

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ
ESCUELA DE POSGRADO



Plan Financiero Empresarial:

Caso Supermercados Peruanos S.A.

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

PRESENTADA POR:

Mario Christian Carrasco Gonzáles

Luis Miguel Peña Vera

Héctor Ubaldo Zárate Pomajulca

Asesor: Juan O'Brien Cáceres

Surco, setiembre 2016

Agradecimientos

Consideramos necesario expresar nuestra gratitud a CENTRUM Católica por la experiencia y los conocimientos impartidos, que han permitido enriquecer nuestro nivel académico y profesional. Especialmente al profesor Juan O'Brien Cáceres, nuestro asesor de tesis, por la guía, orientación y soporte brindados, que nos permitieron la elaboración del presente trabajo.



Dedicatorias

A Dios y mis padres Mario Jesús y Flor de María por el regalo de la vida; a mi madre, mi hermana Elizabeth y a Susy por su amor, apoyo constante, motivación y comprensión por el tiempo invertido para obtener este logro.

Mario Carrasco

A mi esposa y mis padres por su apoyo constante y su comprensión por el tiempo que dejé de dedicarles.

Luis Peña

A Dios, por mantenerme con la fortaleza necesaria para cumplir objetivos importantes para mi futuro; a mis padres, por su apoyo incondicional; y mi esposa, por su total comprensión para superar con éxito esta etapa académica.

Héctor Zárata

Resumen Ejecutivo

El presente plan financiero analiza cualitativa y cuantitativamente el contexto en que Supermercados Peruanos S.A. desarrolla sus actividades comerciales, con la finalidad de evaluar el desempeño de su gestión financiera y plantear propuestas de reestructuración que le permitan agregar valor. Para tal efecto se examinó la situación actual de la empresa, su importancia dentro el sector retail peruano y su participación en el subsector supermercados, además se compararon indicadores de sus principales competidores y se proyectaron resultados financieros basados en sus objetivos y metas planteadas, sin dejar de considerar la influencia sistemática del propio sector y el desempeño económico del Perú.

La valorización de la empresa se realizó bajo la metodología del Flujo de Caja Libre Descontado para los siguientes 10 años (periodo entre los 2016 al 2025), según lo que se obtuvo un valor empresa de S/645.9 millones, al cual se restó la deuda financiera y se obtuvo un valor patrimonial negativo del orden de los S/17.1 millones, consecuencia de la fuerte inversión en bienes de capital para la apertura de nuevas tiendas, las cuales no generan los flujos suficientes debido al bajo nivel de ingresos por metro cuadrado de espacio disponible para venta. Adicionalmente se calculó el valor actual neto patrimonial según estructura de pagos propuesta estimado en S/331.7 millones.

Las iniciativas de reestructuración planteadas para que la empresa incremente su valor fueron las siguientes: (a) reducir la inversión propia en infraestructura de tiendas, (b) implementar medidas relacionadas al incremento de la productividad y mejora de eficiencia operativa, y (c) mejorar la negociación de precios con los proveedores para reducir el costo de ventas; asimismo definir una nueva política de reparto de dividendos. Con estas propuestas se estimó un valor patrimonial para Supermercados Peruanos S.A. de S/4,322.5 millones.

Executive Abstract

This financial plan analyzes in a qualitative and quantitative manner the context on which Supermercados Peruanos S.A. carries out its commercial activities in order to evaluate its financial management performance and provide restructuring proposals that may add value to it. Therefore, the current situation of the company, its importance in the Peruvian retail area and its participation in the supermarket subarea were evaluated, indexes from their main competitors were compared, financial results based on objectives and planned goals were projected considering the systematic influence of the area as well as the economic development of Peru.

The company was valued for the next ten years (2016 to 2015 period) using the discounted cash flow methodology; a company value of S/645.9 million was obtained. Then, the financial debt was taken from the aforementioned amount and a negative equity of S/17.1 million was attained as consequence of the strong investment in capital assets to open new stores which do not generate sufficient flow due to the low income per square meter available for sale. The net value of the shareholders was also calculated at S/331.7 million.

The proposals for restructuration provided for the company to increase its value are as follows: (a) reduce the company's investment on store infrastructure, (b) implement measurements to increase productivity and improve operational efficiency and (c) improve price negotiation with suppliers to reduce sale expenses. Using these measurements, an equity value of S/4,322.5 million for Supermercados Peruanos S.A. was estimated.

Tabla de Contenidos

Lista de Tablas.....	viii
Lista de Figuras	x
Capítulo I: Análisis del Sector Retail y Subsector Supermercados.....	1
1.1. Cuantificación de mercado. Crecimiento y tendencias.....	1
1.2. Composición y estructura financiera del sector.....	15
1.3. Análisis financiero y comparables sectoriales.....	19
Capítulo II: Análisis de la empresa Supermercados Peruanos S.A.....	24
2.1. Descripción de la empresa.....	24
2.1.1. Reseña histórica.....	24
2.1.2. Estrategia de la empresa.....	27
2.1.3. Situación financiera de SPSA.....	34
2.1.4. Planes y objetivos estratégicos de la empresa.....	48
2.2. Análisis de valor.....	52
2.2.1. Valorización de la empresa.....	52
2.3. Análisis de sensibilidad.....	63
2.4. Análisis de riesgos en el modelo de valorización.....	72
2.5. Análisis de la estructura de capital.....	78
2.5.1. Estructura de capital óptima.....	78
2.5.2. Análisis de riesgos.....	81
2.5.3. Análisis de posible emisión de acciones o recompra de acciones.....	83
2.5.4. Análisis de posible emisión de deuda y categorización de riesgo.....	84
2.6. Análisis de capital de trabajo.....	85

2.6.1. Óptimos de capital de trabajo.	85
2.6.2. Planteamiento de la línea de crédito eficiente. Propuesta de financiamiento de corto plazo.	86
Capítulo III: Plan Financiero.....	87
3.1. Objetivos y metas del plan.....	87
3.2. Propuestas.	90
3.2.1. Propuestas de reestructuración.	90
3.2.2. Propuestas de implementación.	97
Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones	100
4.1. Conclusiones.....	100
4.2. Recomendaciones.	101
Referencias.....	103
Apéndice A.....	110
Apéndice B.....	113
Apéndice C.....	115
Apéndice D.....	117
Apéndice E.....	119
Apéndice F.....	122

Lista de Tablas

Tabla 1. Indicadores del consumo privado (variación anual en %)	6
Tabla 2. Indicadores de operadores del sector retail en América Latina y Estados Unidos	23
Tabla 3. Participación Patrimonial de Supermercados Peruanos S.A.....	27
Tabla 4. Directorio de Supermercados Peruanos S.A.	28
Tabla 5. Plana Gerencial de Supermercados Peruanos S.A.	28
Tabla 6. Matriz FODA para Supermercados Peruanos S.A.	29
Tabla 7. Matriz de estrategias FODA para Supermercados Peruanos S.A.	30
Tabla 8. Indicadores de Liquidez de SPSA.....	44
Tabla 9. Indicadores de Gestión de SPSA	45
Tabla 10. Indicadores de Endeudamiento de SPSA.....	46
Tabla 11. Indicadores de Rentabilidad de SPSA	47
Tabla 12. Ratio de ingresos por ventas sobre metros cuadrados de tiendas	53
Tabla 13. Población total proyectada en el Perú	54
Tabla 14. Ratio de penetración de mercado de SPSA.....	54
Tabla 15. Ratio de costo de ventas.....	55
Tabla 16. Ratio de gastos operativos.....	56
Tabla 17. Ratio de efectivo sobre ingresos totales	57
Tabla 18. Periodo Promedio de Cobro	58
Tabla 19. Periodo Promedio de Inventario	59
Tabla 20. Periodo Promedio de Pago	59
Tabla 21. Indicadores financieros a diciembre 2015.....	61
Tabla 22. Múltiplo EBITDA de empresas del sector supermercados	62

Tabla 23. Sensibilidad de la tasa de crecimiento de eficiencia (ventas/m ²) en el VAN patrimonial	63
Tabla 24. Sensibilidad de la tasa de crecimiento de penetración de mercado en el VAN patrimonial	64
Tabla 25. Sensibilidad del ratio de costo de ventas entre ingresos en el VAN patrimonial	65
Tabla 26. Sensibilidad del porcentaje de gastos operativos en el VAN patrimonial	65
Tabla 27. Sensibilidad de la tasa de crecimiento a perpetuidad en el VAN patrimonial	66
Tabla 28. Sensibilidad del PPP en el VAN patrimonial.....	67
Tabla 29. Sensibilidad de la tasa de efectivo entre ingresos en el VAN patrimonial	68
Tabla 30. Escenarios ante variación de proporción de costos de ventas y gastos operativos, en el VAN patrimonial.....	69
Tabla 31. Escenarios ante variación de proporción de costos de ventas y tasa de crecimiento de eficiencia (ventas/m ²), en el VAN patrimonial	70
Tabla 32. Escenarios ante variación de proporción de gastos operativos (reducción por eficiencia y por implementación de centro de distribución), en el VAN patrimonial	71
Tabla 33. Estadística descriptiva de simulación de Montecarlo sobre el VAN patrimonial....	73
Tabla 34. Análisis de riesgos y probabilidad de cumplimiento del VAN patrimonial	74
Tabla 35. Inputs de valor para el cálculo de estructura óptima para SPSA en el año 2016.....	78
Tabla 36. Relación de ratio de cobertura, spread y tasa de financiamiento	79
Tabla 37. Cálculo de estructura de capital óptima para SPSA, proyección año 2016	80
Tabla 38. Inversiones en capital de trabajo de SPSA.....	85
Tabla 39. Proyección de inversión por CAPEX AF para mantenimiento.....	92

Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Participación del canal minorista tradicional respecto al total consumo masivo, en países de América Latina, 2015.	2
<i>Figura 2.</i> Participación de supermercados en ventas de consumo masivo en Perú.	2
<i>Figura 3.</i> Fases de desarrollo del sector retail peruano.	4
<i>Figura 4.</i> Variación anual de indicadores macroeconómicos, Perú.	5
<i>Figura 5.</i> Variación anual de crecimiento de ventas por sector, Perú.	6
<i>Figura 6.</i> Evolución de niveles socioeconómico en Lima Metropolitana.	7
<i>Figura 7.</i> Nivel de penetración de mercado, por tipo de negocio retail, por país.	8
<i>Figura 8.</i> Número de tiendas en supermercados, por operador, Perú.	13
<i>Figura 9.</i> Participación de mercado del sector supermercados, Perú.	15
<i>Figura 10.</i> Variación anual de crecimiento de ventas de operadores del sector supermercados, Perú.	16
<i>Figura 11.</i> Eficiencia de operadores del sector supermercados, Perú.	17
<i>Figura 12.</i> Variación anual de indicador Same Store Sales de operadores del sector supermercados, Perú.	18
<i>Figura 13.</i> EBITDA de operadores del sector supermercados, Perú.	19
<i>Figura 14.</i> Margen bruto y margen operativo de operadores del sector supermercados, Perú.	21
<i>Figura 15.</i> Rentabilidad de operadores del sector supermercados, Perú.	22
<i>Figura 16.</i> Número de tiendas y área de ventas comerciales, SPSA.	31
<i>Figura 17.</i> Ingresos totales y costo de ventas, SPSA.	36
<i>Figura 18.</i> Gastos operativos de SPSA.	37
<i>Figura 19.</i> EBITDA y Margen EBITDA de SPSA.	38

<i>Figura 20.</i> EBT, Utilidad Neta y Margen Neto de SPSA.....	39
<i>Figura 21.</i> Activos y Pasivos totales de SPSA.	41
<i>Figura 22.</i> Nuevos metros cuadrados en locales y CAPEX total, SPSA.....	42
<i>Figura 23.</i> Ratios de cobertura financiera de SPSA.	43
<i>Figura 24.</i> Penetración del subsector supermercados en Perú y comparables.	48
<i>Figura 25.</i> Inversiones proyectadas por InRetail Perú Corp., por segmento de negocio (2016-2018).	50
<i>Figura 26.</i> Inversiones proyectadas por InRetail Perú Corp., por categoría (2016-2018).....	51
<i>Figura 27.</i> Probabilidad de certeza del VAN de la empresa para SPSA.	75
<i>Figura 28.</i> Probabilidad de certeza del VAN patrimonial para SPSA.....	76
<i>Figura 29.</i> Probabilidad de certeza del VAN patrimonial SPSA según estructura de pagos. .	76
<i>Figura 30.</i> Sensibilidad de inputs de valor con riesgo sobre el VAN patrimonial.	77
<i>Figura 31.</i> Sensibilidad de inputs de valor con riesgo sobre el VAN patrimonial según estructura de pagos propuesta.	77
<i>Figura 32.</i> Esquema SPSA: variación entre escenario base y reestructuración financiera.....	99

Capítulo I: Análisis del Sector Retail y Subsector Supermercados

1.1. Cuantificación de mercado. Crecimiento y tendencias.

Durante los últimos 10 años el negocio retail ha crecido sustantivamente en el Perú, convirtiéndose en una fuente muy importante de empleo y un canal de venta fundamental para empresas nacionales y extranjeras (Guerrero, 2012). Según publicó Leyton Johns (2013) en el portal web de la revista Retailing, el retail representa a un sector de la economía que engloba a todos los tipos de comercio involucrados en la comercialización masiva de productos y/o servicios uniformes a una cantidad elevada de clientes. El término inglés hace referencia a lo que en español podríamos denominar como comercio minorista o comercio detallista.

Durán y Kremerman (2008) agregaron que el sector retail cubre un gran abanico de necesidades de las personas, tales como la alimentación, vestuario y calzado, el equipamiento para el hogar (artículos electrónicos, menaje, ferretería, jardinería), remedios y artículos de cuidado personal e incluso accesorios básicos para automóviles. Los mismos autores consideraron que el sector se compone principalmente por los subsectores: (a) supermercados, (b) tiendas por departamento, y (c) mejoramiento del hogar, adicionalmente se pueden considerar farmacias y perfumerías, comercio local y otros formatos.

Por su parte Belapatiño, Broncano, Crispin y Perea (2016) refirieron que el sector retail cuenta con dos canales de distribución: (a) el tradicional, que agrupa a los mercados, bodegas, farmacias pequeñas, ferreterías, entre otros; y (b) el moderno, conformado por supermercados, tiendas por departamentos, cadenas de farmacias, tiendas por conveniencia, tiendas de mejoramiento del hogar, etc. Añadieron que este sector es importante para el desarrollo económico del país por ser fuente de inversión, de generación de empleo (especialmente el canal moderno) y de ingresos fiscales.

Durante el año 2015 el canal tradicional en el Perú mantuvo una alta participación con respecto a las ventas totales de consumo masivo (68%), como se observa en la Figura 1. Por su parte los supermercados (que forman parte del canal moderno) presentaron una participación del 17.5%, cuya evolución se muestra en la Figura 2.

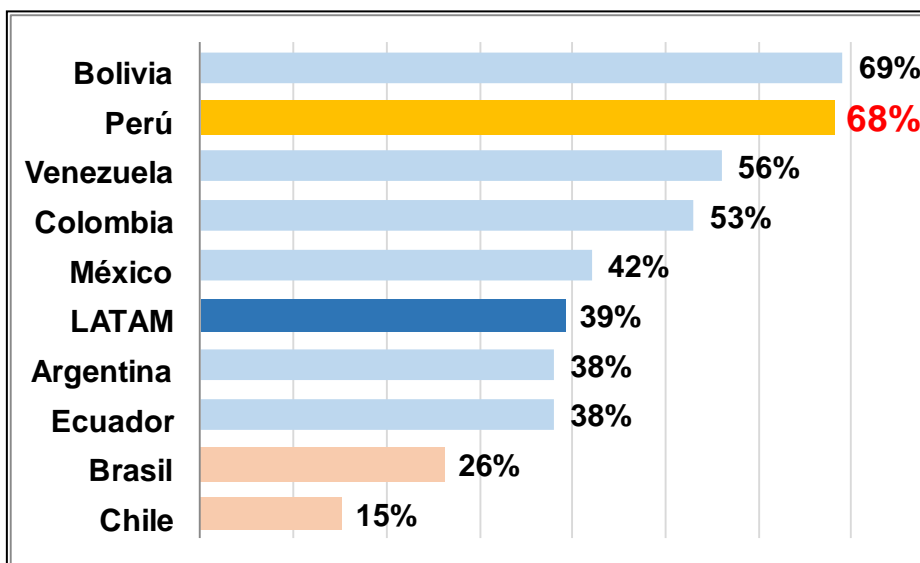


Figura 1. Participación del canal minorista tradicional respecto al total consumo masivo, en países de América Latina, 2015.

Adaptado de “Perú: El sector retail”, por V. Belapatiño, M. Broncano, Y. Crispin y H. Perea, 2016. Recuperado de <https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/peru-el-sector-retail>

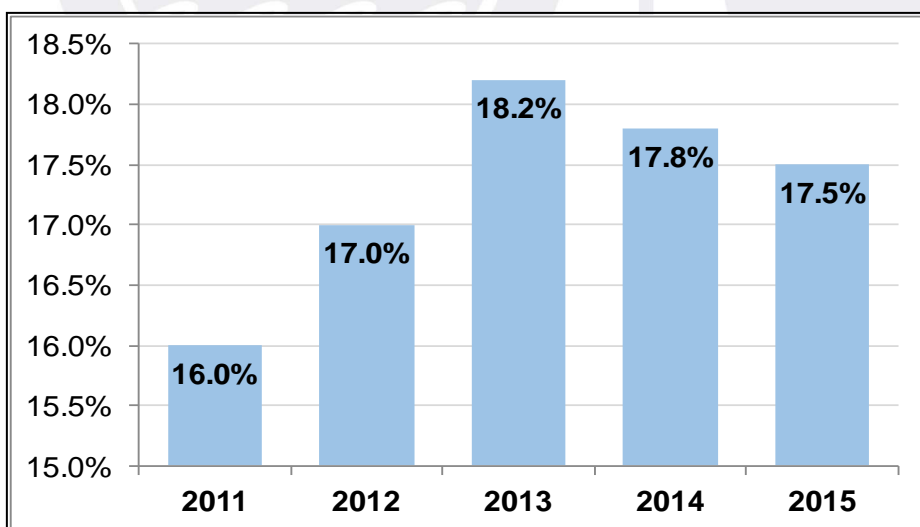


Figura 2. Participación de supermercados en ventas de consumo masivo en Perú.

Adaptado de “Perú: El sector retail”, por V. Belapatiño, M. Broncano, Y. Crispin y H. Perea, 2016. Recuperado de <https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/peru-el-sector-retail>

Entre los principales indicadores utilizados para valorar el desempeño del sector retail destaca el Índice Global de Desarrollo de Retail (IGDR) que categoriza a los 30 países emergentes con mayor perspectiva de crecimiento y atracción de las inversiones para el sector retail (A.T. Kerney, 2014), el cual basa su evaluación en los siguientes criterios:

- riesgo del país y riesgo para la generación y desarrollo de los negocios;
- atractivo del mercado, según lo cual se analiza el nivel de ventas de retail, población total, población urbana y eficiencia de negocios;
- saturación de mercado, determinado como porcentaje del retail moderno, internacional y por habitante urbano; y
- dinámica de crecimiento, que indica el nivel o ritmo de crecimiento del sector.

Además el reporte del IGDR evalúa a los países y los clasifica en alguna de las siguientes cuatro fases (A.T. Kerney, 2015):

1. Apertura, caracterizada por un crecimiento de la clase media, consumidores dispuestos a explorar formatos organizados y gobiernos con menores restricciones empresariales.
2. Auge o expansión máxima, caracterizada por consumidores expuestos a marcas internacionales, desarrollo de centros comerciales y panorama favorable para negocio inmobiliario.
3. Madurez, caracterizado por una expansión significativa del gasto de los consumidores, mayor dificultad para obtener propiedades adecuadas al crecimiento esperado del sector y una mayor competencia local con altos estándares de sofisticada.
4. Cierre, caracterizado por un mayor uso de los canales del retail moderno por parte de los consumidores, incremento del gasto discrecional, mayor competencia por parte de retail locales y extranjeros, e inmuebles más costosos y de difícil adquisición.

Al cierre del año 2014 el Perú descendió un puesto en el ranking del IGDR y se ubicó en el décimo tercer lugar debido a que el mercado se hizo menos atractivo por un menor crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI) local. Este escenario se agravó aún más en el año 2015 debido a que dicho índice reportó al Perú tres posiciones más abajo, pasando al puesto décimo sexto (A.T. Kerney, 2015), principalmente debido a un mayor riesgo para el desarrollo de negocios. A pesar de los descensos en el ranking IGDR durante los años 2014 y 2015, el reporte mantiene al Perú en la fase de “expansión máxima” por lo que se considera que el mercado aún se encuentra con amplio potencial para continuar creciendo, según se muestra en la Figura 3. Especialistas del BBVA Research destacaron también que el Perú se ubicó en el puesto 16 dentro del análisis de 30 países en desarrollo más atractivos para la inversión en el sector retail y en el cuarto puesto con relación a América Latina (Belapatiño, Broncano, Crispin, & Perea, 2016). El punto fuerte del Perú es la baja penetración del mercado, sin embargo muestra debilidad en variables más estructurales como facilidad para hacer negocios, calidad de infraestructura y costos empresariales.

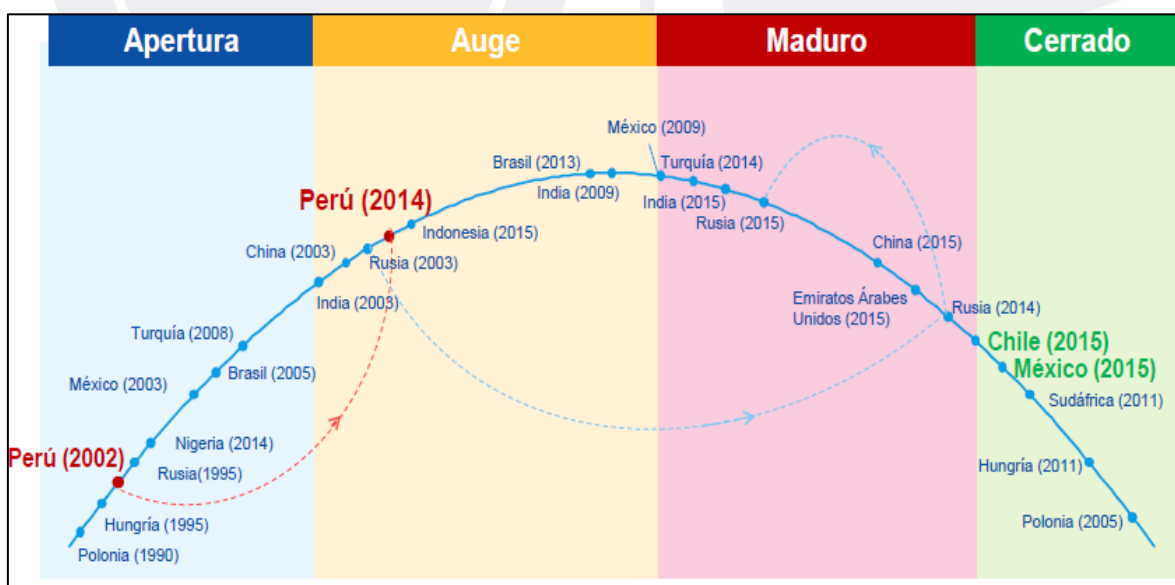


Figura 3. Fases de desarrollo del sector retail peruano.

