ningún riesgo para mí.

Me ha sido explicado lo siguiente:

La presente investigación tiene como propósito estudiar y dar a conocer las Buenas Prácticas financieras de valorización de las empresas Peruanas que cotizan en la Bolsa de valores de Lima. En este trabajo se presenta los resultados de un estudio descriptivo, cuyo objetivo fue identificar las prácticas de valoración utilizadas por Empresas Peruanas, enfocado en 2 frentes: las metodologías de valoración más usada, y los factores de éxito que son tenidos en cuenta para reconocer el buen desempeño de una valorización post-adquisición.

Estoy de acuerdo con los siguientes procedimientos:

Entiendo que la recolección de datos forma parte de un estudio integral el cual utiliza como herramienta la Entrevista, con una duración de aproximadamente 1 hora cada una, en las cuales el entrevistador me formulara preguntas acerca de mi experiencia en la rama de Finanzas Corporativas, las cuales se enfocan en los temas de Valorización para adquisiciones de empresas; así como mi participación en dichos procesos, en los cuales detallare sobre los aciertos y dificultades que se llevaron a cabo. Comprendo que pueda negarme a contestar algunas preguntas y también a discontinuar mi participación cuando lo desee, sin ninguna consecuencia alguna.

La información que entregue en esta investigación se mantendrá confidencial y no será publicada en ninguna forma que sea personalmente identificable sin mi previo consentimiento. Se utilizará grabadora durante la entrevista y las respuestas serán transcritas con un código con el fin de proteger mi identidad.

Wilson Castillo Oviedo

Firma del Investigador / Fecha



Marcela Reyes

Firma Participante / Fecha

AGRADECEMOS POR FAVOR, FIRMAR ESTE CONSETIMIENTO Y DEVOLVER AL INVESTIGADOR



## CONSENTIMIENTO INFORMADO

Yo estoy de acuerdo en participar del proyecto de investigación "Buenas Prácticas de Valorización en el Proceso de Adquisición de Empresas Peruanas que Cotizan en la BVL", el cual está siendo conducido por los estudiantes de la Maestría de Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero VI de la Universidad CENTRUM Católica Business School, bajo la supervisión de su Asesor Manuel Chu Rubio. Entiendo que esta participación es totalmente voluntaria; puedo retirar mi consentimiento en cualquier momento sin ningún perjuicio, y los resultados de dicha participación, que puedan ser identificados como míos, no originaran ningún riesgo para mí.

Me ha sido explicado lo siguiente:

La presente investigación tiene como propósito estudiar y dar a conocer las Buenas Prácticas financieras de valorización de las empresas Peruanas que cotizan en la Bolsa de valores de Lima. En este trabajo se presenta los resultados de un estudio descriptivo, cuyo objetivo fue identificar las prácticas de valoración utilizadas por Empresas Peruanas, enfocado en 2 frentes: las metodologías de valoración más usada, y los factores de éxito que son tenidos en cuenta para reconocer el buen desempeño de una valoración post-adquisición.

Estoy de acuerdo con los siguientes procedimientos:

Entiendo que la recolección de datos forma parte de un estudio integral el cual utiliza como herramienta la Entrevista , con una duración de aproximadamente 1 hora cada una , en las cuales el entrevistador me formulara preguntas acerca de mi experiencia en la rama de Finanzas Corporativas, las cuales se enfocan en los temas de Valorización para adquisiciones de empresas; así como mi participación en dichos procesos , en los cuales detallare sobre los aciertos y dificultades que se llevaron a cabo. Comprendo que pueda negarme a contestar algunas preguntas y también a discontinuar mi participación cuando lo desee, sin ninguna consecuencia alguna.


La información que entregue en esta investigación se mantendrá confidencial y no será publicada en ninguna forma que sea personalmente identificable sin mi previo consentimiento. Se utilizará grabadora durante la entrevista y las respuestas serán transcritas con un código con el fin de proteger mi identidad.

Wilson Castillo Oviedo

Firma del Investigador / Fecha

Stefano Giorffino

Firma Participante / Fecha

 / 11/09/18

AGRADECEMOS POR FAVOR, FIRMAR ESTE CONSETIMIENTO Y DEVOLVER AL INVESTIGADOR

## CONSENTIMIENTO INFORMADO

Yo estoy de acuerdo en participar del proyecto de investigación " Buenas Prácticas de Valorización en el Proceso de Adquisición de Empresas Peruanas que Cotizan en la BVL", el cual está siendo conducido por los estudiantes de la Maestría de Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero VI de la Universidad CENTRUM Católica Business School, bajo la supervisión de su Asesor Manuel Chu Rubio. Entiendo que esta participación es totalmente voluntaria; puedo retirar mi consentimiento en cualquier momento sin ningún perjuicio, y los resultados de dicha participación, que puedan ser identificados como míos, no originaran ningún riesgo para mí.

Me ha sido explicado lo siguiente:

La presente investigación tiene como propósito estudiar y dar a conocer las Buenas Prácticas financieras de valorización de las empresas Peruanas que cotizan en la Bolsa de valores de Lima. En este trabajo se presenta los resultados de un estudio descriptivo, cuyo objetivo fue identificar las prácticas de valoración utilizadas por Empresas Peruanas, enfocado en 2 frentes: las metodologías de valoración más usada, y los factores de éxito que son tenidos en cuenta para reconocer el buen desempeño de una valorización post-adquisición.