Tomado de “Perú: El sector retail”, por V. Belapatiño, M. Broncano, Y. Crispin y H. Perea, 2016. Recuperado de <https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/peru-el-sector-retail>

Los últimos resultados obtenidos en el ranking del IGDR también fueron consecuencia del impacto generado por la desaceleración de la economía peruana a partir del año 2014, especialmente en lo relacionado al crecimiento del PBI Real y de la Demanda Interna, tal y como se puede apreciar en la Figura 4.

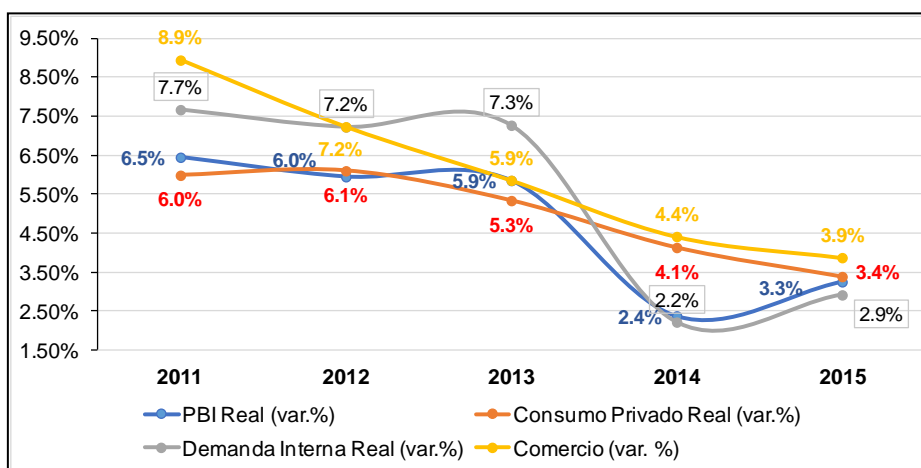


Figura 4. Variación anual de indicadores macroeconómicos, Perú.

Adaptado de “Análisis del Sector Retail: Supermercados, Tiendas por Departamento y Mejoramiento de Hogar”, por Equilibrium, 2015. Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/sectorialretailmar15.pdf>

El presente estudio financiero se centra en el análisis del subsector supermercados dentro del esquema retail peruano. Pérez, Pita & Vergara (2012) definieron al supermercado como un establecimiento comercial de ventas al detalle que tiene como finalidad ofertar a los consumidores una gran variedad de categorías, marcas, productos y precios, los cuales se caracterizan por estar exhibidos. Además señalaron que los clientes eligen la mercadería de su preferencia a través de un sistema de autoservicio, al finalizar su compra la cancelan en cajas de pago distribuidas linealmente a la salida del supermercado. Los autores también resaltaron que los establecimientos organizan los productos en función de una distribución económica de espacios que define la disposición física de la sala de ventas, y utilizan góndolas para marcar y dividir claramente las categorías de productos, buscando maximizar la rentabilidad de la superficie disponible para las ventas.

Tomando en consideración al mercado peruano, según información reportada por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP, 2015) la desaceleración registrada en el PBI real durante los años 2014 y 2015 no generó un impacto sustancial en el nivel de crecimiento de los supermercados, además se resaltó que el crecimiento del PBI Comercio al por menor ha sido menor al registrado por el sector supermercados durante los últimos dos años, como se muestra en la Tabla 1; estos resultados se explicarían debido a que los productos ofrecidos por las cadenas minoristas de supermercados son básicamente de primera necesidad.

Tabla 1

Indicadores del consumo privado (variación anual en %)

	2014				2015		
	Trim. 1	Trim. 2	Trim. 3	Trim. 4	Trim. 1	Trim. 2	Trim. 3
PBI Comercio al por menor	5.6	5.6	5.0	4.0	4.3	2.4	3.1
Supermercados (soles costantes)	9.3	9.4	9.1	9.9	8.0	5.3	4.3

Nota. Información disponible a agosto del año 2015. Adaptado de “Informe Macroeconómico Tercer Trimestre”, por BCRP, 2015.

En el mismo sentido, la Figura 5 permite visualizar que la desaceleración económica generó un menor impacto sobre el sector supermercados, en comparación a las variaciones del sector comercio (como se observó en la Figura 4).

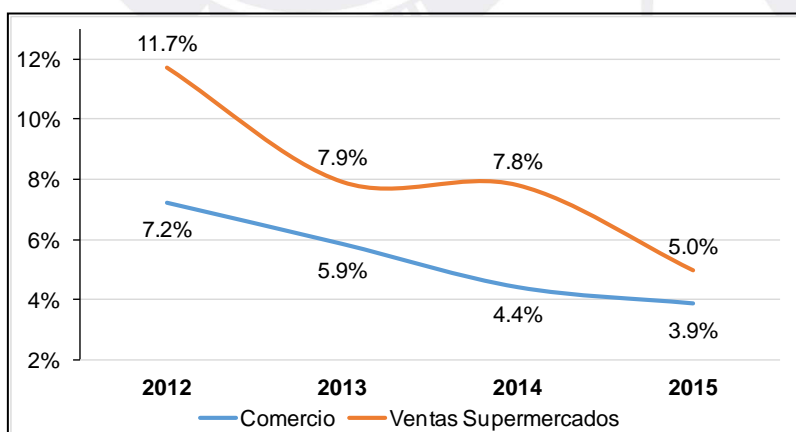


Figura 5. Variación anual de crecimiento de ventas por sector, Perú.

Adaptado de “Menor crecimiento de la economía pegó al sector retail” por A. Mendieta, 2016, *Perú21, Economía*. Recuperado de <http://peru21.pe/economia/menor-crecimiento-economia-pego-al-sector-retail-2245113>

Por otro lado Equilibrium (2015) identificó en Lima Metropolitana (principal ciudad donde se desarrolla el mercado retail en el Perú) un considerable incremento de la clase media poblacional durante los últimos años. Desde el año 2009 el nivel socioeconómico (NSE) C ha experimentado un constante incremento desde 31.8 % hasta alcanzar niveles de 40.8% del total de la población a fines del año 2014, tal como se puede observar en la Figura 6. Se ha estimado que el incremento de la clase media en Lima Metropolitana (considerada básicamente como el NSE C) ha impactado en el aumento de los patrones de gasto de la población, debido a que una mayor cantidad de personas dispusieron de mayores y mejores recursos para satisfacer sus necesidades de consumo, lo cual benefició de manera importante al sector retail en general y por consiguiente al subsector supermercados.

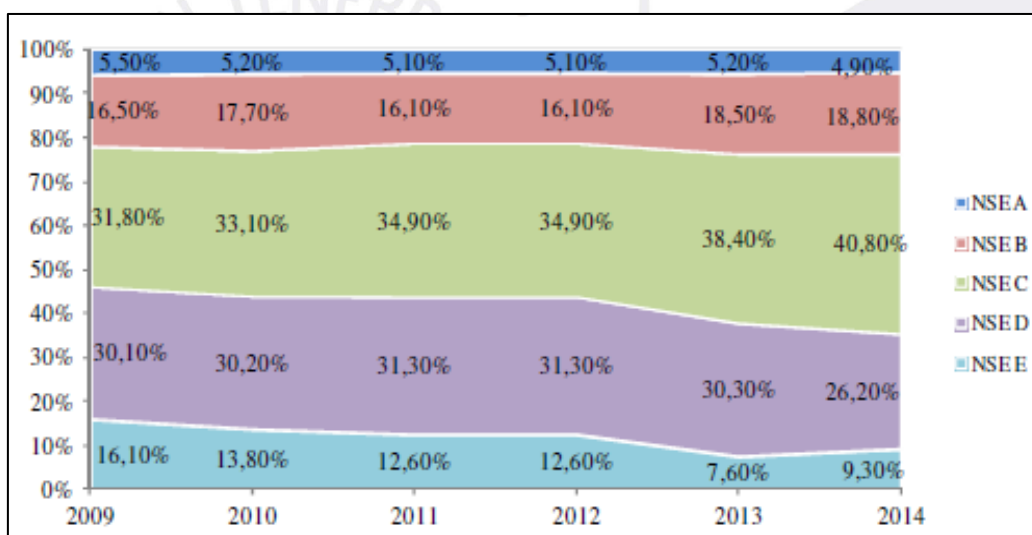


Figura 6. Evolución de niveles socioeconómico en Lima Metropolitana. Tomado de “Análisis del Sector Retail: Supermercados, Tiendas por Departamento y Mejoramiento de Hogar”, por Equilibrium, 2015. Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/sectorialretailmar15.pdf>

Otro factor importante a considerar dentro del análisis del sector retail peruano es el reducido grado de penetración de las tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y supermercados con relación al resto de países de la región latinoamericana; indicador medido como el área disponible en tiendas comerciales por cantidad de habitantes en cada localidad.

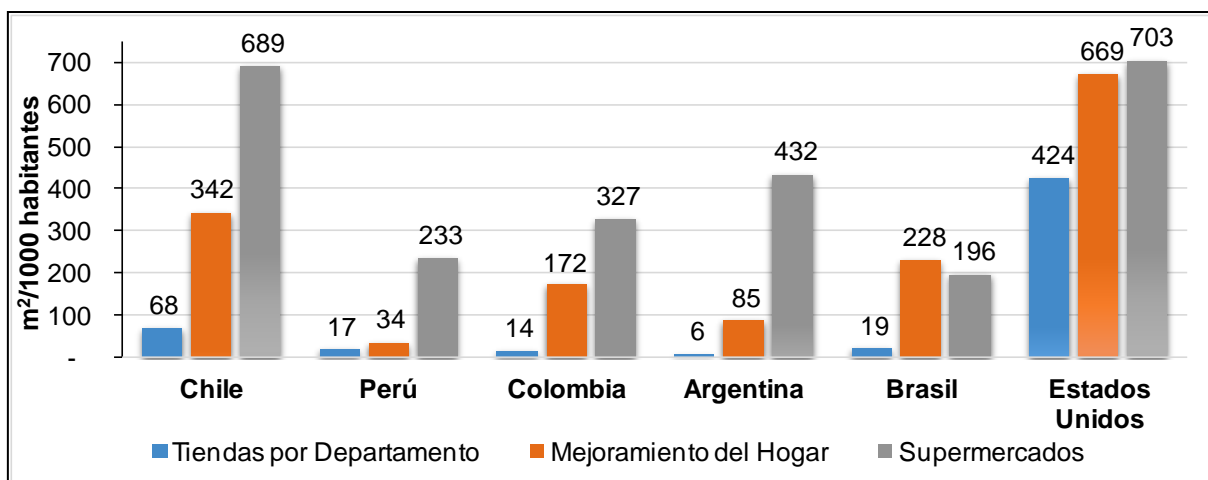


Figura 7. Nivel de penetración de mercado, por tipo de negocio retail, por país. Adaptado de “Presentación Corporativa Primer Trimestre”, por Cencosud, 2015, *Inversionistas*. Recuperado de <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/eventos-y-presentaciones/presentaciones/default.aspx>

En la Figura 7 se muestra que el Perú ha presentado indicadores más bajos en los tres tipos de negocio retail en comparación con mercados más desarrollados como los de Chile y Estados Unidos, según lo cual se puede considerar que el mercado peruano mantiene un gran potencial de desarrollo en el sector minorista. Analizando específicamente los indicadores del sector supermercados, se observó que Chile alcanzó un elevado nivel de metros cuadrados disponibles para ventas en tiendas (689 m² por cada mil habitantes), el mismo que significó prácticamente tres veces respecto al ratio de los espacios disponibles en Perú (233 m² por cada mil habitantes); dicha diferencia se incrementa en caso se realizara la comparación con el mercado de supermercados de Estados Unidos, el cual es considerado como uno de los más desarrollados a nivel mundial, que alcanzó niveles de 703 m² por cada mil habitantes.

Centrando el análisis en el subsector supermercados, Equilibrium (2015) destacó que:

- Las empresas peruanas han demostrado que a pesar de la desaceleración de la economía local han mantenido y planean continuar con sus planes de inversión y crecimiento orgánico, a través de la puesta en marcha de nuevos proyectos para la

construcción de tiendas minoristas, así como por la búsqueda de mejora continua en la eficiencia de sus ratios de ventas por metro cuadrado de inversión.

- La cultura de compras en centros comerciales y retail modernos de autoservicios en el mercado peruano ha atravesado un proceso de constante crecimiento durante los últimos años, tendencia que se espera continúe en el mediano plazo especialmente en los hogares de clase media y alta.
- Se ha identificado la existencia de un amplio potencial relacionado al uso de la tecnología en el mercado retail, también conocido como comercio electrónico, el cual se encuentra en una etapa de desarrollo incipiente; sin embargo por un tema cultural propio del Perú se estima que la evolución de este nuevo modelo de negocio aún no sea tan rápida.
- Durante los últimos años los empresarios del sector retail peruano han atravesado cada vez mayores problemas para conseguir nuevas localidades disponibles donde realizar sus inversiones, especialmente en las principales áreas metropolitanas del país (básicamente Lima y capitales de provincias); sin embargo se puede considerar que aún existe un importante potencial de crecimiento para el sector retail en ciudades medianas y pequeñas. En este sentido se ha estimado para los próximos años un crecimiento importante en el mercado de provincias como consecuencia de la falta de espacios en la capital del país.
- El dinamismo observado en el sector retail ha estado vinculado al ritmo del crecimiento económico nacional, así como a la evolución del crédito de consumo impulsado especialmente por la emisión y expansión en el uso de las tarjetas de crédito; se ha considerado que dichas relaciones se mantendrán en el corto y mediano

plazo. Sin embargo se debe tomar en cuenta que el mencionado incremento en los créditos de consumo conlleva a un aumento en el riesgo de mayores índices de morosidad, los cuales podrían impactar negativamente en la economía local y posteriormente en la desaceleración del consumo privado.

- El sector supermercados peruano ha mostrado a la fecha una baja penetración de comercio moderno, lo cual representa un potencial de crecimiento a ser explotado en el corto plazo.

Durante los últimos años el rubro de supermercados ha sido uno de los sectores con mayor dinamismo dentro del sector retail en el Perú, habiendo alcanzado ingresos totales en ventas por alrededor de S/11,500 millones en el año 2015, lo cual significó un incremento del 6% con relación al monto de las ventas del año anterior (Scotiabank Perú, 2015); ésta evolución continua en la actividad del sector se reflejó también en el constante crecimiento del número de tiendas comerciales de las principales cadenas de supermercados, las cuales han realizado importantes inversiones en infraestructura tanto en Lima como en provincias. Se estima que a la fecha los supermercados desarrollan sus actividades en un área promedio de 2,800 metros cuadrados donde comercializan abarrotes, carnes y servicios de pastelería y panadería, así como también electrodomésticos y otros productos para el hogar.

En el mismo sentido Infomarketing (2016) estimó que el desempeño de los cuatro factores claves que impulsaron el crecimiento de la economía peruana durante el año 2015 mantendrán comportamientos similares durante el presente año 2016, entre lo que se puede destacar: (a) el mercado laboral formal seguirá con tendencias difíciles, (b) la depreciación de la moneda local continuará aunque a un menor ritmo, (c) la inflación se mantendrá por encima del 3%, y (d) los créditos de consumo deberán moderar su crecimiento en un contexto donde

los ingresos de las familias no crecen. Por lo tanto se estima una desaceleración del consumo de los hogares en el año 2016 que generará dinámicas de compra distintas en los próximos meses; en ese sentido se espera que las ventas de la industria retail moderno crezcan alrededor de 4.5% en el año 2016 y a partir del año 2017 se podrían observar mejoras en las tasas de crecimiento del sector.

Por otra parte, examinando a los participantes del subsector supermercados en el Perú, a la fecha el mercado se encuentra controlado por tres grandes operadores: (a) Supermercados Peruanos S.A. (en adelante SPSA) empresa vinculada del grupo Interbank, (b) la cadena de supermercados Wong y Metro (en adelante Wong) perteneciente al grupo Cencosud, y (c) la cadena de hipermercados Tottus (en lo sucesivo Tottus) que forma parte del grupo Falabella. Adicionalmente se puede mencionar a la cadena de tiendas Makro, organización comercial mayorista de productos alimenticios y no alimenticios que pertenece al grupo holandés Steenkool Handels Vereeniging. Para el presente estudio sin embargo se hará énfasis en los tres primeros grupos debido a que son los que dominan el mercado peruano de supermercados (Scotiabank Perú, 2015).

Supermercados Peruanos S.A. pertenece a InRetail Perú Corp. y forma parte del grupo peruano Interbank, cadena que contaba a fines del año 2015 con 106 tiendas a nivel nacional que desarrollaron sus actividades comerciales en un área total de 288,241 metros cuadrados (InRetail Perú Corp., 2016), correspondientes a tres modelos de tiendas: (a) 66 hipermercados denominados “Plaza Vea”, (b) 38 supermercados operativos bajo las razones comerciales “Plaza Vea Súper” (30) y “Vivanda” (ocho), y (c) dos tiendas de descuento llamadas “Mass”. La compañía se constituyó en junio del año 1979 bajo la denominación social de Promociones Camino Real S.A., en mayo del año 1993 se acordó modificar el nombre a Supermercados

Santa Isabel S.A. y finalmente en marzo del año 2004 la Junta General de Accionistas de la empresa modificó el nombre a Supermercados Peruanos S.A. que es la razón social con la que opera a la fecha. En agosto del año 2012 InRetail Perú Corp. adquirió el 99.98% del capital de la sociedad y por acuerdo de la Junta Directiva de InRetail Perú Corp. las acciones se integraron al denominado Patrimonio en Fideicomiso D.S. N° 093-2002-EF-InRetail Consumer.

La cadena de supermercados Wong y Metro pertenece al grupo chileno Cencosud y de acuerdo con información publicada en su portal web (Cencosud, 2016c) inició sus operaciones en Perú como una bodega fundada por su anterior dueño Erasmo Wong Chiang en el año 1942; posteriormente en el año 1983 se fundó el primer supermercado y se abrieron dos tiendas adicionales en Miraflores, mientras que en el año 1992 se estableció el formato de Hipermercados Metro. A finales del año 2007 el grupo Cencosud de Chile (que también cuenta con operaciones relacionadas al negocio retail en Argentina, Brasil y Colombia) adquirió el 100% de las acciones de la empresa peruana, con lo cual se consolidó como uno de los grupos del sector retail más importantes con operaciones en América Latina. Al cierre del año 2015 Wong disponía de 90 locales comerciales que ocupaban un espacio total de 269,526 metros cuadrados y a la fecha se encuentra en constante proceso de expansión (Cencosud, 2016b).

Hipermercados Tottus es una empresa vinculada al grupo Falabella de capitales chilenos que inició sus operaciones en Perú en julio del año 2004, a la fecha opera sus tiendas bajo las razones comerciales de Hipermercados Tottus e Hipermercados Tottus Oriente. Al cierre del año 2015 tenía aproximadamente 189,000 metros cuadrados correspondientes a 52 locales comerciales (Falabella, 2016).

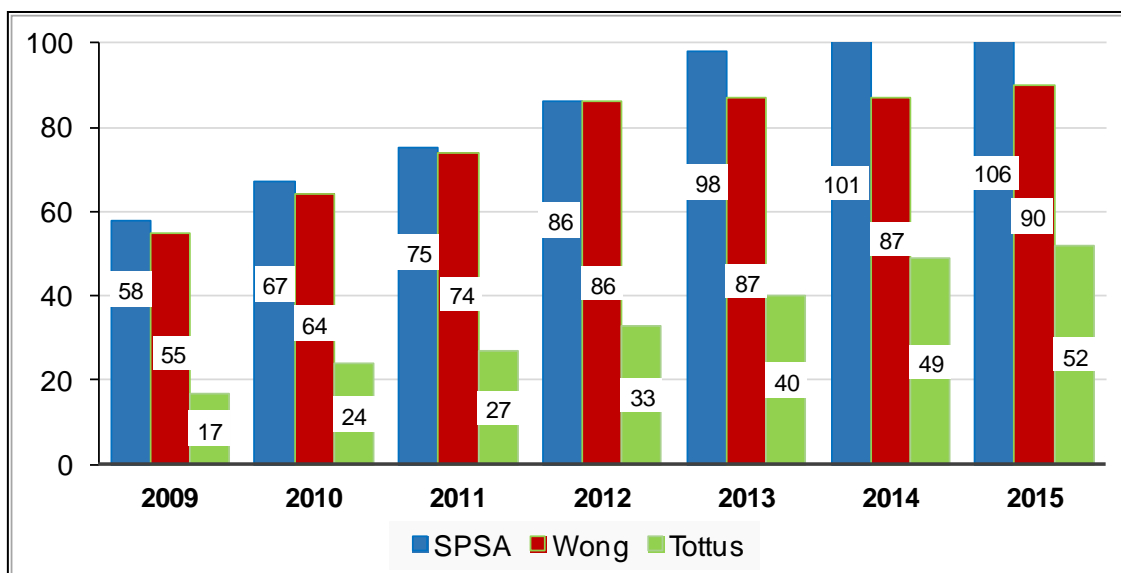


Figura 8. Número de tiendas en supermercados, por operador, Perú.

Adaptado de “Análisis del Sector Retail: Supermercados, Tiendas por Departamento y Mejoramiento de Hogar”, por Equilibrium, 2015. Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/sectorialretailmar15.pdf>

Actualizados con información corporativa de InRetail Perú Corp., Cencosud y Falabella.

El crecimiento dinámico del sector retail y la intensa competencia entre las empresas por ganar participación de mercado, originó que entre los años 2009 y 2015 el número de tiendas totales de los tres principales grupos participantes en el subsector supermercados en el Perú se incrementara en 91%, pasando de 130 hasta 248 locales comerciales. En la Figura 8 se observa la evolución del número de tiendas a nivel nacional, donde destacó el crecimiento que mantuvieron a fines del año 2015 tanto SPSA y Wong lo cual evidenció el marcado liderazgo que han sostenido estas empresas basado en los años de trayectoria que han mantenido en el mercado de supermercados peruano; por su parte Tottus presentó una tasa de crecimiento más pronunciada, pero con un número de tiendas bastante menor que sus comparables. Analizando la tasa de crecimiento con respecto a la cantidad de tiendas comerciales que ha mantenido cada empresa entre los años 2009 y 2015, se puede destacar el evidente liderazgo que registró Tottus con un incremento de 205%, mientras que SPSA alcanzó 83% y finalmente Wong registró 64%.

Se puede destacar adicionalmente que el sector supermercados en el Perú ha desarrollado una política de crecimiento basada en altos niveles inversión dirigida principalmente a la construcción y acondicionamiento de nuevos locales comerciales. A pesar de este incremento constante en el número de tiendas durante los últimos años, como se visualiza en la Figura 8, SPSA y Wong disminuyeron considerablemente su ritmo de crecimiento desde el año 2013, estrategia que también adoptó Tottus a partir del año 2014, debido a los efectos desfavorables generados por la crisis económica internacional que impactó en la desaceleración del consumo del mercado peruano (Gestión.pe, 2015a). En ese sentido la industria de supermercados ha reducido su proceso de expansión en el año 2015 cuando alcanzó la tasa de crecimiento más baja de los últimos seis años (4.64%), con la inauguración de únicamente 11 tiendas, en comparación con las 25 tiendas que se pusieron en operación en el año 2010.

Con relación a la participación de mercado del sector con respecto a las ventas, Equilibrium (2015) presentó la distribución que obtuvieron los tres grupos a marzo del año 2015, donde resaltó el liderazgo de Wong (38%), seguido por SPSA (35%) y Tottus (27%); en función de lo cual se destacó que Wong superó a SPSA en este indicador a pesar de contar con una menor cantidad de tiendas, lo cual implicó una mayor eficiencia de ventas por cada tienda disponible; asimismo Tottus logró una participación de mercado cercana a sus competidores a pesar de contar con aproximadamente la mitad de tiendas comerciales. Sin embargo, según información publicada en el portal Perú Retail (2016) al cierre del ejercicio del año 2015 SPSA alcanzó el liderazgo del mercado con una cuota de participación de 37% entre los tres competidores, lo cual permitió desplazar al segundo lugar a Wong que logró el 36%, mientras que Tottus se mantuvo en el tercer lugar y registró 27%.

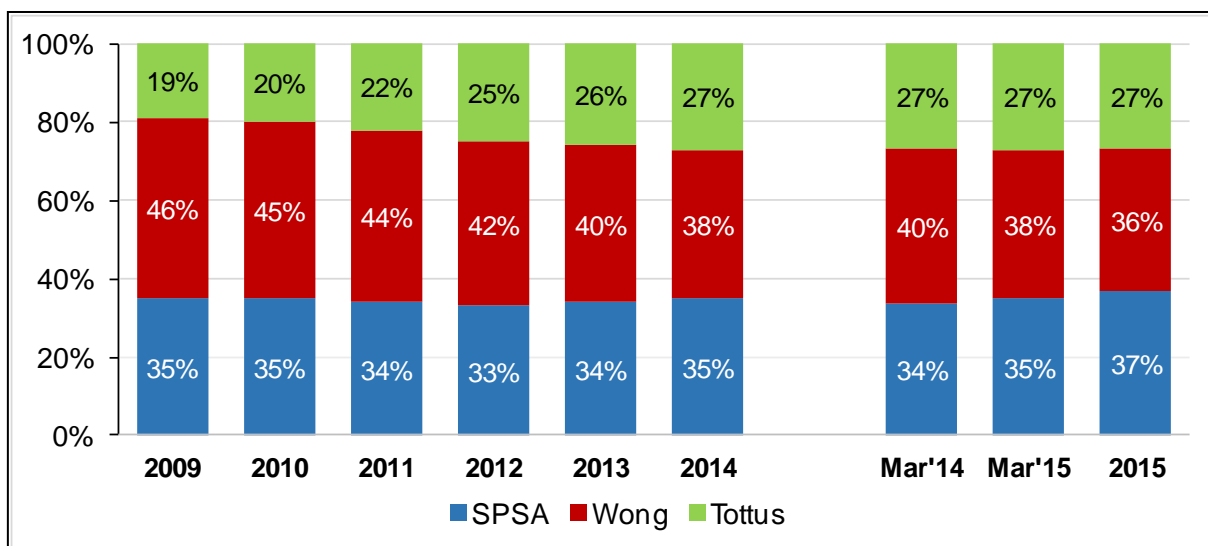


Figura 9. Participación de mercado del sector supermercados, Perú.

Adaptado de “Análisis del Sector Retail: Supermercados, Tiendas por Departamento y Mejoramiento de Hogar”, por Equilibrium, 2015. Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/sectorialretailmar15.pdf>. Y de “Supermercados Peruanos alcanza el 36% de participación en el sector de supermercados en el Perú”, por Perú Retail, 2016, *Noticias Retail, Nacionales*. Recuperado de <http://www.peru-retail.com/supermercados-peruanos-alcanza-36-participacion-sector-supermercados-peru>

Analizando la evolución de la participación de mercado mostrada en la Figura 9, SPSA prácticamente mantuvo constante su nivel hasta el año 2014 (34% en promedio, a pesar del importante incremento en su número de tiendas comerciales) y mostró un destacado crecimiento durante el año 2015 que le permitió incrementar su cuota hasta 37%; mientras que Wong disminuyó progresivamente su participación de mercado desde niveles de 46% en el año 2009 hasta 36% en el año 2015, impactados por el importante esfuerzo de crecimiento en ventas realizado por Tottus (especialmente durante los años 2011 y 2012) que incrementó su cuota en las ventas del sector hasta 27% en el año 2015.

1.2. Composición y estructura financiera del sector.

Un factor importante a examinar en la estructura financiera del sector supermercados es el nivel de ingresos totales de las empresas, debido a que permite obtener una perspectiva sobre el actual desarrollo del mercado así como de su potencial de crecimiento. Como se

mencionó anteriormente, a pesar de la tendencia decreciente para el comercio y el consumo privado real observados en la Figura 1, el sector supermercados por el contrario ha mostrado un ligero crecimiento en su nivel de ingresos aunque a menores tasas que en años anteriores.

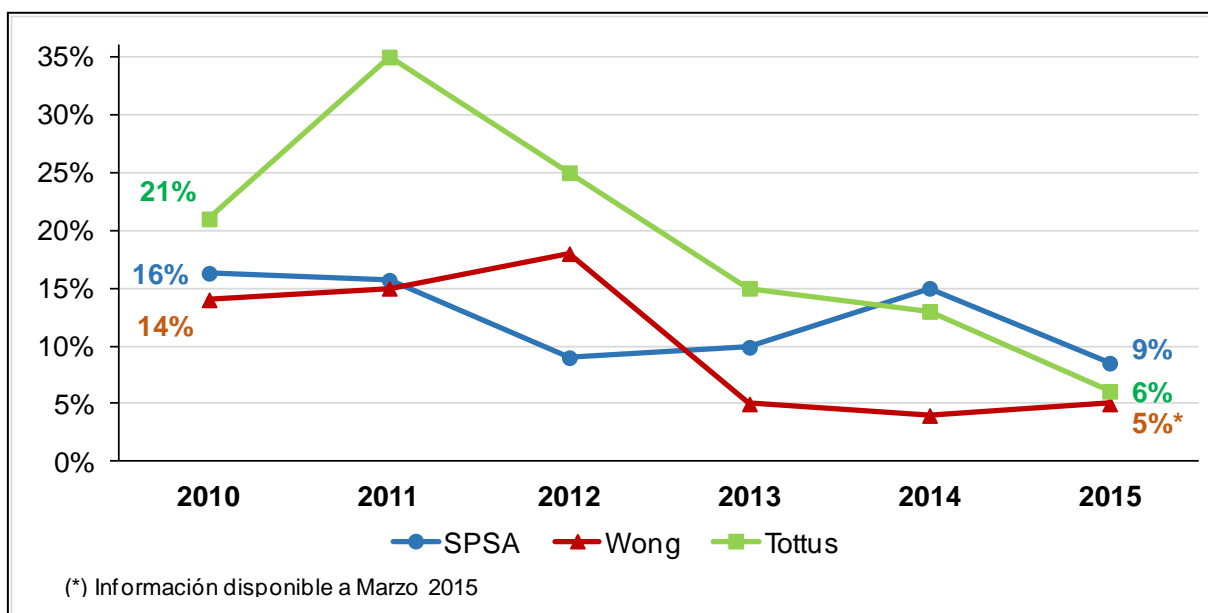


Figura 10. Variación anual de crecimiento de ventas de operadores del sector supermercados, Perú.

Adaptado de “Análisis del Sector Retail: Supermercados, Tiendas por Departamento y Mejoramiento de Hogar”, por Equilibrium, 2015. Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/sectorialretailmar15.pdf>

Como se muestra en la Figura 10 Tottus ha generado las mayores tasas de crecimiento en ventas entre los tres competidores del mercado, especialmente en el año 2011 cuando creció por encima del 30%, a partir de lo cual mantuvo tasas de crecimiento por encima del 10% pero con tendencia a la baja, reduciendo sus niveles progresivamente hasta llegar al 6% en el año 2015. Por su parte Wong registró niveles de crecimiento entre 14% y 18% para los años 2010 y 2012 respectivamente (luego de la crisis del año 2009 cuando tuvo una variación interanual de ventas de -20%), posteriormente su tasa de crecimiento se redujo de forma considerable y alcanzó aproximadamente 4% en el año 2014 (5% al primer trimestre 2015). En el caso de SPSA se ha observado una mayor estabilidad, desde el año 2009 registró una

tasa de crecimiento con ligera tendencia a la baja hasta el año 2012 (9%), a partir de lo cual retomó la tendencia al alza y logró un nivel de crecimiento de 15% en el año 2014 (9% en el año 2015). Las tasas anualizadas de crecimiento al cierre del año 2015 continuaron lideradas por SPSA, seguida por Tottus y Wong.

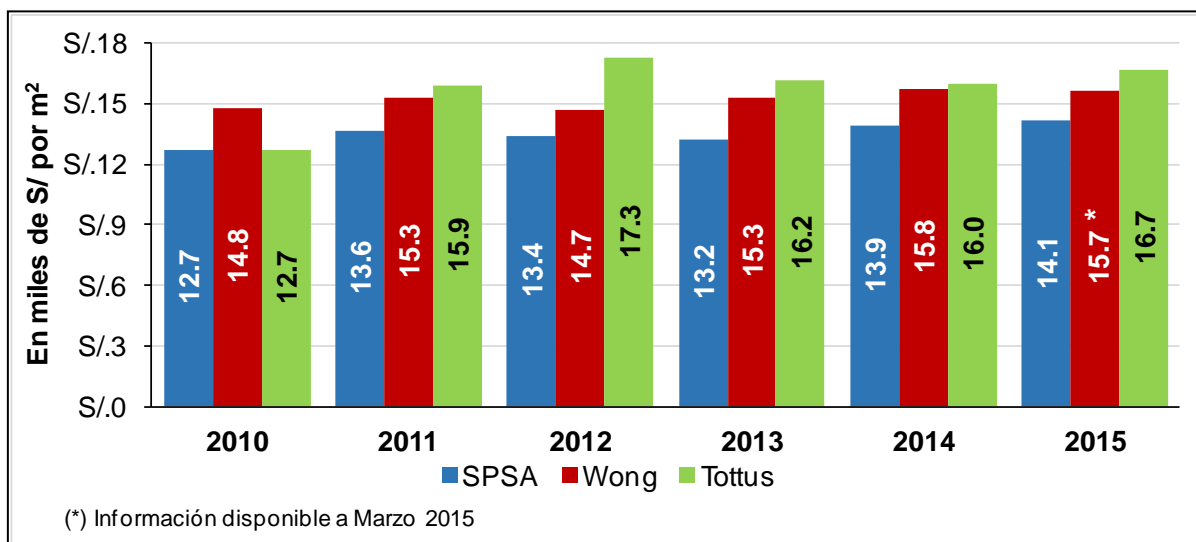


Figura 11. Eficiencia de operadores del sector supermercados, Perú. Adaptado de “Análisis del Sector Retail: Supermercados, Tiendas por Departamento y Mejoramiento de Hogar”, por Equilibrium, 2015. Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/sectorialretailmar15.pdf>

Un indicador importante para estimar la eficiencia en el sector retail (particularmente para el sector supermercados) es la métrica de ventas por metro cuadrado disponible en locales comerciales, cuya evolución se muestra en la Figura 11. A nivel acumulado el sector supermercados presentó una tendencia estable entre los años 2011 y 2015, con una mejora significativa durante los últimos dos años. Según reportó Equilibrium (2015) a nivel individual Tottus obtuvo el mejor desempeño de eficiencia habiendo alcanzado en el año 2010 un ratio de S/12,697 por m², a partir de lo cual creció hasta un máximo de S/17,254 por m² en el año 2012 y S/16,669 por m² a fines del año 2015. SPSA también presentó un indicador estable en el periodo 2011 al 2014, tras lo cual logró mejorar su ratio al cierre del año 2015 cuando obtuvo S/14,144 por m². Por su parte Wong ha tenido un comportamiento constante

similar al de SPSA y logró un indicador de S/15,684 por m² al cierre del primer trimestre del año 2015 (última información disponible).

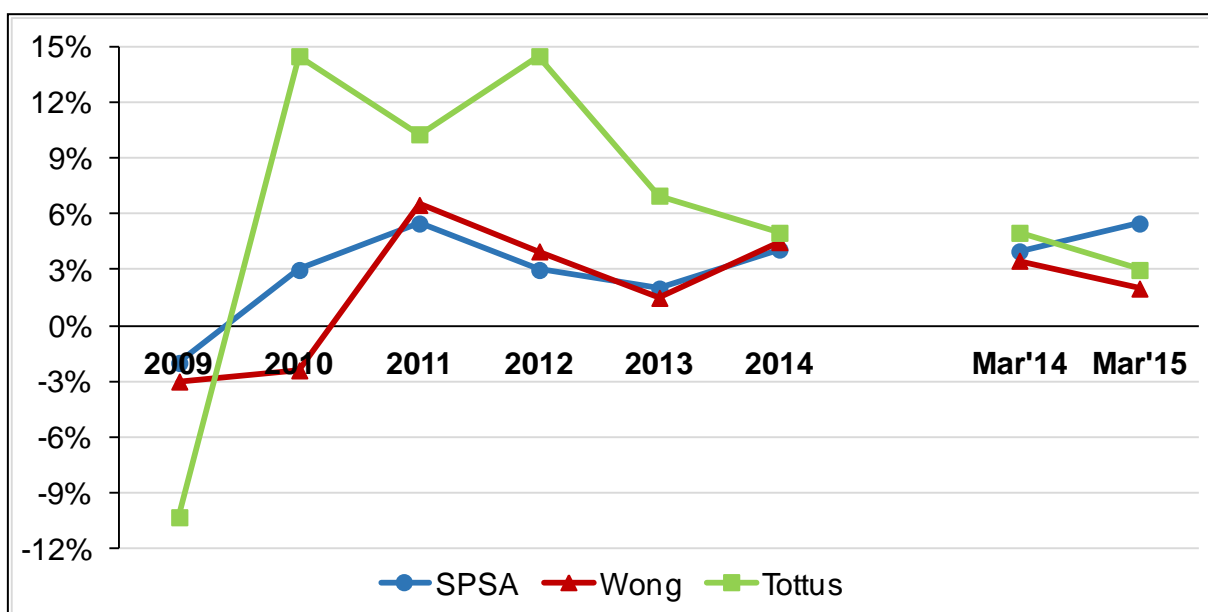


Figura 12. Variación anual de indicador Same Store Sales de operadores del sector supermercados, Perú.

Tomado de “Análisis del Sector Retail: Supermercados, Tiendas por Departamento y Mejoramiento de Hogar”, por Equilibrium, 2015. Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/sectorialretailmar15.pdf>

Otra métrica importante de la eficiencia en el sector retail es el indicador Same Store Sales (SSS, ventas por mismas tiendas o ventas en tiendas comparables) el cual permite determinar el crecimiento en ventas atribuible a las tiendas con más de un año de operación (Oxford, 2016). La evolución de dicho indicador para los tres grupos de supermercados en el periodo 2009 a marzo del año 2015 se muestra en la Figura 12. Las tres cadenas tuvieron SSS con tendencia a la baja entre los años 2011 y 2013, sin embargo mostraron una marcada recuperación en el año 2014. Tottus mostró mejor desempeño en el indicador desde el año 2010, sin embargo su ventaja se redujo considerablemente al cierre del año 2014 cuando obtuvo una tasa de 5.1%, mientras que el mismo año Wong logró un indicador 4.6% y SPSA 4.4%. A marzo 2015 SPSA tomó el liderazgo en este indicador con 5.6%, paralelamente

Tottus y Wong alcanzaron tasas de 3.2% y 2.1% respectivamente. Este escenario permite inferir resultados positivos de las estrategias comerciales que ha aplicado SPSA durante los últimos años mediante las cuales ha buscado incrementar su nivel de ventas y aumentar su participación de mercado en el sector, a pesar del relativo enfriamiento en el crecimiento orgánico de los supermercados modernos.

1.3. Análisis financiero y comparables sectoriales.

Según Equilibrium (2015) los ingresos antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA por sus siglas en inglés) de SPSA y Tottus tuvieron desempeños favorables al cierre del año 2014 con crecimientos anuales de 10% y 16% respectivamente; al cierre del año 2015 SPSA obtuvo un menor crecimiento (12%), mientras que Tottus logró menores resultados por el incremento de sus gastos operativos y patrimonio (menor apalancamiento). En la Figura 13 se muestra la evolución del EBITDA para SPSA y Tottus.

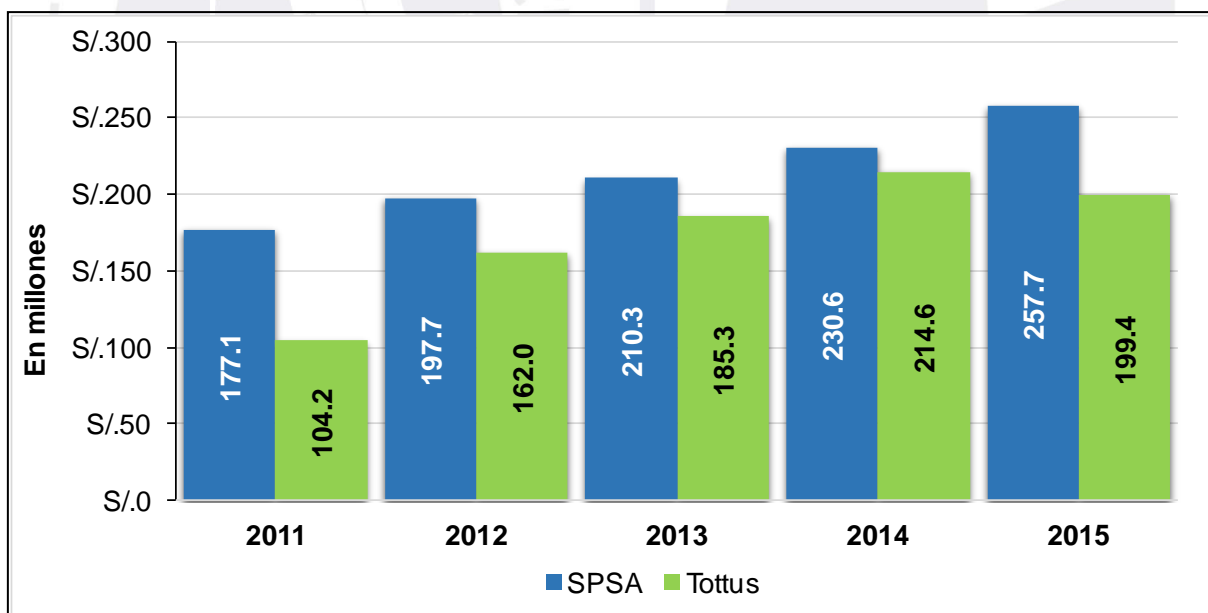


Figura 13. EBITDA de operadores del sector supermercados, Perú.

Adaptado de “Análisis del Sector Retail: Supermercados, Tiendas por Departamento y Mejoramiento de Hogar”, por Equilibrium, 2015. Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/sectorialretailmar15.pdf>

En este caso no se realizaron comparaciones con indicadores de Wong debido a que no se obtuvo información pública disponible para la empresa de forma individual, por lo que se han analizado los resultados consolidados correspondientes al sector supermercados del grupo Cencosud (que cuenta con operaciones en Chile, Argentina, Brasil, Colombia y Perú) cuyo EBITDA logró un crecimiento de 2% a finales del año 2014 y 14% a marzo del año 2015 (Cencosud, 2015b).

Con respecto al nivel de apalancamiento (calculado como pasivo total entre patrimonio) Equilibrium (2015) resaltó que SPSA presentó un nivel más elevado respecto a sus competidores, no obstante dicho indicador se ha reducido en los últimos años hasta 1.74x en el año 2015 (en comparación con el ratio de 2.53x que registró en el año 2013 y 3.01x en el año 2011); Tottus también presentó una reducción interanual al cierre del año 2015 pero en menor escala, debido a que su indicador de apalancamiento pasó de 1.68x a 1.43x. Por su parte el negocio retail del grupo Cencosud (que incluye supermercados, tiendas de mejoramiento del hogar, tiendas por departamentos y centros comerciales) alcanzó a marzo del año 2015 un ratio de apalancamiento de 1.5x (Cencosud, 2015b).

Sobre el ratio de endeudamiento (determinado como el resultado de dividir la deuda financiera entre el EBITDA de la empresa), Tottus y SPSA mostraron una leve disminución al cierre del primer trimestre del año 2015 cuando alcanzaron indicadores de 3.0x y 2.8x respectivamente (Equilibrium, 2015); mientras que Cencosud obtuvo un ratio de 3.6x (Cencosud, 2015b). Analizando específicamente la cuenta patrimonial de las empresas, SPSA realizó durante los últimos cinco años importantes aportes de capital y logró un considerable incremento de esta partida, que pasó de S/458 millones en el año 2011 hasta S/933 millones en el año 2015; similar comportamiento registró Tottus (Equilibrium, 2015) que alcanzó los

S/766 millones al finalizar el año 2015, producto de un considerable incremento interanual de S/119 millones (S/469 millones en el año 2012).