Estoy de acuerdo con los siguientes procedimientos:

Entiendo que la recolección de datos forma parte de un estudio integral el cual utiliza como herramienta la Entrevista, con una duración de aproximadamente 1 hora cada una, en las cuales el entrevistador me formulara preguntas acerca de mi experiencia en la rama de Finanzas Corporativas, las cuales se enfocan en los temas de Valorización para adquisiciones de empresas; así como mi participación en dichos procesos, en los cuales detallare sobre los aciertos y dificultades que se llevaron a cabo. Comprendo que pueda negarme a contestar algunas preguntas y también a discontinuar mi participación cuando lo desee, sin ninguna consecuencia alguna.

La información que entregue en esta investigación se mantendrá confidencial y no será publicada en ninguna forma que sea personalmente identificable sin mi previo consentimiento. Se utilizará grabadora durante la entrevista y las respuestas serán transcritas con un código con el fin de proteger mi identidad.

Nombre del Investigador

Firma del Investigador / Fecha

Luis GUZMÁN

Nombre del Participante

Firma Participante / Fecha



AGRADECEMOS POR FAVOR, FIRMAR ESTE CONSETIMIENTO Y DEVOLVER AL INVESTIGADOR

## CONSENTIMIENTO INFORMADO

Yo estoy de acuerdo en participar del proyecto de investigación " Buenas Prácticas de Valorización en el Proceso de Adquisición de Empresas Peruanas que Cotizan en la BVL", el cual está siendo conducido por los estudiantes de la Maestría de Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero VI de la Universidad CENTRUM Católica Business School, bajo la supervisión de su Asesor Manuel Chu Rubio. Entiendo que esta participación es totalmente voluntaria; puedo retirar mi consentimiento en cualquier momento sin ningún perjuicio, y los resultados de dicha participación, que puedan ser identificados como míos, no originaran ningún riesgo para mí.

Me ha sido explicado lo siguiente:

La presente investigación tiene como propósito estudiar y dar a conocer las Buenas Prácticas financieras de valorización de las empresas Peruanas que cotizan en la Bolsa de valores de Lima. En este trabajo se presenta los resultados de un estudio descriptivo, cuyo objetivo fue identificar las prácticas de valoración utilizadas por Empresas Peruanas, enfocado en 2 frentes: las metodologías de valoración más usada, y los factores de éxito que son tenidos en cuenta para reconocer el buen desempeño de una valorización post-adquisición.

Estoy de acuerdo con los siguientes procedimientos:

Entiendo que la recolección de datos forma parte de un estudio integral el cual utiliza como herramienta la Entrevista, con una duración de aproximadamente 1 hora cada una, en las cuales el entrevistador me formulara preguntas acerca de mi experiencia en la rama de Finanzas Corporativas, las cuales se enfocan en los temas de Valorización para adquisiciones de empresas; así como mi participación en dichos procesos, en los cuales detallare sobre los aciertos y dificultades que se llevaron a cabo. Comprendo que pueda negarme a contestar algunas preguntas y también a discontinuar mi participación cuando lo desee, sin ninguna consecuencia alguna.

La información que entregue en esta investigación se mantendrá confidencial y no será publicada en ninguna forma que sea personalmente identificable sin mi previo consentimiento. Se utilizará grabadora durante la entrevista y las respuestas serán transcritas con un código con el fin de proteger mi identidad.

Nombre del Investigador

Firma del Investigador / Fecha

CESAR ABAMTO

Nombre del Participante

Firma Participante / Fecha

AGRADECEMOS POR FAVOR, FIRMAR ESTE CONSETIMIENTO Y DEVOLVER AL INVESTIGADOR

## CONSENTIMIENTO INFORMADO

Yo estoy de acuerdo en participar del proyecto de investigación " Buenas Prácticas de Valorización en el Proceso de Adquisición de Empresas Peruanas que Cotizan en la BVL", el cual está siendo conducido por los estudiantes de la Maestría de Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero VI de la Universidad CENTRUM Católica Business School, bajo la supervisión de su Asesor Manuel Chu Rubio .Entiendo que esta participación es totalmente voluntaria; puedo retirar mi consentimiento en cualquier momento sin ningún perjuicio, y los resultados de dicha participación, que puedan ser identificados como míos, no originaran ningún riesgo para mí.

Me ha sido explicado lo siguiente:

La presente investigación tiene como propósito estudiar y dar a conocer las Buenas Prácticas financieras de valorización de las empresas Peruanas que cotizan en la Bolsa de valores de Lima. En este trabajo se presenta los resultados de un estudio descriptivo, cuyo objetivo fue identificar las prácticas de valoración utilizadas por Empresas Peruanas, enfocado en 2 frentes: las metodologías de valoración más usada, y los factores de éxito que son tenidos en cuenta para reconocer el buen desempeño de una valoración post-adquisición.

Estoy de acuerdo con los siguientes procedimientos:

Entiendo que la recolección de datos forma parte de un estudio integral el cual utiliza como herramienta la Entrevista , con una duración de aproximadamente 1 hora cada una , en las cuales el entrevistador me formulara preguntas acerca de mi experiencia en la rama de Finanzas Corporativas , las cuales se enfocan en los temas de Valorización para adquisiciones de empresas; así como mi participación en dichos procesos , en los cuales detallare sobre los aciertos y dificultades que se llevaron a cabo. Comprendo que pueda negarme a contestar algunas preguntas y también a discontinuar mi participación cuando lo desee, sin ninguna consecuencia alguna.


La información que entregue en esta investigación se mantendrá confidencial y no será publicada en ninguna forma que sea personalmente identificable sin mi previo consentimiento. Se utilizará grabadora durante la entrevista y las respuestas serán transcritas con un código con el fin de proteger mi identidad.

Wilson Castillo Oviedo

Firma del Investigador / Fecha

Gonzalo Calvo

Firma Participante / Fecha



11/Sept / 2018

AGRADECEMOS POR FAVOR, FIRMAR ESTE CONSETIMIENTO Y DEVOLVER AL INVESTIGADOR