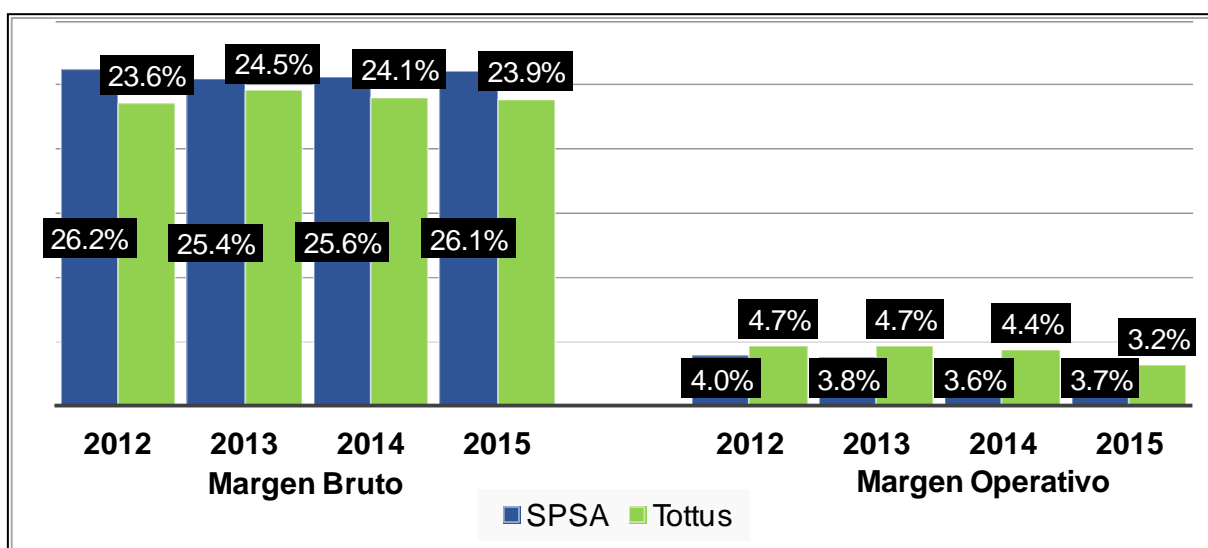


Figura 14. Margen bruto y margen operativo de operadores del sector supermercados, Perú. Adaptado de “Estados Financieros Anuales”, por SPSA y Grupo Falabella, 2012-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf> y <http://www.falabella.com/falabella-cl/static/staticContentWithHeader.jsp?title=Inversionistas-Press-Release>

Tomando como referencia información pública de los Estados Financieros de SPSA (Supermercados Peruanos, 2015) y Tottus (Falabella, 2016), el margen bruto (determinado como utilidad bruta entre ingresos) de estas empresas ha mantenido relativa estabilidad durante los años 2012 al 2015, producto del fuerte poder de negociación que tienen sobre sus proveedores; al cierre del año 2015 obtuvieron indicadores de 26.1% y 23.9% respectivamente, como se observa en la Figura 14. Sin embargo ambas empresas han soportado considerables disminuciones de margen operativo (ratio de utilidad operativa entre ventas), principalmente debido a mayores gastos de ventas relacionados a promociones y publicidad impulsadas por la creciente competencia en el sector, así como por la necesidad de incrementar su red de distribución para suministrar mercaderías a los nuevos locales que han inaugurado cada año. A finales del año 2015 SPSA y Tottus obtuvieron ratios de margen

operativo de 3.7% y 3.2% respectivamente; por su parte Cencosud (2015) reportó que el margen bruto de Wong fue de 22.4%, mientras que el margen operativo del sector supermercados de Cencosud fue de 3.9%.

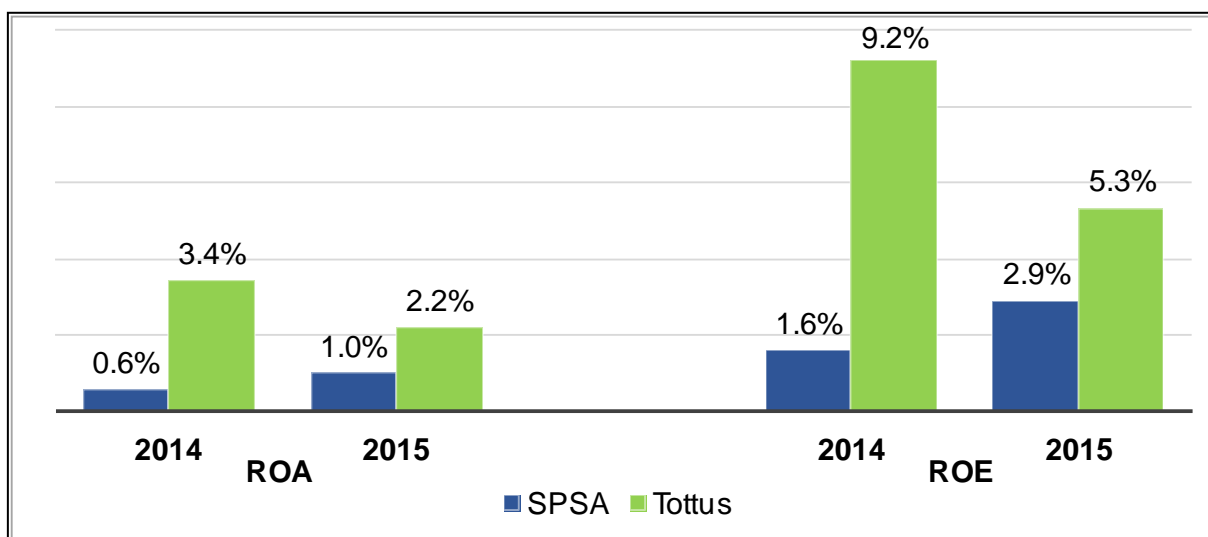


Figura 15. Rentabilidad de operadores del sector supermercados, Perú. Adaptado de “Estados Financieros Anuales”, por SPSA y Grupo Falabella, 2014-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf> y <http://www.falabella.com/falabella-cl/static/staticContentWithHeader.jsp?title=Inversionistas-Press-Release>

Los indicadores de rentabilidad de los operadores del sector supermercados presentaron comportamientos diferenciados entre los años 2014 y 2015 como se detalla en la Figura 15, Tottus experimentó la reducción en su ratio de rentabilidad sobre activos (ROA por sus siglas en inglés) desde 3.4% hasta 2.2% y una disminución aún mayor en su indicador de rentabilidad sobre patrimonio (ROE por sus siglas en inglés) de 9.2% hasta 5.3%, influenciada por el importante crecimiento de su cuenta patrimonial. Por su parte SPSA mejoró sus indicadores de ROA desde 0.6% hasta 1% y de ROE desde 1.6% hasta 2.9%, principalmente por la mejora en su eficiencia operativa (crecimiento del margen bruto hasta 26.1%) y menores gastos financieros producto de su nueva estructura de deuda que impactaron en el aumento de su utilidad neta, a pesar del considerable incremento en su

cuenta patrimonial durante los últimos años. Como se mencionó previamente, no se pudo obtener información comparable para indicadores de rentabilidad correspondientes únicamente a la cadena Wong.

En la Tabla 2 se detalla información financiera comparable entre SPSA y los principales operadores del sector retail en América Latina y Estados Unidos.

Tabla 2

Indicadores de operadores del sector retail en América Latina y Estados Unidos

Ratios	Detalle	Walmart EE.UU.	Cencosud	Falabella	Supermercados Peruanos S.A.
Cobertura y Endeudamiento	EBIT / Gastos financieros (x)	11.56	2.70	5.60	2.80
	Pasivo Total / Activo Total (%)	57.81	60.70	64.80	65.10
	Pasivo Total / Patrimonio Neto (%)	137.04	154.60	183.70	186.54
Liquidez	Liquidez Corriente (x)	0.97	1.00	1.60	0.65
	Liquidez Acida (x)	0.28	0.60	1.00	0.22
Gestión	Plazo Promedio Inventario (días)	44.51	49.20	82.90	57.65
	Plazo Promedio Proveedores (días)	37.87	85.50	72.10	103.74
	Plazo Promedio Cobro (días)	5.02	26.90	78.00	3.09
	Ciclo Operativo (días)	49.54	76.10	160.90	60.73
	Ciclo Conversión de efectivo (días)	11.66	-9.50	88.90	-43.01
	Margen Bruto (%)	24.83	28.90	34.30	26.11
Margen y Rentabilidad	Margen Neto (%)	3.52	2.10	7.40	0.67
	Margen EBIT (%)	5.59	5.90	10.10	3.67
	Margen EBITDA (%)	7.48	7.90	12.90	6.35
	Rentabilidad del Activo (ROA %)	8.39	2.30	4.60	1.02
	Rentab Patrimonial (ROE %)	19.90	5.80	12.90	2.91

Nota. Información extraída de Economática (disponible en Centrum de la Pontificia Universidad Católica del Perú) y de “Notas a los Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2015. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

Se puede destacar el potencial de mejora del margen neto de SPSA con relación a los principales grupos económicos del sector retail del mercado de América Latina (Cencosud y Falabella), principalmente enfocado en lograr eficiencias operativas en sus procesos. En el mismo sentido se resalta que las empresas comparables han obtenido mejores indicadores de rentabilidad que SPSA, tanto a nivel de ROA y ROE

Capítulo II: Análisis de la empresa Supermercados Peruanos S.A.

2.1. Descripción de la empresa.

2.1.1. Reseña histórica.

Supermercados Peruanos S.A. es una empresa comercial peruana con operaciones en el giro minorista, inició sus actividades comerciales en el año 1993 bajo la denominación de Supermercados Santa Isabel S.A. Su crecimiento durante la década que inició en el año 1990 fue impulsado producto de las adquisiciones de las cadenas de tiendas Mass y Top Market, así como por el arrendamiento del Supermercado San Jorge, consolidándose en ese momento como la segunda cadena más importante de supermercados en el Perú (Supermercados Peruanos, 2016b).

Posteriormente en el año 1998 Santa Isabel incorporó como copropietario a la empresa multinacional holandesa de supermercados Royal Ahold (en ese momento la tercera empresa más grande de distribución minorista internacional con base en Holanda), la misma que consiguió el control total de la empresa en mayo del año 2002. Bajo la administración de la multinacional holandesa se lanzó exitosamente el formato de Hipermercados Plaza Vea, sin embargo a inicios del año 2003 Royal Ahold tomó la decisión de vender sus operaciones en Sudamérica; lo cual permitió que en diciembre del mismo año el grupo financiero Interbank adquiriera la totalidad de las acciones de Supermercados Santa Isabel S.A., con lo cual le otorgó el respaldo financiero y prestigio necesario para continuar con el proceso de expansión en el sector supermercados del Perú. Durante los años 2004 y 2005 la estrategia de la empresa se basó en la definición y consolidación de sus formatos, culminando con el lanzamiento de su nueva categoría de tienda con la marca Vivanda, la transformación de las tiendas Minisol a tiendas Mass, así como una profunda mejora en la calidad y servicios de

Plaza Veá; como parte del proceso de consolidación de la empresa en marzo del año 2004 la Junta General de Accionistas aprobó cambiar la denominación social de Supermercados Santa Isabel S.A. por Supermercados Peruanos S.A. dentro de una estrategia integral de los nuevos propietarios relacionados con el cambio de imagen, el desarrollo de nuevos formatos y el fortalecimiento de su plan estratégico. En los siguientes años desarrollaron un plan de expansión basado en la construcción de nuevas tiendas en Lima y provincias, buscaron atender nuevos segmentos del mercado y en algunos casos remodelaron tiendas ya existentes con la finalidad de satisfacer mejor las necesidades de sus clientes.

Class & Asociados (2015) reportó que con el proceso de reorganización corporativa de las empresas holding del grupo Interbank realizado en el año 2007, IFH Retail Corp. (empresa subsidiaria de IFH Perú Ltd.) pasó a ser el principal accionista de SPSA. En noviembre del año 2010 IFH Retail Corp. acordó efectuar un proceso de escisión de dicha sociedad en dos distintas: (a) IFH Retail Corp., y (b) una sociedad nueva denominada Supermercados Peruanos Hold. Corp. a la que se le ha transferido cerca de 100% de la participación accionaria de SPSA. En febrero del año 2011 se aprobó la adquisición de 17.70% del capital social de Lince Global Opportunities Corp., holding accionista mayoritario de la Inmobiliaria Milenia S.A., ambas empresas pertenecientes al grupo Intercorp. En febrero del año 2012 se escindió un bloque patrimonial de Inmobiliaria Milenia S.A. a favor de SPSA que consistió de dos inmuebles localizados en los distritos de Rímac y de Jesús María. En agosto del mismo año, como parte del proceso de reorganización corporativa del grupo Intercorp, InRetail Perú Corp. adquirió 306'678,287 acciones representativas del capital social de SPSA de sus anteriores titulares, con lo cual InRetail Perú Corp. obtuvo una participación del 99.98% en el capital de la sociedad.

En setiembre del año 2014 la Junta Directiva de InRetail Perú Corp. acordó transferir en dominio fiduciario con retorno a Internacional de Títulos Sociedad Titulizadora S.A. las acciones de su titularidad representativas del capital de Supermercados Peruanos S.A. a fin de que los integre al Patrimonio en Fideicomiso D.S. N° 093-2002-EF-InRetail Consumer (en adelante InRetail Consumer) en el marco de una operación financiera.

El Grupo Intercorp. Según Class & Asociados (2015) este grupo está conformado en la actualidad por el negocio financiero, el negocio inmobiliario y el negocio minorista (retail), siendo Intercorp Perú Ltd. el principal accionista de las empresas del grupo. Las dos principales empresas holding del grupo son:

- Intercorp Financial Services Inc. (antes Intergroup Financial Services Corp.) en donde Intercorp Perú posee 59.10% del capital social emitido, empresa holding de Interbank y de Interseguro.
- Intercorp Retail Inc. (100% de Intercorp Perú Ltd., directa e indirectamente), holding de los negocios retail del grupo, formado básicamente por:
 1. IFH Retail Corp., propietario de Tiendas Peruanas S.A., operador de las tiendas por departamento Oechsle y de Financiera Uno S.A., canal financiero que administra la tarjeta de crédito Tarjeta Oh!
 2. InRetail Perú Corp., holding propietario de: (a) Supermercados Peruanos S.A. que opera los supermercados Plaza Veá, Plaza Veá Súper, Vivanda y Mass; (b) Eckerd Perú S.A., holding del negocio de farmacias Inkafarma; así como (c) InRetail Real Estate Corp., propietario de los centros comerciales Real Plaza.
 3. HPSA Corp., empresa holding de Homecenters Peruanos S.A., compañía que opera las tiendas de mejoramiento del hogar Promart.

4. Lince Global Opportunities, holding de la Inmobiliaria Milenia S.A. que cuenta con diversos inmuebles en donde se desarrollan edificios de oficinas y centros comerciales.

Estructura Accionaria. Desde octubre del año 2012 el principal accionista de SPSA es InRetail Perú Corp. producto de la reorganización del grupo Intercorp, a finales del año 2015 el capital social de la empresa ascendió a S/336'349,000 representado por 320'332,671 acciones comunes íntegramente autorizadas y pagadas, cada una con un valor nominal de S/1.05; adicionalmente la empresa tenía 50'567,028 acciones pendientes de emisión equivalentes aproximadamente a S/53'096,000 con lo cual el monto total de capital ascendió a S/389'445,000.

Tabla 3

Participación Patrimonial de Supermercados Peruanos S.A.

	2015		2014	
	Número de acciones	%	Número de acciones	%
Accionista				
Internacional de Títulos Sociedad Tituladora S.A.	320,270,229	99.98%	320,270,229	99.98%
InRetail Perú Corp.				
Otros	62,442	0.02%	62,442	0.02%
	320,332,671		320,332,671	

Nota. Tomado de “Notas a los Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2015. Recuperado de http://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

2.1.2. Estrategia de la empresa.

De acuerdo a Supermercados Peruanos (2016b) la empresa ha definido los siguientes principios estratégicos:

Visión. Ser la primera opción de compra para todos los peruanos.

Misión. Generar excelentes experiencias de compra para que nuestros clientes regresen y tengan una mejor calidad de vida.

Código de Ética y Valores.

- Trabaja en Equipo.
- Ordenado y Honesto.
- Muy trabajador.
- Actitud Innovadora.
- Servicial.

Estructura de la organización. A finales del año 2015 el Directorio y la Plana Gerencial de SPSA estuvieron conformados como se indica en las Tablas 4 y 5 respectivamente.

Tabla 4

Directorio de Supermercados Peruanos S.A.

Cargo	Nombres
Presidente	Carlos Rodríguez Pastor Persivale
Directores	Ramón Barpua Alzamora David Fischman Kalincausky Juan Carlos Vallejos Blanco Julio Cesar Luque Badenes Pablo Hernán Turner Gonzáles

Nota. Tomado de “Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Tabla 5

Plana Gerencial de Supermercados Peruanos S.A.

Cargo	Nombres
Gerente General	Sr. Juan Carlos Vallejo
Gerencia de Administración y Finanzas	Sr. Gonzalo Rosell
Gerencia de Logística	Sr. Eduardo Gonzalez
Gerencia Comercial	Sr. Jose Sejas
Gerencia de Desarrollo Humano	Sra. Mariela Prado
Gerencia de Marketing	Sr. Adelberto Muller
Gerencia de Sistemas	Sr. Carlos Flores
Gerencia de Operaciones	Sr. Sergio Agnello

Nota. Tomado de “Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Matriz FODA. En función de lo indicado por Pérez, Pita y Vergara (2012), así como por Bravo, Mujica, José y Guzmán (2015) e información de SPSA, se han analizado las fortalezas y debilidades referidas al ámbito interno de la empresa, así como las oportunidades y amenazas relacionadas al contexto externo del sector supermercados en el Perú, lo cual se presenta en la Tabla 6 a través de una matriz FODA.

Tabla 6

Matriz FODA para Supermercados Peruanos S.A.

Fortalezas:	Oportunidades:
Economía de escala	Crecimiento de demanda interna y poder adquisitivo de la población
Alta liquidez del negocio	Crecimiento económico
Facilidad de pago para clientes con tarjeta de crédito	Baja penetración de supermercados ofrece gran oportunidad de crecimiento.
Marcas propias	Niveles socioeconómicos C-D-E desatendidos
Plataforma tecnológica idónea	Desarrollo de las provincias permite la descentralización de los supermercados
Personal capacitado	Oportunidad de ventas en línea
Debilidades:	Amenazas:
Baja participación a nivel nacional	Comercio ilegal e informalidad
Alta Rotación de personal	Poco nivel de bancarización
Falta de conocimiento del consumidor del sector C-D-E	Elevación de sobrecostos laborales
Escasos puntos de venta que cubran la demanda	Carencia de ejecutivos de alto nivel en el sector retail
Altos costos logísticos por falta de sistemas de información e infraestructura integrada	Poca inversión en tecnología y desarrollo
Merma por robo o vencimiento de productos.	Instabilidad política, social y jurídica
	Barreras burocráticas en sector construcción y para la apertura de nuevos negocios
	Escasez de terrenos idóneos

Nota. Adaptado de “Plan Estratégico para el Sector Supermercados en el Perú”, por R. Pérez, K. Pita y A. Vergara, 2012. Y de “Plan Estratégico para el Sector Minorista en el Perú” P. Bravo, M. Mujica, H. José y R. Guzmán, 2015.

Koontz y Weihrich (2001) explicaron cada una de las estrategias alternativas de la matriz FODA: (a) La estrategia DA busca la reducción al mínimo las debilidades y las amenazas. (b) La estrategia DO pretende reducir las debilidades y la optimización de las oportunidades que se presentan en función de las condiciones externas. (c) La estrategia FA se basa en las fortalezas de la empresa para enfrentar amenazas del entorno. (d) Las estrategias más deseables corresponden al cuadrante FO y potencian a la empresa para hacer uso de sus fortalezas y aprovechar las oportunidades del mercado. En la Tabla 7 se detallan las principales características de cada estrategia.

Tabla 7

Matriz de estrategias FODA para Supermercados Peruanos S.A.

Estrategias FO: Explotar	Estrategias DO: Buscar
<ul style="list-style-type: none"> • Desarrollo de formatos especializados en los segmentos C-D-E. • Expandir el alcance geográfico del sector comercio con formatos modernos. • Incrementar las ventas e-commerce. • Generar innovación en servicios. • Incrementar satisfacción y eficiencia laboral en el sector. • Incrementar las mejores prácticas en tecnologías y estandarización de procesos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Adquisición de minimarkets independientes en distritos y ciudades de menor presencia. • Desarrollo de formatos modernos e innovadores de atención. • Incrementar la eficiencia de procesos internos. • Fortalecer capacidades de proveedores para optimizar costos logísticos.
Estrategias FA: Confrontar	Estrategias DA: Evitar
<ul style="list-style-type: none"> • Mejorar la educación financiera. • Incentivar obras por impuestos para inversión privada. • Incentivar la innovación tecnológica y de procesos vinculados al sector comercio. • Capacitación respecto a los riesgos y provenientes del exterior (sistémico). • Formación de altos ejecutivos profesionales en el sector retail. • Formación de un banco de terrenos que asegure la futura expansión. 	<ul style="list-style-type: none"> • Generar acuerdos que garanticen estabilidad al sector privado. • Mejorar el flujo económico y la situación financiera de las empresas del sector que permitan mayor inversión. • Incentivar inversiones en el interior del país. • Reducir exceso stock de inventarios, para evitar sobrecostos.

Nota. Adaptado de “Plan Estratégico para el Sector Supermercados en el Perú”, por R. Pérez, K. Pita y A. Vergara, 2012. Y de “Plan Estratégico para el Sector Minorista en el Perú” P. Bravo, M. Mujica, H. José y R. Guzmán, 2015.

Expansión Comercial. SPSA se posicionó como la segunda cadena de autoservicio en importancia en el mercado peruano (Supermercados Peruanos, 2016b), ha registrado un importante proceso de expansión en los últimos años basado esencialmente en una agresiva inversión para la construcción de nuevas tiendas y la habilitación de nuevos metros cuadrados disponibles para la venta minorista. Como se muestra en la Figura 16, entre los años 2010 y 2015 la cantidad de tiendas de SPSA creció a una tasa promedio anual de 10.7%, mientras que los metros cuadrados en tiendas comerciales se incrementaron a una tasa de 10.4%.

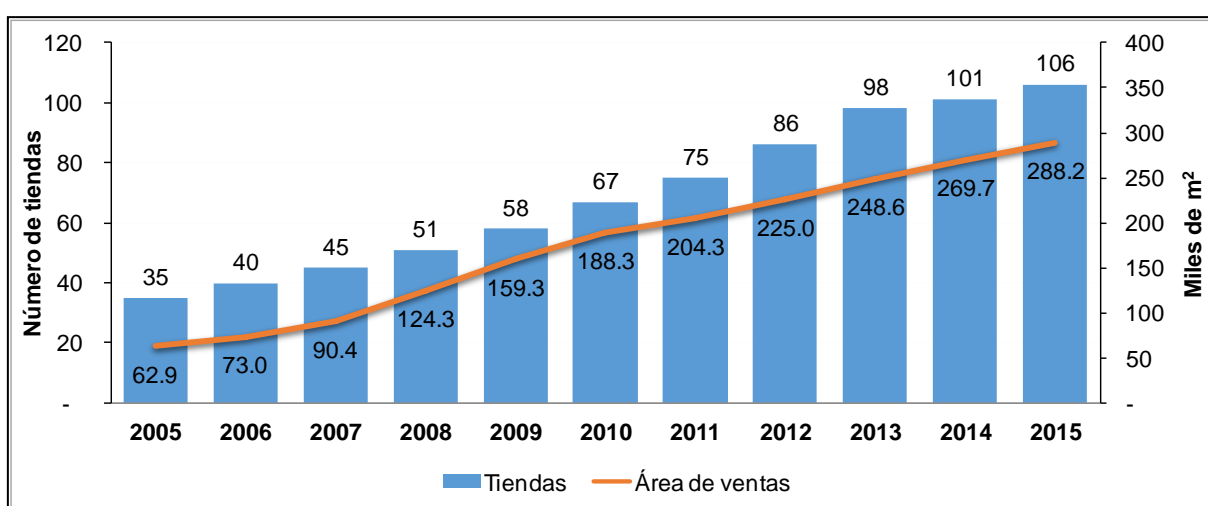


Figura 16. Número de tiendas y área de ventas comerciales, SPSA. Adaptado de “Estados Financieros Anuales”, por SPSA, 2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Durante el año 2015 SPSA abrió cinco nuevas tiendas con las que alcanzó un total de 106 locales distribuidos en Lima y provincias, lo cual representó un crecimiento de 5% respecto al año anterior; las tiendas comerciales presentaron diversos formatos que se diferencian en función de la variedad de ítems ofrecidos, distinción en el servicio de atención al cliente, surtido de productos, precios y extensión física de los locales, a la vez que por el público atendido en la zona de influencia de cada tienda. A continuación se detallan las principales características de cada formato:

Hipermercados Plaza Vea. Es el principal formato desarrollado por la cadena que fue lanzado en octubre del año 2001 y ha logrado un sólido posicionamiento en el mercado, por lo que se ha convertido en el pilar de expansión de la empresa y la cadena de supermercados. Su competencia directa son las tiendas Metro del grupo Cencosud.

Supermercados Plaza Vea Súper. Este formato fue lanzado a fines del año 2006 con la finalidad de aprovechar la imagen visual, estructura de precios, artículos publicitarios y la dinámica comercial de los Hipermercados Plaza Vea; se enfocó únicamente en la oferta de productos alimenticios, por lo cual estas tiendas se establecieron con menores requerimientos logísticos y en un menor espacio físico.

Supermercados Vivanda. Corresponde a un concepto enfocado en satisfacer las necesidades de los clientes de mayor nivel socioeconómico, en su momento se trató de un formato innovador y único en el mercado peruano que contó con locales con características especiales de distribución, iluminación, calidad y variedad de los productos, así como un servicio de atención al cliente especializado. Este formato se ha desarrollado en locales de tamaño medio, ha generado aceptables niveles de ventas promedio por metro cuadrado y los mayores índices de lealtad de los consumidores con la empresa. Se puede considerar que su competidor directo son las tiendas Wong de la cadena Cencosud.

Supermercados de descuento Mass. Estos formatos de supermercados o tiendas de descuento están caracterizados por su enfoque en compras puntuales, de menor precio, más rápidas y de un número reducido de artículos, por lo cual compiten directamente con las bodegas y los mercados tradicionales; en función de las especificaciones detalladas se distingue por desarrollarse en locales con menor extensión física y obtienen menores ratios de margen bruto.

La superficie de las nuevas tiendas inauguradas durante el año 2015 más las ampliaciones y remodelaciones realizadas por la empresa significaron un incremento anual de 18,523 metros cuadrados habilitados para la venta minorista, lo cual significó un crecimiento anual de 6.9% para SPSA; con lo cual se alcanzó un total de 288,241 metros cuadrados a fines del año 2015 (Supermercados Peruanos, 2016b).

Presencia Geográfica. De acuerdo a la localización de sus tiendas comerciales se puede definir que SPSA ha estado focalizado principalmente en Lima metropolitana, no obstante desde julio del año 2007 inició su proceso de expansión a provincias con la inauguración del hipermercado Plaza Vea en la ciudad de Trujillo, en búsqueda de concretar nuevos mercados. A finales del año 2015 la empresa contaba con tiendas en las ciudades de Barranca, Cajamarca, Cuzco, Talara, Trujillo, Chiclayo, Arequipa, Huancayo, Ica, Chincha, Chimbote, Huaura, Huacho, Huánuco, Sullana, Tacna, Paita, Piura, Pucallpa, Juliaca, Moquegua y Puno (Supermercados Peruanos, 2016b).

Operatividad de SPSA. Con la finalidad de garantizar la calidad de sus productos, la apropiada gestión de la cadena de abastecimiento a toda sus tiendas, así como optimizar la eficiencia en la administración de los inventarios y espacios físicos, SPSA ha implementado adecuados sistemas operacionales que incluyen un centro de distribución para el desarrollo de sus operaciones logísticas, un centro de distribución especializado para el manejo de frutas y verduras, así como un centro de distribución especializado para el manejo de pescados y mariscos. Para el abastecimiento de las tiendas ubicadas en provincias SPSA ha determinado un proceso mediante el cual adquiere en cada localidad la gran mayoría de los productos perecederos (frescos, verduras, carnes, lácteos, entre otros), mientras que los productos restantes son enviados desde Lima bajo adecuados estándares de calidad.

La seguridad alimentaria ofrecida por SPSA en todas su cadena de tiendas ha sido auditada permanentemente desde el año 2008 con base a estándares de certificación de Análisis de Peligros y Puntos Críticos de Control (HACCP por sus siglas en inglés), que incluye certificaciones respecto a la calidad de proveedores e insumos, así como de todas las etapas del proceso de producción, eliminando el riesgo de contaminación y garantizando que los productos perecederos se encuentren frescos. A la fecha SPSA cuenta además con la certificación ISO 9001:2000 para los procesos de aseguramiento, auditoría y control de calidad de productos perecibles, además de control y auditoría de inventarios y empresarial. También cuenta desde el año 2011 con la certificación internacional ISO 2200 que le ha permitido asegurar un constante proceso de mejora con relación a la seguridad alimentaria durante el transcurso de toda la cadena de suministro.

A partir del año 2010 SPSA ha implementado además el software informático SAP para los módulos de finanzas y para la migración de los módulos comercial y logístico. En el mismo sentido en el año 2011 se implementó un sistema informático de gestión de almacenes (Warehouse Management Software, WMS) para la optimización en el manejo de inventarios.

2.1.3. Situación financiera de SPSA.

Clasificación de riesgo. De acuerdo a Class & Asociados (2015) SPSA obtuvo una calificación de riesgo vigente de “A”, con perspectiva de mantenerse estable fundamentalmente debido a los siguientes factores:

- El proceso de expansión como cadena de autoservicios, teniendo además en cuenta su plan de crecimiento de mediano plazo.
- El posicionamiento que han logrado los diferentes formatos desarrollados por SPSA en zonas de influencia, destacando su presencia en provincias.

- El constante crecimiento de los ingresos por ventas logrado a raíz de la inauguración de nuevas tiendas, así como por la mejora de su indicador SSS.
- Su adecuado esquema de gestión de gastos operativos y financieros, a lo que se adiciona la capacidad de cobertura de deuda financiera.
- La perspectiva de crecimiento para los centros comerciales desarrollados por el grupo, así como las sinergias operacionales que se generan con empresas vinculadas.
- El respaldo del grupo Intercorp a través de InRetail Perú Corp., así como sus esquemas de fortalecimiento patrimonial.

Sin embargo también se han identificado ciertos factores adversos que podrían influir negativamente en los resultados operativos y afectar la calificación de riesgo vigente de SPSA, entre los que se pueden considerar:

- La sensibilidad del sector consumo frente a situaciones económicas desfavorables.
- El ingreso de nuevos competidores al sector supermercados, atraídos por la baja penetración en el negocio de autoservicios existente a la fecha en el Perú.
- La creciente competencia en el mercado local con sus pares de supermercados Wong, Metro y Tottus, así como con los canales tradicionales (mercados y bodegas) que aún resultan muy competitivos en algunas zonas del país.
- El importante monto de inversión necesario para financiar la expansión del negocio a través de la construcción de nuevas tiendas.

Resultados Financieros. Como consecuencia de los lineamientos empresariales y perspectivas de crecimiento del grupo Intercorp, SPSA ha aplicado políticas comerciales que le han permitido obtener sólidos resultados en el año 2015, entre los que se destacan: crecimiento anual de ingresos totales de 8.5%, incremento anual de la utilidad neta en 86%

principalmente por mejoras en el margen bruto y variaciones realizadas en el esquema de financiamiento, así como crecimiento anual de activos de 5.7% (ROA de 1.02%) y de su valor patrimonial por 3.0% (ROE alcanzó los 2.91%). Los principales resultados financieros de SPSA se explican a continuación:

Ingresos totales. Sumaron S/4,077 millones en el año 2015, cifra que representó un incremento de aproximadamente S/320 millones frente a los ingresos del año anterior; este aumento anual de 8.5% fue explicado principalmente por mayores ventas de las tiendas comparables (como se indicó previamente el indicador SSS logró mejoras considerables durante los últimos años) y por los ingresos generados por las nuevas tiendas que obtuvieron adecuados desempeños de ventas tanto en Lima y provincias.

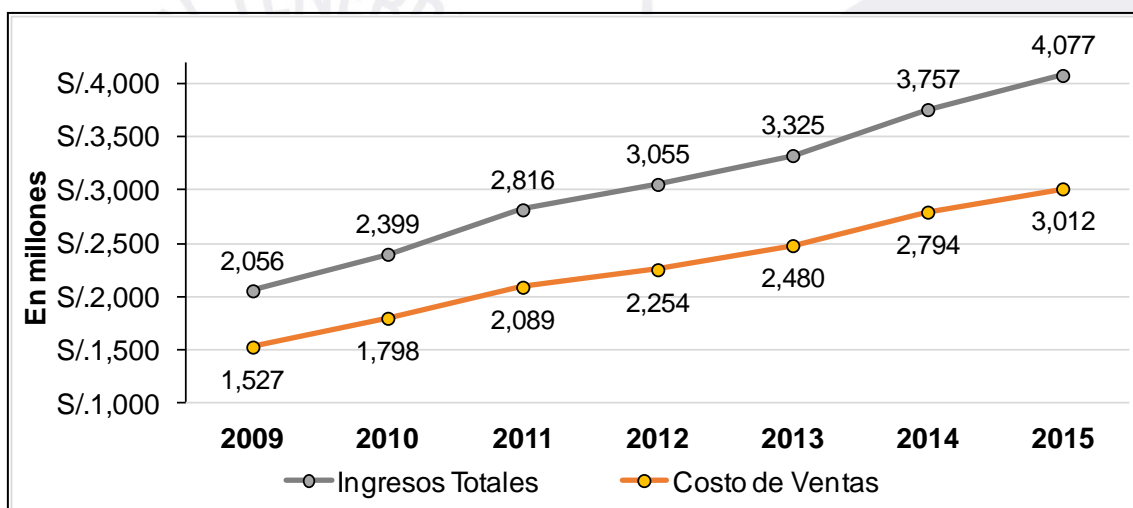


Figura 17. Ingresos totales y costo de ventas, SPSA.

Adaptado de “Estados Financieros Anuales”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

En la Figura 17 se observa que los ingresos totales de SPSA presentaron una clara tendencia al alza durante los últimos siete años, con un crecimiento promedio anual de 12.2%, destacando los años 2011 y 2014 (incrementos de 17.4% y 13% respectivamente); por su parte los costos de ventas han tenido un comportamiento similar (crecimiento de 12.1% en el mismo periodo de análisis), destacando el incremento de 7.8% en el año 2015 que significó la

menor tasa de crecimiento de los últimos años. Analizando los costos de ventas como proporción de los ingresos totales se observa que se han mantenido relativamente estables (promedio de 74.3% entre los años 2009 al 2015), resaltando una tendencia a la baja desde el año 2013 que permitió alcanzar 73.9% en el año 2015; esto ha mejorado el margen bruto de la empresa que ha crecido a una tasa promedio de 12.5% durante los últimos siete años.

Los gastos de operación, ventas y administración. En el año 2015 se registraron en este rubro S/807 millones, cifra que significó un incremento de 10.2% con relación al periodo anterior; aumento que se explicó principalmente por mayores inversiones para la apertura de nuevas tiendas, así como para remodelaciones y ampliaciones en tiendas ya existentes. Sin embargo el crecimiento en el gasto fue parcialmente mitigado por los proyectos de eficiencia operativa y logística que han generado considerables ahorros para la empresa.

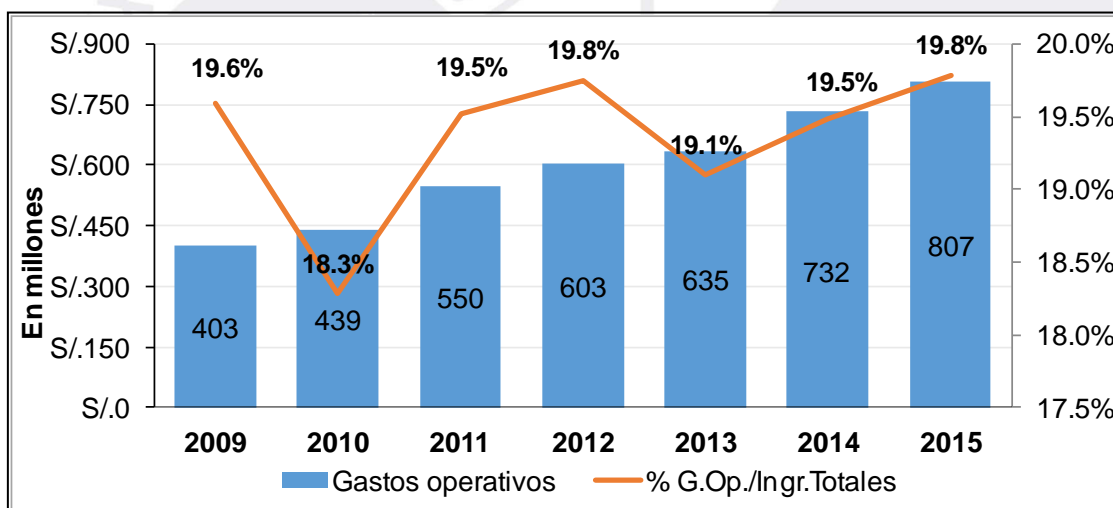


Figura 18. Gastos operativos de SPSA.

Adaptado de “Estados Financieros Anuales”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Como se puede observar en la Figura 18 los gastos operativos tuvieron un importante incremento durante los últimos siete años producto de la implementación y desarrollo operativo por la apertura de tiendas nuevas, resaltando la política adoptada por SPSA desde el año 2013 basada en el enfoque en locales de mayor área promedio (hipermercados y

supermercados) reduciendo progresivamente la cantidad de tiendas de descuento Mass (de menor superficie promedio). A pesar del impacto positivo por el incremento en ventas de las nuevas tiendas, la proporción de gastos operativos con relación a los ingresos totales se ha mantenido en un promedio de 19.4% durante los años 2009 al 2015, a pesar de las descensos observados en la Figura 18 en el año 2010 por reducción del gasto de ventas (ratio sobre ingresos de 16%, promedio en periodo analizado fue de 17.4%) y en el año 2013 por pago recibido de S/30 millones de parte de Financiera Uno por contrato de exclusividad para operar tarjeta de crédito Oh! en los locales de SPSA.

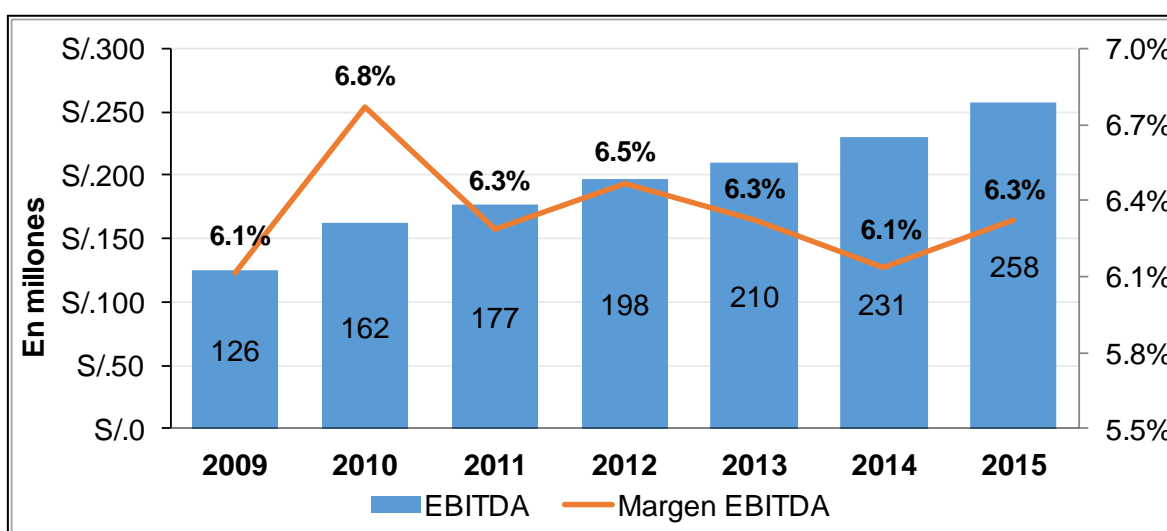


Figura 19. EBITDA y Margen EBITDA de SPSA.

Adaptado de “Estados Financieros Anuales”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Utilidad antes de Depreciación, Amortización, Intereses e Impuestos (EBITDA, por sus siglas en inglés). El EBITDA de la empresa ha experimentado un crecimiento sostenido entre los años 2009 y 2015 (incremento anual promedio de 12.3%) como se observa en la Figura 19, producido básicamente por la continua mejora en el margen bruto y en menor medida por las gestiones de eficiencia operativa realizadas durante los últimos años con la finalidad de contener el crecimiento del indicador de gastos operativos entre ingresos totales.

Al cierre del año 2015 el EBITDA de SPSA fue de S/258 millones, que representó un incremento anual de 11.8% (aproximadamente S/27.1 millones) y significó la mayor tasa de crecimiento desde el año 2011; por su parte el margen EBITDA (calculado como ratio de EBITDA entre los ingresos totales) se situó en 6.3% a finales del año 2015, resultado similar al comportamiento promedio obtenido durante los últimos siete años.

Utilidad antes de Impuestos (EBT, por sus siglas en inglés) y Utilidad Neta. Al final del periodo 2015 el EBT de la empresa alcanzó los S/50.7 millones, resultado que prácticamente duplicó las cifras del año anterior (S/26.3 millones) y significó un crecimiento de 93.3%, básicamente producto de los menores gastos financieros por la nueva estructura financiera que adoptó SPSA.

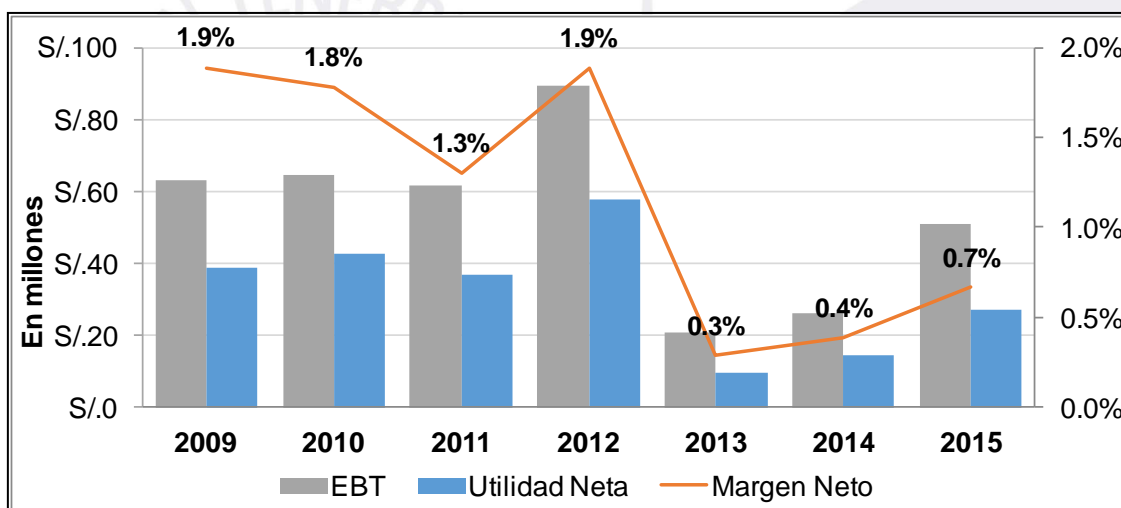


Figura 20. EBT, Utilidad Neta y Margen Neto de SPSA.

Adaptado de “Estados Financieros Anuales”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Por su parte la utilidad neta del año 2015 ascendió a S/27.2 millones, S/12.6 millones por encima de la ganancia generada en el año anterior (S/14.6 millones, incremento de 86%), resultados que representaron el 0.7% y 0.4% de los ingresos totales de los años 2015 y 2014 respectivamente (ratio de margen neto). En la Figura 20 se muestra la evolución que han experimentado el EBT y la utilidad neta de SPSA, ambos estables entre los años 2009 al 2011

y con un significativo incremento en el año 2012 producto de la mejora en el margen operativo por el contrato de exclusividad con Financiera Uno; además se debe resaltar que durante en el periodo 2009 al 2012 la empresa obtuvo resultados favorables en la cuenta de diferencias por tipo de cambio.

En el año 2013 se registró una importante caída en los resultados netos de SPSA producto del incremento de los costos de ventas y principalmente por el impacto negativo causado por la variación en el tipo de cambio (se registraron pérdidas por diferencia cambiaria por S/41.5 millones). Posterior a ésta caída, la utilidad neta de SPSA ha registrado nuevamente crecimientos constantes hasta el año 2015, a pesar que se mantuvieron los impactos negativos por efecto del tipo de cambio sobre los resultados financieros.

Activo total. A diciembre del año 2015 los activos totales de la empresa alcanzaron los S/2,674 millones, lo cual significó un crecimiento de 5.7% con relación al año anterior. Esta evolución fue impulsada básicamente por el incremento de la partida de propiedades, plantas y equipos (7.9%) producto de la política de crecimiento aplicada por la empresa que propició la construcción de nuevas tiendas y la consecuente expansión de los metros cuadrados comerciales, resaltando que dicha cuenta representó aproximadamente el 68% del total de los activos de SPSA en el año 2015. Otro concepto importante dentro de los activos en el mismo año fueron las existencias, que representaron el 18% del total y registraron un crecimiento de 3.4% interanual.

Pasivo total. Al cierre del año 2015 el pasivo total de SPSA tuvo un crecimiento anual de 7.2% con lo cual ascendió a S/1,741 millones, justificado por la necesidad de financiar la política expansiva de la empresa (aplicada a la edificación de nuevos locales comerciales, así como a las ampliaciones y remodelaciones de las tiendas existentes).

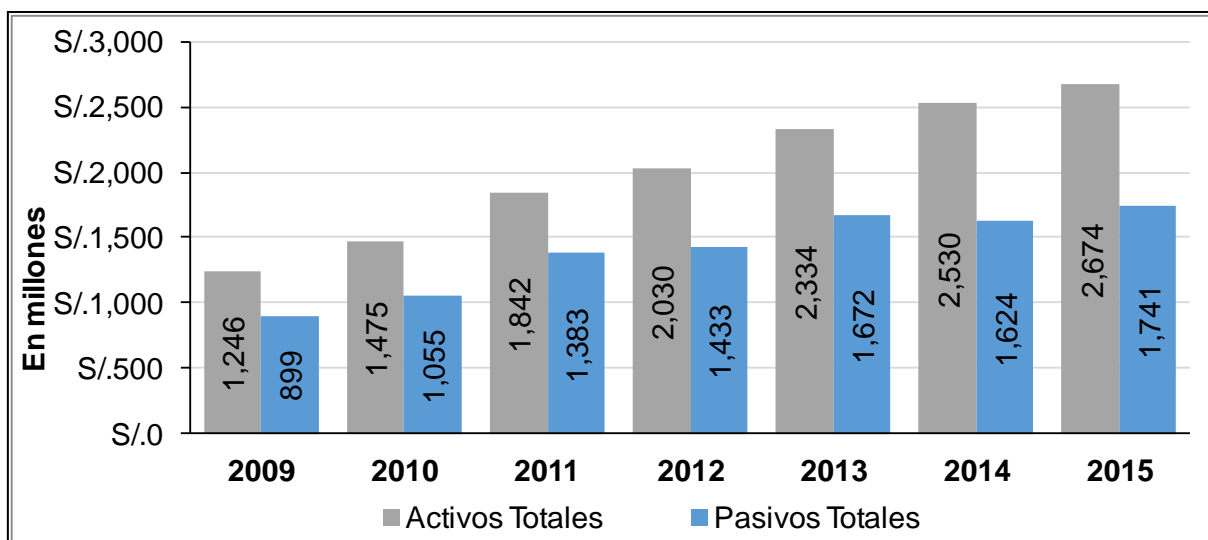


Figura 21. Activos y Pasivos totales de SPSA.

Adaptado de “Estados Financieros Anuales”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

En la Figura 21 se observa la evolución de los activos de la empresa durante los últimos siete años, que presentaron un constante incremento a una tasa promedio anual de 13.8%, sin embargo a partir del año 2014 han mostrado una importante desaceleración en el crecimiento. Por su parte los pasivos de SPSA se incrementaron a una tasa promedio anual de 12.2%, a pesar de la desaceleración en los años 2012, 2014 y 2015 producto del incremento de la cuenta patrimonial por emisión de acciones y acumulación de resultados netos destinados a reinversión.

Otro tema destacado con relación a los pasivos de SPSA durante el año 2015 correspondió al nuevo esquema de financiamiento que adoptó la empresa con la finalidad de disminuir sus gastos financieros, para lo cual decidió amortizar su deuda en moneda extranjera y reemplazarla por deuda en moneda local, tomando en consideración que el Dólar de los Estados Unidos de Norteamérica (US\$) se depreció aproximadamente 18% durante los años 2014 y 2015. Con la finalidad de lograr dicho objetivo obtuvo préstamos del Banco Scotiabank (dos créditos de S/120 millones cada uno), del Banco Interbank (S/60 millones) y

del Banco de Crédito del Perú (S/40.3 millones), los cuales fueron utilizados para amortizar el préstamo recibido en el año 2014 por US\$140 millones de InRetail Consumer (Supermercados Peruanos, 2016b).

Inversión en Bienes de Capital (CAPEX, Capital Expenditures). La inversión promedio anual en CAPEX realizada por SPSA durante el periodo 2009 al 2015 fue de aproximadamente S/226 millones, que estuvo claramente determinada por la estrategia de construcción de nuevas tiendas comerciales para lograr la expansión de la cadena de autoservicios minorista.

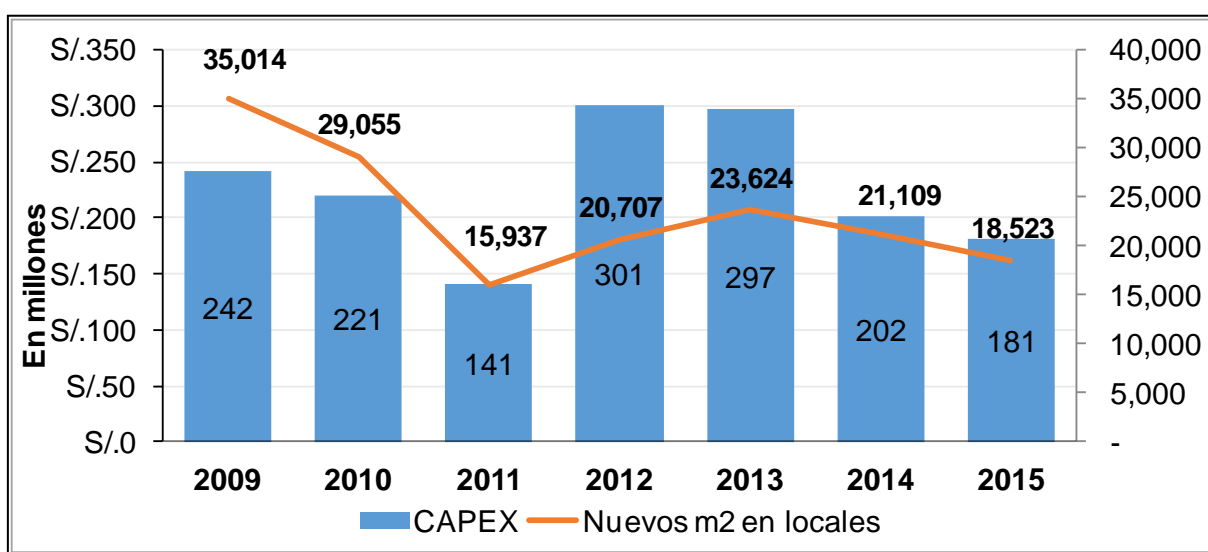


Figura 22. Nuevos metros cuadrados en locales y CAPEX total, SPSA. Adaptado de “Estados Financieros Anuales”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Como se puede observar en la Figura 22 la inversión en CAPEX y los nuevos metros cuadrados en locales comerciales han sido variables muy correlacionadas en el tiempo de análisis y se pueden distinguir tres fases: (a) una primera tendencia a la baja entre los años 2009 y 2011, (b) una segunda fase donde resaltó la política expansiva de SPSA hasta el año 2013, y (c) finalmente un periodo de consolidación de las tiendas, con una menor inversión de CAPEX y menor crecimiento de nuevos metros cuadrados de tiendas comerciales.

Ratios de Cobertura. Permiten visualizar la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras en función del nivel de endeudamiento, para lo cual se analizan los ratios de EBITDA entre intereses como medida del apalancamiento financiero, así como el EBIT entre intereses que proporciona el grado en que las obligaciones financieras son absorbidas por los beneficios antes de intereses e impuestos más la amortización.

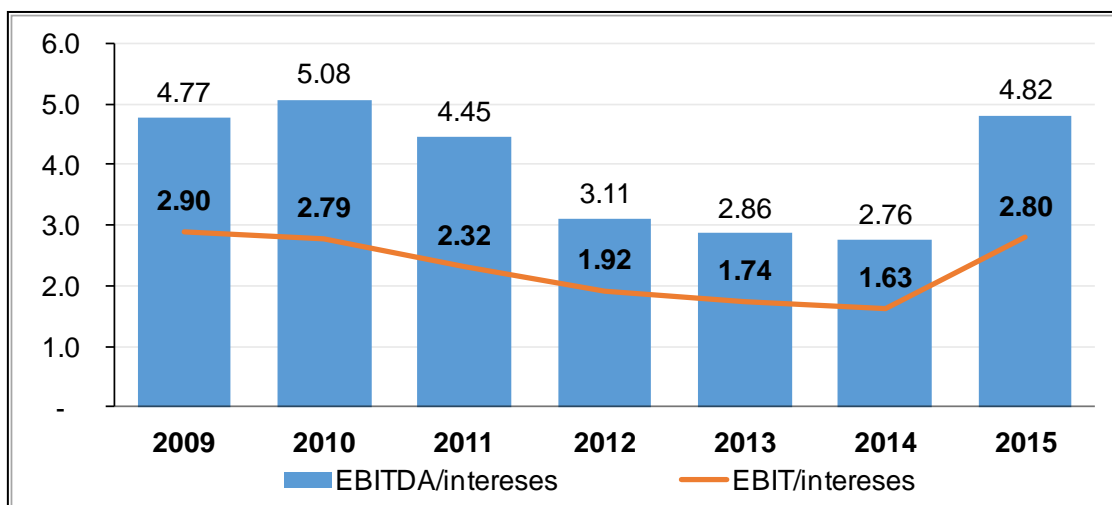


Figura 23. Ratios de cobertura financiera de SPSA.

Adaptado de “Estados Financieros Anuales”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Como se observa en la Figura 23 ambos ratios han presentado tendencias a la baja a partir del año 2010 que se extendieron hasta el año 2014 (EBIT entre intereses disminuye inclusive desde el año 2009), lo cual significó la disminución de la capacidad de la empresa para poder afrontar sus deudas, principalmente por el considerable incremento del nivel de sus obligaciones financieras que crecieron desde los S/344 millones en el año 2009 hasta los S/628 millones en el año 2014. Esta situación cambió en el año 2015 cuando SPSA ejecutó un proceso reestructuración financiera con la finalidad de reducir sus gastos financieros, para lo cual tomó nuevas deudas en moneda local que utilizó para amortizar un préstamo en moneda extranjera que representaba una mayor tasa de interés; con lo cual se lograron ratios de EBITDA entre intereses de 4.82x y EBIT entre intereses de 2.80x.

Indicadores de Liquidez. Se observan en la Tabla 8 y demuestran la capacidad de la empresa para afrontar sus obligaciones de corto plazo, según lo cual al cierre del año 2015 SPSA presentó una capacidad limitada para cumplir con sus pasivos corrientes; sin embargo se debe considerar dentro del análisis que el giro del negocio de supermercados es de alta rotación, lo cual le permite a la empresa generar continuamente el flujo necesario para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. En este sentido la particularidad del negocio le ha permitido a la empresa tener la capacidad de financiar sus operaciones a través de capital de trabajo con sus proveedores, razón por la cual en el año 2015 obtuvo un capital de trabajo neto negativo de S/245 millones.

Tabla 8

Indicadores de Liquidez de SPSA

Indicador / Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Capital de trabajo (S/MM)	333	404	483	420	602	662	655
Capital de trabajo neto (S/MM)	-116	-182	-151	-230	-203	-178	-245
Ratio corriente	62.4%	56.4%	78.8%	74.9%	65.2%	74.0%	65.3%
Prueba acida	32.3%	21.3%	38.6%	37.3%	29.7%	27.0%	22.3%
Relevancia activo corriente	28.4%	29.1%	32.9%	29.4%	28.9%	29.0%	27.4%
Ratio de capital de trabajo	-9.3%	-12.4%	-8.2%	-11.4%	-8.7%	-7.0%	-9.2%
Ratio de efectivo (Act. Totales)	10.9%	7.4%	8.4%	8.9%	7.0%	4.8%	4.1%
Cash (ventas)	6.6%	4.5%	5.5%	5.9%	4.9%	3.3%	2.7%

Nota. Indicadores calculados con cifras de “Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Otro indicador que denotó la moderada capacidad de SPSA para el pago de obligaciones a corto plazo fue el ratio corriente que alcanzó 65.3% a fines del año 2015, considerablemente menor al ratio del año 2014 (74.0%) producto de que la deuda a corto plazo se incrementó hasta los S/118 millones (crecimiento anual de 113%). En el mismo sentido se puede considerar a la prueba ácida que ha presentado una continua disminución desde el año 2011 (38.6%) hasta el año 2015 (22.3%).

Indicadores de Gestión. Proporcionan información sobre el desempeño del giro del negocio propio de la empresa, se muestran en la Tabla 9 y resalta la característica del negocio de supermercados relacionada a su capacidad para operar con ventas prácticamente al contado. Al año 2015 SPSA alcanzó los siguientes indicadores: (a) periodo de promedio de cobro a clientes (PPC) de 3.1 días, principalmente debido a que los usuarios realizaron pagos al contado o con tarjeta de crédito que fue rápidamente convertido en efectivo; (b) periodo promedio de pago a proveedores (PPP) de 103.7 días, en virtud del importante poder de negociación de la empresa que permitió obtener crédito de sus proveedores; y (c) periodo promedio de inventario (PPI) de 57.6 días, medida de la rotación de las existencias.

Tabla 9

Indicadores de Gestión de SPSA

Indicador / Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rotacion de cuentas por cobrar	106.6	110.1	97.1	75.7	77.5	94.2	116.6
PPC	3.4	3.3	3.7	4.8	4.6	3.8	3.1
Rotacion de inventarios	9.0	6.7	6.8	7.5	6.8	6.0	6.2
PPI	40.2	53.5	53.3	47.8	53.3	60.1	57.6
Rotacion de cuentas por pagar	3.5	3.1	3.3	3.5	3.2	3.4	3.5
PPP	104.1	115.7	107.5	103.0	112.9	104.5	103.7
Rotacion de activos fijos netos	2.4	2.4	2.5	2.3	2.1	2.2	2.2
Rotacion de activos totales	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	1.5	1.5
Rotacion de activos operativos	2.7	2.8	2.7	2.4	2.3	2.4	2.5
Brecha de rotaciones	1.0	1.2	1.2	0.9	0.9	0.9	0.9
Ciclo operativo	44	57	57	53	58	64	61
Ciclo de conversion de efectivo	-61	-59	-50	-50	-55	-41	-43

Nota. Indicadores calculados con cifras de “Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Como resultado a fines del año 2015, SPSA alcanzó un ciclo de conversión de efectivo (calculado como PPI más PPC menos PPP) de menos 43 días, lo cual permite concluir que la empresa obtuvo financiamiento de proveedores o efectivo adelantado por más de un mes.

Indicadores de Endeudamiento. Permiten distinguir el nivel de deuda de la empresa, según se observa en la Tabla 10 en los últimos años el grado de endeudamiento (calculado como pasivos totales entre activos totales) cayó desde 0.75 en el año 2011 hasta 0.65 en el año 2015, básicamente producto de la menor proporción de deuda con terceros utilizada para financiar los activos adquiridos (incremento de cuenta patrimonial por emisión de acciones y utilidades acumuladas), así como reducción en el nivel de la inversión realizada para la apertura de nuevas tiendas comerciales y la habilitación de nuevos metros cuadrados comerciales.

Tabla 10

Indicadores de Endeudamiento de SPSA

Indicador / Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Grado de endeudamiento	0.72	0.72	0.75	0.71	0.72	0.64	0.65
Endeudamiento sobre Patr.	2.59	2.51	3.01	2.40	2.53	1.79	1.87
Grado de propiedad	0.28	0.28	0.25	0.29	0.28	0.36	0.35
Multiplicador financiero	3.59	3.51	4.01	3.40	3.53	2.79	2.87
Deuda Fin. CP / Act. Corriente	14.2%	21.4%	10.5%	8.6%	19.9%	7.5%	16.1%
Pasivo LP / Total Activos	26.7%	20.0%	33.3%	31.4%	27.4%	25.0%	23.2%

Nota. Indicadores calculados con cifras de “Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Como se muestra en la Tabla 10 el mismo comportamiento a la baja se ha observado en el ratio de endeudamiento sobre patrimonio desde el año 2011, a pesar de un ligero incremento en el año 2015; mientras que el grado de propiedad (patrimonio neto entre activo total) se incrementó desde 0.25 en el año 2011 a 0.35 en el año 2015; en el mismo sentido el pasivo de largo plazo respecto al total de activos ha mostrado una tendencia a la baja dada la nueva estructura de deuda que adquirió SPSA en los últimos años. Por lo tanto se puede indicar que la empresa ha reducido su nivel de endeudamiento, gestionando adecuadamente sus estrategias de obtención de financiamiento con buena capacidad de experiencia financiera.

Indicadores de Rentabilidad. De acuerdo a lo presentado en la Tabla 11 se observa que los márgenes propios de la operatividad del negocio de SPSA se han mantenido relativamente estables durante los últimos siete años, a pesar de algunas variaciones producto de: (a) incremento de los costos de ventas mitigado por reducción de gastos de ventas (2010), (b) importante crecimiento de los gastos operativos debido a apertura de locales de mayor tamaño (2011), (c) ingresos totales crecieron a un mayor ritmo que los costos de ventas (2012, 2014 y 2015) aunque este efecto fue aminorado parcialmente por el mayor incremento de los gastos operativos con relación a los ingresos (2012 al 2015) y, (d) pago de S/30 millones recibido por contrato de exclusividad para operar tarjeta de crédito Oh! en las tiendas de la empresa considerado como otros gastos operativos (2013).

Tabla 11
Indicadores de Rentabilidad de SPSA

Indicador / Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margen Bruto	25.7%	25.1%	25.8%	26.2%	25.4%	25.6%	26.1%
Margen Operativo	3.7%	3.7%	3.3%	4.0%	3.8%	3.6%	3.7%
Margen Neto	1.9%	1.8%	1.3%	1.9%	0.3%	0.4%	0.7%
ROA	3.1%	2.9%	2.0%	2.8%	0.4%	0.6%	1.0%
ROE	11.2%	10.2%	8.0%	9.7%	1.4%	1.6%	2.9%
ROI	6.0%	6.8%	6.0%	6.8%	7.5%	7.4%	7.0%

Nota. Indicadores calculados con cifras de “Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Sin embargo los márgenes netos de SPSA presentaron comportamientos variables determinados por las fluctuaciones del tipo de cambio: (a) en el periodo 2009 al 2012 se registraron impactos positivos en los resultados que mejoraron el indicador en promedio 0.3% cada año, excluyendo el impacto cambiario el margen neto promedio de este periodo habría sido de 1.4%; (b) por otro lado entre los años 2013 y 2015 se asumieron pérdidas importantes

por diferencias cambiarias que disminuyeron el ratio en 0.6% promedio cada año, en caso no se considerara este efecto el margen neto promedio del periodo hubiera alcanzado 1.0%.

Los indicadores de rentabilidad han presentado el mismo comportamiento que el margen neto con importantes variaciones a partir del año 2013. Se puede observar que el ROE de la empresa disminuyó considerablemente desde el año 2012 (cuando registró una rentabilidad patrimonial de 9.7%) hasta un ratio de 2.9% en el año 2015, inclusive menor al costo promedio de la deuda de los últimos seis años (7.9%) y al costo del capital promedio en el mismo periodo (18.5%), lo cual indica que los resultados de la empresa no lograron compensar la inversión de los accionistas ni los préstamos financieros.

2.1.4. Planes y objetivos estratégicos de la empresa.

De acuerdo a lo señalado por InRetail Perú Corp. (2016) el sector de supermercados en el Perú ha presentado a finales del año 2015 un gran potencial de penetración, medido como ventas con respecto al total de ventas consumo masivo, como se observa en la Figura 24.

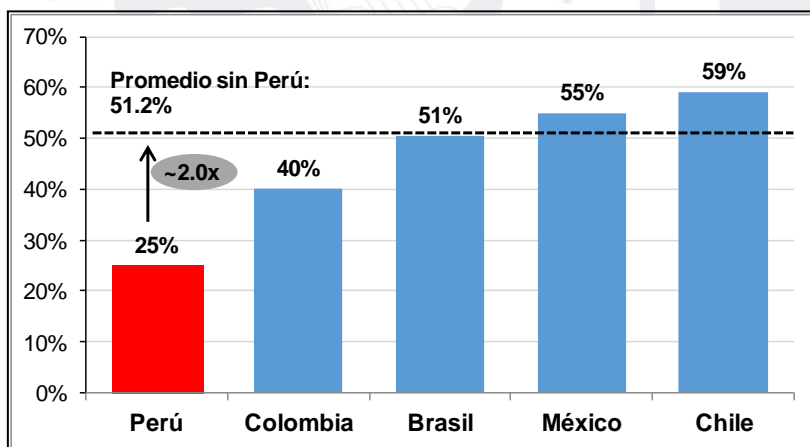


Figura 24. Penetración del subsector supermercados en Perú y comparables. Tomado de “Presentación Corporativa”, por InRetail Perú Corp., 2016. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/1/jer/presentations/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf

En ese sentido el Perú alcanzó un ratio de penetración de supermercados de 25%, considerablemente menor a los indicadores comparables de los principales países de la región;

Chile destacó con un 59% que refleja el alto grado de desarrollo que ha alcanzado el mercado de supermercados en dicho país, mientras que el promedio en América Latina fue de 51% (InRetail Perú Corp., 2016). Para el presente análisis se ha planificado como objetivo de mediano plazo que el mercado peruano alcance el ratio promedio de la región, según lo cual se espera duplicar el nivel de penetración de supermercados a través de planes agresivos y eficientes de inversión, con la finalidad de que las cadenas de autoservicios minoristas alcancen a una mayor cantidad de la población.

Para el caso específico de SPSA, InRetail Perú Corp. plantea fortalecer y ampliar su participación en el mercado peruano a través de un continuo plan de expansión de tiendas comerciales, aprovechando las oportunidades de un sector aún en crecimiento. En este sentido uno de los objetivos estratégicos de SPSA para el año 2016 es iniciar un plan piloto con un nuevo formato de tiendas de bajo costo y de precio promedio bajo, destinado a ganar con mayor rapidez penetración de mercado con respecto al comercio tradicional. La estrategia consiste en la apertura de 22 tiendas Mass en Lima, que se extiendan en superficies que tengan entre 100 y 300 metros cuadrados; para lograrlo se planifica realizar una inversión de CAPEX por aproximadamente US\$2 millones.

En términos generales SPSA plantea generar una propuesta de valor para sus clientes a través de:

- Desarrollar programas de identificación del cliente y de lealtad.
- Optimizar las promociones y descuentos.
- Mejorar la cartera de productos (incluyendo las marcas privadas).
- Establecer estrategias digitales de lanzamiento y de comercio electrónico.
- Aumentar la penetración de Tarjeta Oh!

- Mejorar la eficiencia operativa y reducción de costos, eficiencia de la cadena de suministros y continuar con la aplicación de sinergias entre formatos.
- Desarrollar la expansión a través del apalancamiento para la compra de terrenos que garanticen el crecimiento de nuevas tiendas para captar la demanda sin explotar.

Plan de Inversiones. InRetail Perú Corp. (2016) informó sobre su plan estratégico para los siguientes tres años, en el cual se anunció que SPSA en el año 2016 realizaría inversiones para desarrollar la apertura de 10,000 metros cuadrados adicionales de superficie de venta (3.5% de crecimiento anual) e iniciar la construcción de 5,000 metros cuadrados adicionales que se abrirían durante el primer trimestre del año 2017. En ese contexto en la Figura 25 se muestra el plan de inversiones previstas para el periodo 2016 al 2018, estimado un monto total de S/2,000 millones, de los cuales el 54% corresponden a inversiones destinadas al negocio de supermercados.

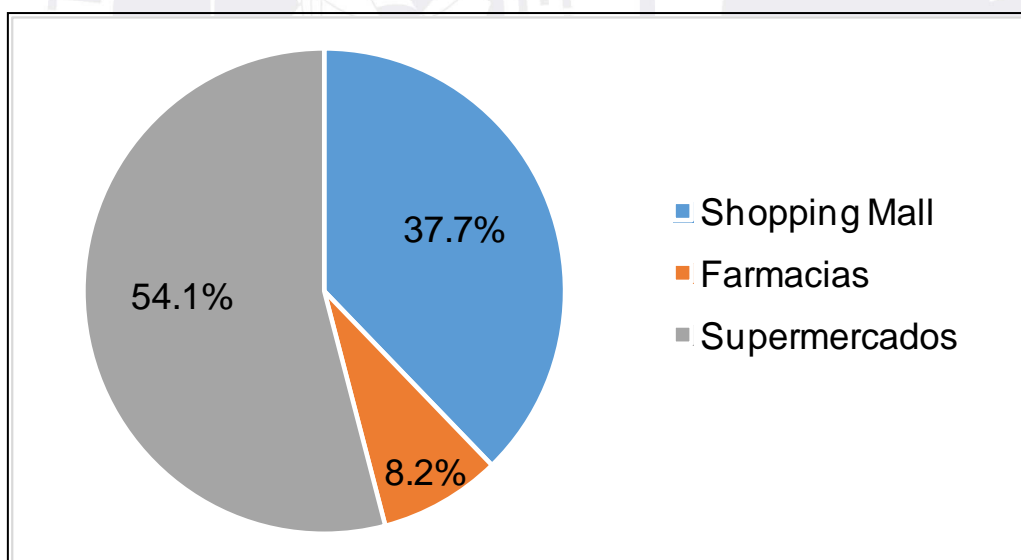


Figura 25. Inversiones proyectadas por InRetail Perú Corp., por segmento de negocio (2016-2018).

Tomado de “Presentación Corporativa”, por InRetail Perú Corp., 2016. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/1/jer/presentations/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf

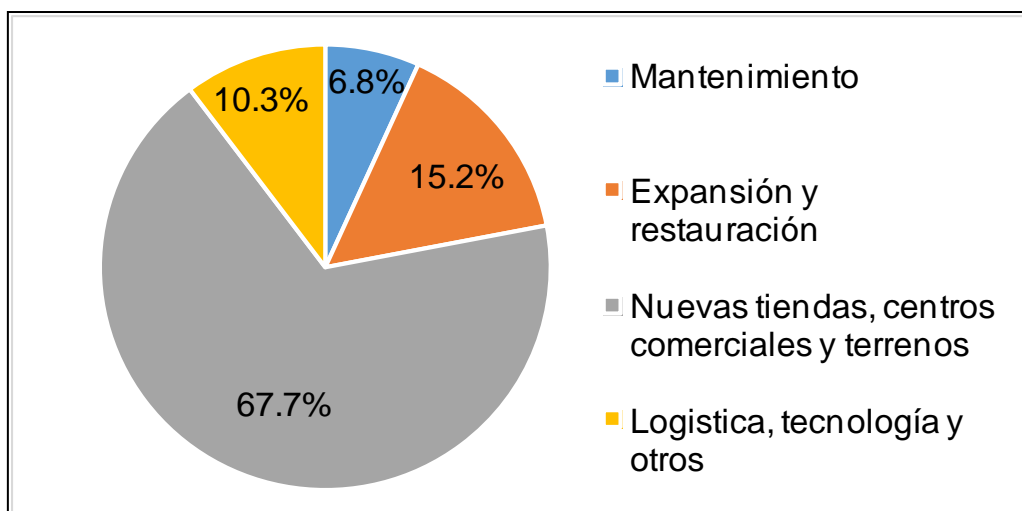


Figura 26. Inversiones proyectadas por InRetail Perú Corp., por categoría (2016-2018). Tomado de “Presentación Corporativa”, por InRetail Perú Corp., 2016. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/1/jer/presentations/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf

Adicionalmente como se muestra en la Figura 26, la gran mayoría de las inversiones proyectadas para los siguientes tres años corresponden a nueva infraestructura como nuevas tiendas (67.7%) y expansiones o restauraciones (15.2%). También se tiene proyectado iniciar la construcción de un nuevo centro de distribución automatizado y de producción de alimentos, el cual se estima que empiece a operar en el segundo semestre del año 2018, para lo cual se ha destinado una inversión de S/200 millones.

Plan de Dividendos. Según lo descrito en la Memoria Anual del año 2015 de SPSA publicada en la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), su política de dividendos estableció el pago de hasta el 100% de las utilidades de libre disposición que se obtengan, siempre que aquello no afecte los requerimientos de inversión de la empresa y no se vulneren las disposiciones legales aplicables ni ningún tipo de obligación, ratio financiero y/o compromiso financiero asumido por la empresa frente a sus acreedores. El Directorio de la empresa tiene la facultad de acordar el reparto de dividendos a cuenta, quedando facultado para determinar el monto de los dividendos a distribuir, así como la oportunidad de su pago.

2.2. Análisis de valor.

2.2.1. Valorización de la empresa.

Para la cuantificación del valor patrimonial de SPSA se utilizó el método de flujo de caja libre descontando, para lo cual se proyectan los flujos de caja libres para los siguientes 10 años (periodo del 2016 al 2025), tomando como información de referencia los Estados Financieros Auditados de la empresa de los últimos siete años (periodo entre 2009 y 2015) publicados en el portal web de la SMV.

En primer lugar se estimaron los flujos de caja futuros de la empresa, libres de los efectos del endeudamiento (flujo de caja libre) a partir de la proyección del estado de resultados y de las necesidades estimadas de inversión a corto y largo plazo (inversión en capital de trabajo y en activo fijo respectivamente). Posteriormente se calculó el Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC), el cual promedia el costo de la deuda (K_d) con el costo de oportunidad de los accionistas (K_e) ponderados por sus respectivas participaciones en la estructura de financiamiento de la empresa (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2010). El CPPC es utilizado para descontar los flujos de caja libre proyectados y calcular el valor presente de los mismos, los cuales finalmente fueron sumados para obtener el valor actual neto (VAN) de la empresa.

Los principales supuestos que se han considerado para el cálculo del valor de SPSA se detallan a continuación:

Ingresos Totales. Para la proyección de los ingresos totales de la empresa se han utilizado dos drivers de valor:

Ratio de ingresos por ventas sobre metros cuadrados de tiendas. Se trata de un indicador importante en la industria retail debido a que permite estimar la productividad

monetaria resultante en función de los ingresos generados en las superficies de los locales donde se realizan las actividades comerciales. Como se puede observar en la Tabla 12 este ratio ha tenido una fuerte variabilidad durante los últimos años producto de los distintos niveles de inversiones realizadas en locales comerciales, los mismos que se han desarrollado en diferentes plazas (Lima y provincias), con diversos tamaños (hipermercados y supermercados) y con distintos periodos de maduración en ventas.

Tabla 12

Ratio de ingresos por ventas sobre metros cuadrados de tiendas

Indicador / Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ventas/m ² (miles de soles/m ²)	12.91	12.74	13.78	13.58	13.37	13.93	14.14
% variación		-1.32%	8.24%	-1.50%	-1.49%	4.14%	1.55%

Nota. Adaptado de “Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Para la proyección de este indicador se ha considerado un incremento constante de la productividad de la empresa, que invertirá en la construcción de nuevos locales comerciales pero que serán desarrollados con áreas promedios menores a las actuales; según lo cual se ha estimado que el ratio mejore con una eficiencia anual similar a la que registró SPSA en el año 2015 (1.55%). Las proyecciones del ratio para los siguientes 10 años se presentan en el Apéndice A.

Total de metros cuadrados disponibles para las ventas en locales comerciales. Según InRetail Perú Corp. (2016) se ha planificado que durante el año 2016 el área disponible para las ventas de SPSA tendrá un crecimiento de 3.5% (aproximadamente 10,000 metros cuadrados). A partir del año 2017 este indicador se ha proyectado en función de la penetración de mercado objetivo que estima alcanzar la empresa (ratio de metros cuadrados por cada mil habitantes) y la proyección de la población a nivel nacional.

Según proyectó el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI, 2009) la población total en el Perú sobrepasaría los 34 millones de habitantes en el año 2025, estimando un crecimiento promedio anual de 1%; en la Tabla 13 se detalla la proyección para los siguientes 10 años.

Tabla 13

Población total proyectada en el Perú

Año	Población Nacional Proyectada
2016	31,488,625
2017	31,826,018
2018	32,162,184
2019	32,495,510
2020	32,824,358
2021	33,149,016
2022	33,470,569
2023	33,788,589
2024	34,102,668
2025	34,412,393

Nota. Adaptado de “Perú: Estimaciones y Proyecciones de población por departamento, sexo y grupos quinquenales de edad 1995 – 2025”, por INEI, 2009. *Boletín de Análisis Demográfico N° 37*. Recuperado de <http://proyectos.inei.gob.pe/web/biblioineipub/bancopub/Est/Lib0846/libro.pdf>

La penetración de mercado de SPSA ha tenido un crecimiento constante durante los últimos años pero cada vez a menores tasas, como se muestra en la Tabla 14.

Tabla 14

Ratio de penetración de mercado de SPSA

Indicador / Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016(P)
m ² /1000 habitantes	5.47	6.39	6.86	7.47	8.16	8.75	9.25	9.47
% variación		16.92%	7.24%	8.90%	9.27%	7.30%	5.71%	2.39%

Nota. Adaptado de “Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>. (P) = Ratio2016 estimado en función de proyecciones del ratio de ingresos por ventas (S/14.36 miles por m²) y población total en Perú (31.49 millones de personas).

Para la proyección del ratio de penetración de mercado desde el año 2017 se ha considerado un crecimiento conservador similar al que obtuvo la empresa en el año 2015 (5.71%), lo cual permitiría alcanzar en el año 2025 un indicador de penetración de mercado de 15.62 (metros cuadrado por cada mil habitantes), que significaría un incremento de 69% con respecto al indicador base calculado en el año 2015 (9.25). Este crecimiento proyectado está relacionado al potencial de crecimiento esperado para el sector supermercados en el Perú (mostrado en la Figura 24), según lo cual se esperaría duplicar la penetración de mercado para alcanzar el promedio de América Latina.

Finalmente para el cálculo de la proyección de ingresos totales de SPSA para los próximos 10 años se han multiplicado los drivers de valor estimados para los ingresos por ventas sobre metros cuadrados y total de metros cuadrados disponibles en locales comerciales.

Costos de Ventas. Revisando los costos de ventas como proporción de los ingresos totales de SPSA durante los últimos años, se puede observar en la Tabla 15 que el ratio ha venido disminuyendo especialmente desde el año 2013 (luego de un máximo de 74.9% en el año 2010) hasta llegar a 73.9% en el año 2015.

Tabla 15 *Ratio de Costo de Ventas*

Ratio de costo de ventas

Indicador / Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ratio Costo de Ventas	74.3%	74.9%	74.2%	73.8%	74.6%	74.4%	73.9%

Nota. Adaptado de “Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Tomando en cuenta la tendencia a la baja que ha presentado el ratio durante los últimos tres años, principalmente producto de la mejora en la capacidad de negociación de la empresa con sus proveedores, para la proyección de los costos de ventas se ha considerado un

ratio igual al indicador del último año (73.9%) que será multiplicado por las proyecciones de los ingresos totales.

Gastos Operativos. Se incluyen los gastos de ventas, administrativos y de distribución; analizando la información histórica de los últimos siete años mostrada en la Tabla 16 se observa que el ratio de gastos operativos como proporción de los ingresos totales ha tenido un comportamiento inestable alcanzando máximos de 19.8% en los años 2012 y 2015, principalmente debido al importante incremento de los gastos de ventas y distribución.

Tabla 16

Ratio de gastos operativos

Indicador / Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ratio Gastos Operativos	19.6%	18.3%	19.5%	19.8%	19.1%	19.5%	19.8%

Nota. Adaptado de “Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Debido a la variabilidad observada en el indicador, para la proyección de los gastos operativos se ha estimado un ratio igual al promedio de los últimos tres años (19.5%) que será multiplicado por los ingresos totales calculados previamente.

Impuestos. De acuerdo a la normatividad legal vigente a la fecha, se han considerado las siguientes tasas impositivas tributarias para la proyección del Impuesto a la Renta: (a) 28% para el año 2016, (b) 27% para los años 2017 y 2018, y (c) 26% a partir del año 2019.

Inversiones en bienes de capital (Capital Expenditures, CAPEX). En este rubro se han considerado las inversiones en Activo Fijo (CAPEX AF) como las construcciones de nuevos locales comerciales, ampliaciones y remodelaciones, así como las inversiones en intangibles (CAPEX Intangibles) relacionadas a licencias de software, tecnologías de

información, entre otros. De acuerdo a información publicada por InRetail Perú Corp. (2016) se ha proyectado que SPSA realice inversiones de CAPEX para el periodo 2016 al 2018 por un total de S/882 millones, que se distribuirá entre CAPEX AF y CAPEX Intangibles según proporciones de las inversiones CAPEX realizadas en los últimos tres años (94% y 6% respectivamente). En función de éstas inversiones proyectadas, para el año 2018 se ha estimado un indicador de CAPEX AF de S/12,670 por nuevos metros cuadrados en locales, el mismo que se prevé mantener estable durante los siguientes años; este ratio multiplicará por los nuevos metros cuadrados proyectados detallado anteriormente. La inversión en CAPEX Intangibles se proyectará manteniendo la misma proporción con relación a la inversión en CAPEX AF.

Inversión en capital de trabajo. Para la proyección de este indicador se han utilizado las partidas del balance general de SPSA correspondientes a efectivo y equivalentes, cuentas por cobrar comerciales, existencias y cuentas por pagar comerciales.

Efectivo y equivalentes. Se ha analizado la proporción de la cuenta de efectivo sobre los ingresos totales anuales de la empresa.

Tabla 17 Ratio de efectivo sobre ingresos

Ratio de efectivo sobre ingresos totales

Indicador / Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ratio %Efectivo/Ingresos	6.6%	4.5%	4.8%	2.1%	4.9%	3.3%	2.7%

Nota. Adaptado de “Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Como se observa en la Tabla 17 el indicador se mantuvo cercano al 5% entre los años 2009 y 2013, a pesar del marcado descenso en el año 2012; posteriormente ha presentado una tendencia a la baja relacionada a políticas que adoptó la empresa para reducir el nivel de

efectivo disponible, debido a que son considerados como activos que no generan mayor rentabilidad. Por este motivo para la proyección de la cuenta se ha estimado mantener el indicador de 2.7% que obtuvo la empresa en el año 2015, el cual se multiplicará por los ingresos totales proyectados para los siguientes 10 años.

Cuentas por cobrar comerciales. Se ha evaluado en función de los días promedio que demora la empresa para cobrar sus cuentas comerciales (periodo promedio de cobro, PPC); esta cuenta está compuesta principalmente por ventas realizadas con tarjetas de crédito y saldos por cobrar a diversas empresas e instituciones públicas por concepto de vales de mercadería.

Tabla 18

Periodo Promedio de Cobro

Indicador / Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PPC	3.4	3.3	3.7	4.8	4.6	3.8	3.1

Nota. Adaptado de “Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

En la Tabla 18 se observa la tendencia a la baja en la evolución del PPC desde el año 2012, que significó la reducción de los días de cobro a sus clientes y la obtención de liquidez con mayor celeridad. Al tratarse de uno de los principales competidores en el mercado local, la empresa ha desarrollado un poder de negociación que le ha permitido lograr mejoras en este indicador, por lo cual se ha estimado mantener el PPC en 3.1 para la proyección de las cuentas por cobrar (PPC se multiplica por los ingresos totales y se divide entre 360).

Existencias. Este rubro se refiere básicamente a mercaderías y suministros en tránsito que fueron para atender la demanda de los clientes (Supermercados Peruanos, 2016b), se ha evaluado en función del periodo promedio de inventario (PPI).

Tabla 19

Periodo Promedio de Inventario

Indicador / Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PPI	40.2	53.5	53.3	47.8	53.3	60.1	57.6

Nota. Adaptado de “Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

El indicador PPI es una medida de la cantidad de tiempo que los activos permanecen en tránsito o están almacenados a la espera de ser vendidos. La Tabla 19 muestra que este ratio ha sido muy variable durante los últimos años, habiendo alcanzado un mínimo de 40.2 días en el año 2009 y un máximo de 60.1 días en el año 2014, sin embargo se puede considerar que ha presentado una tendencia creciente durante los últimos siete años. Para la proyección se ha considerado un PPI de 57.6 en función del objetivo de SPSA relacionado a elevar la rentabilidad de sus activos, para lo cual se buscaría reducir los días promedio de inventario. Para el cálculo de la proyección de existencias se multiplica el PPI por los costos de ventas y se divide entre 360.

Cuentas por pagar comerciales. Para esta cuenta se ha analizado el ratio del periodo promedio de pago (PPP) cuya evolución se muestra en la Tabla 20.

Tabla 20

Periodo Promedio de Pago

Indicador / Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PPP	104.1	115.7	107.5	103.0	112.9	104.5	103.7

Nota. Adaptado de “Estados Financieros Auditados”, por SPSA, 2009-2015. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Una característica propia del sector supermercados es contar con un elevado ratio de PPP debido al gran poder de negociación que mantienen sobre sus proveedores, lo cual permite

obtener financiamiento a costo cero puesto que el PPC es generalmente mínimo. Para SPSA este ratio ha presentado una tendencia a la baja desde el año 2013, por lo cual se ha considerado para la proyección un PPP de 103.7, el cual se multiplicará por los costos de ventas y se divide entre 360.

Valor de perpetuidad. Representa el valor de los flujos de caja libre posteriores al último año de la proyección bajo el supuesto que la empresa continuará realizando sus operaciones por un plazo indefinido; para calcularlo se ha dividido el flujo de caja libre del año 10 entre la diferencia de la tasa de descuento de ese periodo y una tasa de crecimiento a perpetuidad, este valor se adiciona al flujo de caja libre proyectado en el año 10.

Para definir la tasa de crecimiento a perpetuidad se han tomado como referencia patrones de comportamiento recientes del mercado, así como proyecciones estimadas sobre potenciales de crecimiento, como se detalla:

- El subsector supermercados creció en promedio 6% durante los primeros nueve meses del año 2015, mientras que el PBI del sector comercio al por menor creció 3.3% (BCRP, 2015), tal como se mostró en la Tabla 1.
- Desde el año 2012 los supermercados en conjunto crecieron a tasas por encima del PBI real, del PBI comercio y del consumo privado (ver Figuras 4 y 5) a pesar de difícil situación de la economía peruana durante los años 2014 y 2015.
- La proyección del Marco Macroeconómico Multianual 2017-2019 (Ministerio de Economía y Finanzas, 2016a) prevé un crecimiento promedio en la economía peruana de 4.2% los próximos tres años.
- La investigación de Euromonitor Internacional ha considerado que el sector retail en el Perú crecerá anualmente 4% hasta el 2020 (Gestión.pe, 2015b).

En función del constante crecimiento del sector consumo y su continuo dinamismo a pesar del complicado contexto externo y local, se estima razonablemente una tasa de crecimiento a perpetuidad de 3%, tomando en consideración que a partir del año 10 de la valorización (año 2026) el subsector supermercados se encontraría en una etapa de madurez y posible saturación competitiva.

Tasa de descuento. Se emplea el CPPC de manera dinámica para lo cual se han calculado tasas de descuento independientes para cada año de la proyección del flujo de caja libre de SPSA. Para estimar el costo de la deuda se ha empleado como base la tasa LIMABOR a un año, a la cual se agrega un spread adicional en función del ratio de cobertura de la empresa (calculado como EBIT entre los intereses financieros estimados en cada periodo). El costo del capital del accionista se estimó empleando el modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM) para el cual se consideraron datos de mercados internacionales y se agregó el Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI por sus siglas en inglés) relacionado al Perú con la finalidad de incluir el efecto del riesgo país. En la Tabla 21 se muestran los inputs considerados para la valorización de SPSA.

Tabla 21 Indicadores financieros a diciembre

Indicadores financieros a diciembre 2015

Indicador	Valor	Fuente
LIMABOR 12 meses	6.54%	O'Brien (2016)
Beta desapalancado	0.7	Damodarán (2016)
Prima de mercado	7.79%	Damodarán (2016)
Tasa libre de riesgo	2.01%	Bloomberg (2016)
Riesgo país	2.36%	MEF (2016)

Nota. Tomado de las fuentes indicadas para cada input.

Valor de la empresa. Como resultado del proceso de proyección de flujos de caja libre (FCL) para el periodo 2016 al 2025, considerando los parámetros de gestión detallados

anteriormente como escenario base, se obtuvo un VAN para la empresa de S/645.9 millones. Si a dicho resultado se le resta la deuda financiera que tuvo SPSA al cierre del año 2015 se consigue un VAN patrimonial cuyo resultado es negativo en S/17.1 millones, como se puede observar en el Apéndice A.

La estimación del valor de mercado de SPSA ha generado un valor de múltiplo EBITDA de 3.9, comparativamente muy bajo con relación a los ratios de las principales empresas del sector retail a nivel de América Latina y Estados Unidos, como se muestra en la Tabla 22; esto permite concluir que la actual gestión financiera de la compañía ha proyectado generar valor menor al promedio del mercado, por lo que se podrían impulsar iniciativas de reestructuración financiera que mejoren el VAN patrimonial de la empresa.

Tabla 22

Múltiplo EBITDA de empresas del sector supermercados

	SPSA	Falabella	Cencosud	Almacenes Éxito	Walmart
Múltiplo EBITDA	3.9	14.8	8.7	8.2	7.0

Nota. Múltiplo EBITDA calculado como Valor de la empresa (suma de capitalización bursátil y deuda financiera neta) entre EBITDA. Capitalización bursátil para SPSA calculada con valor nominal de la acción al no tener cotización de mercado. Recuperado de http://www.bvl.com.pe/jsp/Inf_EstadisticaGrafica.jsp?Cod_Empresa=75725&Nemonico=SUPERC1&Listado=SUPERC1. Los múltiplos de Falabella, Cencosud, Almacenes Éxito y Walmart se obtuvieron de Economática, información al cierre del año 2015.

Valor patrimonial según estructura de pagos. A partir del FCL proyectado se puede determinar el Flujo de Caja del Accionista (FCA), para lo cual en cada periodo se sumaron el FCL y la nueva deuda estimada para la empresa, se restaron la amortización de la deuda y el pago de intereses calculados en función de la estructura de pagos propuesta; finalmente se adicionó el escudo fiscal (ahorro generado por la inclusión de intereses en el estado de resultados). Los valores del FCA se descontaron a la tasa del K_e y se obtuvo un VAN patrimonial según estructura de pagos de S/ 331.7 millones (ver Apéndice A).

2.3. Análisis de sensibilidad.

Tasa de crecimiento de eficiencia (ventas/m²) y el VAN patrimonial. La variación positiva de un punto porcentual en la tasa de crecimiento de la eficiencia de las ventas por metro cuadrado en locales comerciales originaría que el VAN patrimonial de SPSA se incrementara en S/ 804.4 millones, por el contrario la reducción de dicha tasa en 1% ocasionaría que el valor patrimonial disminuya en un monto de S/ 729.9 millones. La magnitud del impacto de este indicador sobre el valor patrimonial de la empresa demuestra la necesidad de realizar un adecuado análisis para la construcción y apertura de nuevas tiendas, así como la búsqueda continua de mejora en eficiencia para las tiendas con más de un año de operación (indicador SSS), de tal forma que las ventas promedio por metro cuadrado de SPSA puedan mantener un crecimiento sostenido en el periodo de proyección. En la Tabla 23 se muestra la sensibilidad del VAN patrimonial ante cambios en la tasa de crecimiento de eficiencia.

Tabla 23 Sensibilidad de la tasa de crecimiento de eficiencia (ventas/m²) en el VAN patrimonial

Sensibilidad de la tasa de crecimiento de eficiencia (ventas/m²) en el VAN patrimonial

Escenarios	VAN patrimonial (en S/MM)
0.05%	(1,048.59)
0.55%	(744.57)
1.05%	(404.78)
1.55%	(17.06)
2.05%	378.66
2.55%	787.38
3.05%	1,222.31

Nota. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

Variación de tasa de crecimiento de penetración de mercado y el VAN patrimonial.

A pesar del incremento constante del ratio de penetración de mercado de SPSA, durante los últimos tres años este indicador ha presentado tasas de crecimiento cada vez menores; sin

embargo en función del potencial del sector supermercados en el Perú se consideró factible mantener el ratio estable en 5.7% durante el periodo proyectado. En la Tabla 24 se muestra la variación positiva o negativa de 1% en este indicador, que genera un incremento en el VAN patrimonial de SPSA de S/266.4 millones o una reducción de S/249.7 millones respectivamente.

Tabla 24

Sensibilidad de la tasa de crecimiento de penetración de mercado en el VAN patrimonial

Escenarios	VAN patrimonial (en S/ MM)
4.2%	(373.74)
4.7%	(266.73)
5.2%	(145.46)
5.7%	(17.06)
6.2%	109.94
6.7%	249.29
7.2%	393.81

Nota. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

Proporción de costo de ventas con relación a los ingresos totales y el VAN patrimonial. La ventaja competitiva de SPSA relacionada a la mejora continua de su productividad en la elaboración de los bienes finales y el poder de negociación que mantiene con sus proveedores ha permitido que la empresa reduzca su ratio de costos de venta como proporción de ingresos totales, lo cual ha sido utilizado como importante estrategia para la generación de mayores flujos e incremento del valor para la empresa. Para la proyección de este indicador se ha considerado que la empresa mantenga un ratio de 73.89%, similar al promedio alcanzado durante el año 2015 después de una continua reducción durante los últimos tres años.

La mejora de un punto porcentual (reducción hasta 72.89%) podría generar un incremento de S/1,084.6 millones sobre el VAN patrimonial, por lo cual se establece como

uno de los indicadores más influyentes para la generación de valor en la empresa, como se observa en la Tabla 25.

Tabla 25

Sensibilidad del ratio de costo de ventas entre ingresos en el VAN patrimonial

Escenarios	VAN patrimonial (en S/ MM)
75.00%	(1,108.07)
74.50%	(682.17)
73.89%	(17.06)
73.50%	408.37
73.00%	944.35
72.89%	1,067.57
72.50%	1,483.86

Nota. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

Porcentaje de gastos operativos y el VAN patrimonial. La sensibilidad en el VAN patrimonial ante variaciones en el porcentaje de gastos operativos sobre los ingresos totales de la empresa revela que una mejora de la eficiencia en las áreas operativas de la empresa (administrativas, de ventas y logísticas) que implique una reducción de 1% en dicha proporción (19.46% en promedio) impacta en el incremento del VAN patrimonial en S/1,101.4 millones, como se observa en la Tabla 26, situándolo como el driver generador de valor más importante dentro del modelo de valoración de SPSA

Tabla 26

Sensibilidad del porcentaje de gastos operativos en el VAN patrimonial

Escenarios	VAN patrimonial (en S/ MM)
21.00%	(1,343.14)
20.46%	(1,040.11)
20.00%	(625.79)
19.46%	(17.06)
18.90%	594.23
18.46%	1,084.30
17.90%	1,687.24

Nota. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

Tasa de crecimiento a perpetuidad y el VAN patrimonial. Analizando el impacto de la sensibilidad de la tasa de crecimiento a perpetuidad en el VAN patrimonial de la empresa, se ha encontrado que la variación de un punto porcentual sobre la tasa considerada en el escenario base (3%) generaría un impacto positivo de S/115.9 millones en el VAN patrimonial. Como se observa en los escenarios de la Tabla 27, la variación de este indicador no origina un efecto significativo en comparación con otras variables consideradas en el modelo de valorización de SPSA.

Tabla 27

Sensibilidad de la tasa de crecimiento a perpetuidad en el VAN patrimonial

Escenarios	VAN patrimonial (en S/ MM)
1.50%	(136.96)
2.00%	(102.29)
2.50%	(62.71)
3.00%	(17.06)
3.50%	36.13
4.00%	98.93
4.50%	174.18

Nota. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

Periodo promedio de pago y el VAN patrimonial. Una variable importante para las empresas del negocio retail es el PPP, debido a que la adecuada gestión de este indicador permite la obtención de liquidez para las empresas. En este sentido se analizó el efecto de la variación de dicha variable sobre el VAN patrimonial de SPSA, según lo cual se encontró que el aumento de PPP en 10 días (hasta 114 días, menor al límite máximo alcanzado en los últimos siete años) generaría un incremento en el VAN patrimonial de aproximadamente S/323.2 millones; asimismo si la variación fuera una disminución del PPP en 10 días (cayendo hasta 94 días) el VAN patrimonial pasaría a un valor negativo de S/344.4 millones, producto de una disminución de S/327.4 millones.

Tabla 28

Sensibilidad del PPP en el VAN patrimonial

Escenarios	VAN patrimonial (en S/ MM)
119	458.69
114	306.16
109	149.78
104	(17.06)
99	(179.05)
94	(344.41)
89	(501.15)

Nota. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

Como se puede apreciar en la Tabla 28 el efecto de la variación del PPP sobre el VAN patrimonial no es muy significativo en ambos sentidos (incremento o disminución de los días de pago a proveedores), por lo que se podría utilizar este indicador como herramienta para mejorar otras variables que permitan generar mayor valor para la empresa; en este sentido se recomendaría a SPSA optar por una estrategia de disminución del PPP con la finalidad de mejorar los precios negociados con sus proveedores y disminuir sus costos de ventas, cuya sensibilidad tiene un mayor efecto sobre el VAN patrimonial como se observó anteriormente (Tabla 25).

Tasa de efectivo y el VAN patrimonial. En la valorización del escenario base (ver Apéndice A) de SPSA se ha considerado un ratio de efectivo entre ingresos totales de 2.71% (Tabla 17), en función de lo cual la proyección del capital de trabajo de la empresa ha estimado un exceso de liquidez; sin embargo se debe tomar en consideración que mantener un elevado nivel de efectivo (activos con baja rentabilidad) no es coherente con los objetivos de la empresa de generación de valor. Analizando el impacto en la valorización de SPSA ante la reducción de un punto porcentual en el ratio de efectivo entre ingresos totales se obtendría un incremento del VAN patrimonial de S/153 millones; como se puede observar en los

escenarios de la Tabla 29 la sensibilidad de dicho indicador es poco significativa en comparación a las variaciones generadas por otros drivers de valor.

Tabla 29

Sensibilidad de la tasa de efectivo entre ingresos en el VAN patrimonial

Escenarios	VAN patrimonial (en S/ MM)
5.00%	(396.76)
3.71%	(183.02)
3.00%	(61.12)
2.71%	(17.06)
2.00%	89.41
1.71%	134.79
1.00%	246.83

Nota. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

Como alternativa SPSA puede considerar reducir la tasa de efectivo sobre ingresos y direccionar la liquidez generada para atender otras necesidades operativas de la empresa y al mismo tiempo mejorar la rentabilidad de los activos.

En síntesis, se puede señalar que la variable que tiene mayor impacto sobre el VAN patrimonial de SPSA es el ratio de proporción de gastos operativos entre ingresos totales; no obstante es importante señalar que las variables de costos de ventas y la eficiencia (ventas por metro cuadrado de espacio disponible) también generan impactos importantes en la valorización de la empresa.

Adicionalmente se han planteado escenarios que evalúan la sensibilidad del VAN patrimonial de SPSA ante cambios simultáneos en dos variables de los inputs de valor; a continuación se presentan los principales resultados:

Proporción de costos de ventas y gastos operativos sobre el VAN patrimonial. Estas son las dos variables consideradas de mayor importancia para la valorización de SPSA, debido a que han generado los impactos más significativos en los análisis de sensibilidad

revisados anteriormente. En la Tabla 30 se observan resultados de VAN patrimonial ante diferentes combinaciones de los drivers indicados, se puede resaltar que una reducción simultánea de un punto porcentual en ambas variables generaría un incremento en el VAN patrimonial de S/2,155 millones.

Tabla 30

Escenarios ante variación de proporción de costos de ventas y gastos operativos, en el VAN patrimonial

VAN patrimonial (en S/ MM)	Gastos Operativos	21.00%	20.46%	20.00%	19.46%	18.90%	18.46%	17.90%
C. Ventas								
75.00%		(1,723)	(1,545)	(1,394)	(1,108)	(611)	(122)	496
74.50%		(1,568)	(1,377)	(1,147)	(682)	(65)	425	1,039
73.89%		(1,343)	(1,040)	(626)	(17)	594	1,084	1,687
73.50%		(1,143)	(702)	(204)	408	1,020	1,500	2,094
73.00%		(749)	(171)	353	944	1,553	2,025	2,612
72.89%		(644)	(38)	470	1,068	1,669	2,138	2,727
72.50%		(223)	387	890	1,484	2,076	2,540	3,141

Nota. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

Analizando los resultados de la Tabla 30 se puede destacar el aporte de una adecuada y eficiente gestión de costos y gastos operativos, lo cual agregaría un alto valor patrimonial a la empresa producto de la generación de mayores márgenes EBITDA. Con la finalidad de lograr dicho objetivo la empresa podría aplicar iniciativas que permitan lograr eficiencias operativas en sus procesos, así como utilizar su poder de negociación para reducir su ratio de costo de ventas.

Proporción de costos de ventas y tasa de crecimiento de eficiencia (ventas/m²) sobre el VAN patrimonial. Una reducción de un punto porcentual en la proporción de costos de ventas sobre ingresos totales de SPSA y un incremento simultaneo de la misma magnitud en la tasa de crecimiento de la eficiencia de ventas por metro cuadrado generarían que el VAN patrimonial de la empresa aumente en S/1,979 millones. Adicionalmente se presentan

distintos escenarios en la Tabla 31 que muestran el impacto de los drivers indicados sobre el valor de la empresa.

Tabla 31

Escenarios ante variación de proporción de costos de ventas y tasa de crecimiento de eficiencia (ventas/m²), en el VAN patrimonial

VAN patrimonial (en S/ MM)	Costos de Ventas	75.00%	74.50%	73.89%	73.50%	73.00%	72.89%	72.50%
Eficiencia								
0.05%		(1,514)	(1,347)	(1,049)	(718)	(249)	(146)	222
0.55%		(1,420)	(1,211)	(745)	(370)	131	239	624
1.05%		(1,263)	(975)	(405)	14	531	643	1,046
1.55%		(1,108)	(682)	(17)	408	944	1,068	1,484
2.05%		(864)	(342)	379	822	1,383	1,508	1,936
2.55%		(550)	48	787	1,258	1,836	1,961	2,403
3.05%		(202)	458	1,222	1,709	2,302	2,430	2,888

Nota. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

La tasa de crecimiento de la eficiencia ha mostrado una gran variabilidad durante los últimos años como se observó en la Tabla 12, a pesar de lo cual se ha proyectado una estabilidad en esta variable producto del incremento constante en los ingresos por ventas y en los metros cuadrados comerciales. En ese sentido el incremento de 1% en la tasa de crecimiento de eficiencia (manteniendo el ratio base de costos de ventas sobre ingresos totales) incrementaría el VAN patrimonial en S/804 millones, mientras que la disminución de 1% lo reduciría en S/728 millones; según lo cual se puede estimar que la magnitud del impacto por la mejora de eficiencia es mayor a la variación por la reducción de dicha variable, relación que se mantiene para los diferentes niveles de costos de ventas que se detallan en la Tabla 30.

Proporción de gastos operativos (reducción por eficiencia y por implementación de centro de distribución) sobre el VAN patrimonial. Se han identificado dos factores potenciales que pueden impactar en el ratio de gastos operativos sobre ingresos totales: (a) la

reducción de la tasa por mayor eficiencia operativa, y (b) la reducción de la tasa por la implementación de un nuevo centro de distribución. En el primer caso se considera la reducción de los gastos operativos producto de iniciativas de mejora que puedan implementarse y que impulsen el incremento de la productividad del recurso humano y de los activos de la empresa, así como el cumplimiento de objetivos específicos de gastos; mientras que el segundo punto está relacionado al valor agregado y ahorros por economías de escala que generaría un centro de distribución automatizado y de distribución de alimentos que SPSA tiene proyectado implementar.

Tabla 32

Escenarios ante variación de proporción de gastos operativos (reducción por eficiencia y por implementación de centro de distribución), en el VAN patrimonial.

VAN patrimonial (en S/ MM)	Reducción	0.00%	-0.20%	-0.40%	-0.60%	-0.80%	-0.90%	-1.00%
	por Centro de Distribución							
Reducción por eficiencia								
0.00%		(17)	183	389	589	794	890	994
-0.20%		175	379	581	786	985	1,081	1,184
-0.40%		371	572	773	978	1,176	1,280	1,383
-0.60%		563	764	969	1,169	1,375	1,470	1,573
-0.80%		754	962	1,161	1,367	1,566	1,661	1,770
-1.00%		954	1,153	1,360	1,558	1,756	1,857	1,959
-1.20%		1,144	1,352	1,551	1,749	1,952	2,046	2,148

Nota. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

En la Tabla 32 se muestran los efectos sobre en el VAN patrimonial de SPSA por cambios en las variables antes mencionadas, según lo cual se puede observar que una reducción del ratio de gastos operativos de 1% por iniciativas de eficiencia operativa y además una disminución de 0.9% producto de la implementación del centro de distribución (estimado en función de proyectos similares) generarían un incremento del VAN patrimonial de S/ 1,874.3 millones.

2.4. Análisis de riesgos en el modelo de valorización.

En finanzas se ha definido el riesgo como la probabilidad de enfrentar pérdidas, sin embargo en sentido estricto debe ser entendido como la probabilidad de observar resultados distintos a los esperados, es decir la dispersión de resultados inesperados ocasionada por movimientos en las variables financieras (Jorion, 1997); en ese sentido el análisis de riesgos permite determinar la probabilidad de certeza del modelo de valorización tomando en consideración variables de riesgos basadas en información histórica y de mercado. Para el presente caso se ha calculado la probabilidad de que el valor real de SPSA sea mayor a o igual a la proyección base estimada, para lo cual se han evaluado las siguientes variables y sus respectivos niveles de riesgo: tasa de crecimiento de eficiencia (ventas/m²), tasa de penetración de mercado (m²/1000 habitantes), proporción de costos de ventas, gastos operativos y tasa de efectivo sobre ingresos totales, tasa de crecimiento a perpetuidad, PPC, PPI, PPP y CAPEX AF por nuevos metros cuadrados (a partir del año 2019). En cada variable financiera analizada se ha considerado como valor medio el input original planteado en el escenario base, mientras que la dispersión ha sido medida como la desviación estándar de los últimos tres años.

El análisis de riesgos sobre el modelo de valorización de SPSA se ha realizado empleando el método de simulación de Montecarlo mediante la generación de valores aleatorios para las variables financieras analizadas, según lo cual se utilizó la función de distribución normal inversa (Microsoft Excel) considerando la función de generación de números aleatorios, así como los parámetros de promedio y desviación estándar determinados (input original del escenario base y dispersión de los últimos tres años, respectivamente); esto permitió generar más de 500 valores aleatorios para el VAN patrimonial de la empresa, los

mismos que fueron analizados con la herramienta de estadística descriptiva de Microsoft Excel, cuyos resultados se muestran en la Tabla 33.

Tabla 33

Estadística descriptiva de simulación de Montecarlo sobre el VAN patrimonial

(Cifras en S/ MM)	
Media	(254.31)
Error típico	118.99
Mediana	(423.27)
Desviación estándar	2,660.65
Varianza de la muestra	7,079,066
Curtosis	0.13
Coefficiente de asimetría	0.22
Rango	16,309.60
Mínimo	(7,935.76)
Máximo	8,373.83
Suma	(127,156.25)
Cuenta	500
Nivel de confianza (95.0%)	233.78

Nota. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

Posteriormente se calcularon ocho valores intermedios y equidistantes entre los resultados mínimo y máximo del VAN patrimonial, con la finalidad de obtener una muestra de 10 posibles resultados de la valorización de SPSA; en cada caso se determinó la probabilidad de alcanzar como mínimo el valor calculado, para lo cual se estimó el valor Z de la distribución normal estándar acumulada (utilizando la media y desviación estándar mostrados en la Tabla 33), se calculó la probabilidad de obtener valores menores a cada Z y finalmente se determinó el complemento de dicha probabilidad (con lo que se estimó la probabilidad de alcanzar como mínimo el importe calculado como VAN patrimonial).

En función del modelo evaluado y el grado de dispersión de las variables financieras analizadas, se ha podido inferir que existe un 46.45% de probabilidad de que el VAN

patrimonial de SPSA sea mayor o igual a la cifra negativa de S/17.06 millones que se estimó en el escenario base. Como se puede observar en la Tabla 34 el nivel estimado de cumplimiento del modelo de valorización ha sido calculado por debajo del 50%, debido principalmente a la alta desviación estándar calculada en la estadística descriptiva del modelo (Tabla 33), la misma que tuvo como principal factor influyente al elevado nivel de desviación estándar que presentaron algunas de las variables financieras analizadas como la tasa de crecimiento de eficiencia (ventas/m²), la tasa de crecimiento de penetración de mercado (m²/1000 habitantes) y el ratio de efectivo sobre ingresos totales.

Tabla 34

Análisis de riesgos y probabilidad de cumplimiento del VAN patrimonial

Muestra	VAN patrimonial (en S/ MM)	Z	Prob.	Prob. Cumplimiento Modelo (1-Prob.)
1	8,373.83	3.24	99.94%	0.06%
2	6,561.66	2.56	99.48%	0.52%
3	4,749.48	1.88	97.00%	3.00%
4	2,937.30	1.20	88.48%	11.52%
5	(17.06)	0.09	53.55%	46.45%
6	(687.05)	(0.16)	43.54%	56.46%
7	(2,499.23)	(0.84)	19.94%	80.06%
8	(4,311.41)	(1.52)	6.36%	93.64%
9	(6,123.58)	(2.21)	1.37%	98.63%
10	(7,935.76)	(2.89)	0.19%	99.81%

Nota. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

Simulación de Montecarlo con Crystal Ball. Con la finalidad de complementar el análisis de riesgos detallado anteriormente se realizó una evaluación adicional al modelo de valorización utilizando como herramienta de análisis la aplicación Oracle Crystal Ball. Se efectuó la simulación de Montecarlo incluyendo variables de riesgo en los inputs de valor de SPSA, esto permitió valorizar la empresa considerando que las variables financieras utilizadas para la determinación de los flujos de caja pueden cambiar entre infinitos valores.

Para la ejecución del análisis se identificaron inicialmente los inputs de valor (definidos como supuestos en el Crystal Ball): tasa de crecimiento de eficiencia (ventas/m²), tasa de crecimiento penetración de mercado (m²/1000 habitantes), proporción de costos de ventas, gastos operativos y tasa de efectivo sobre ingresos totales, tasa de crecimiento a perpetuidad, PPC, PPI, PPP, CAPEX AF por nuevos metros cuadrados, tasa Limabor (utilizada para cálculo de costo de la deuda), beta del sector, tasa libre de riesgo, prima de mercado y tasa de riesgo país. Luego se asignó una distribución de probabilidad, para el presente caso se asumió una distribución normal con media y desviación estándar determinadas en función del comportamiento histórico de cada variable. Finalmente se identificaron las variables resultantes o de previsión: VAN de la empresa, VAN patrimonial y VAN patrimonial según estructura de pagos propuesta. En el presente ejercicio se simularon un millón de escenarios aleatorios y se obtuvieron los siguientes resultados:

- Como se observa en la Figura 27, el VAN de la empresa alcanzará un valor de al menos S/645.9 millones con una probabilidad de 51.30%.

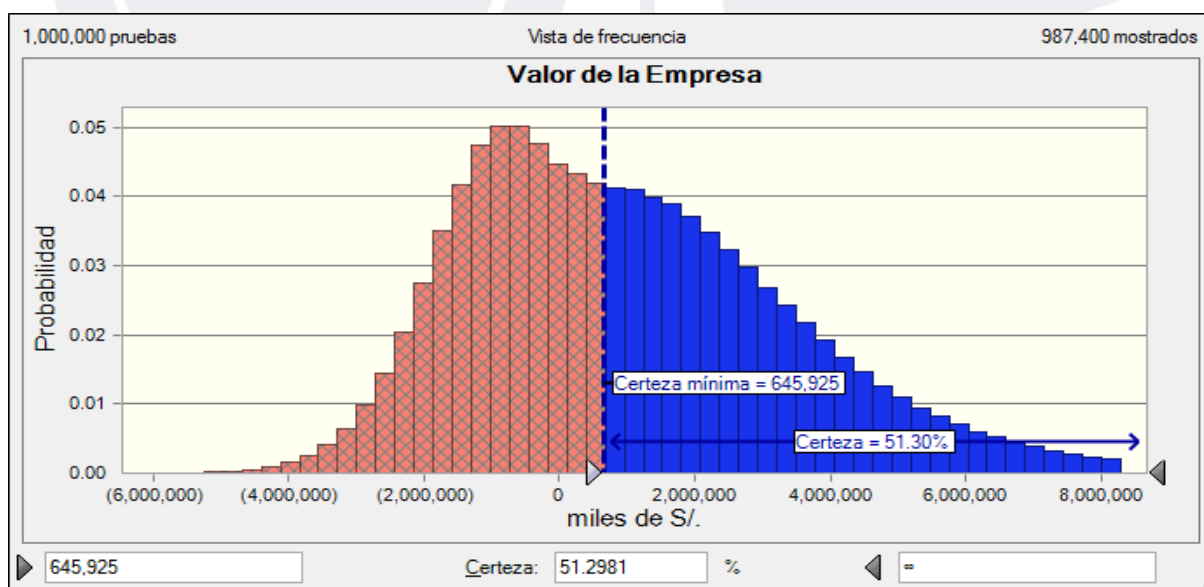


Figura 27. Probabilidad de certeza del VAN de la empresa para SPSA. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

- De acuerdo a lo mostrado en la Figura 28 la probabilidad de que el VAN patrimonial de SPSA sea mayor o igual al valor negativo de S/17.1 millones es de 51.36%.

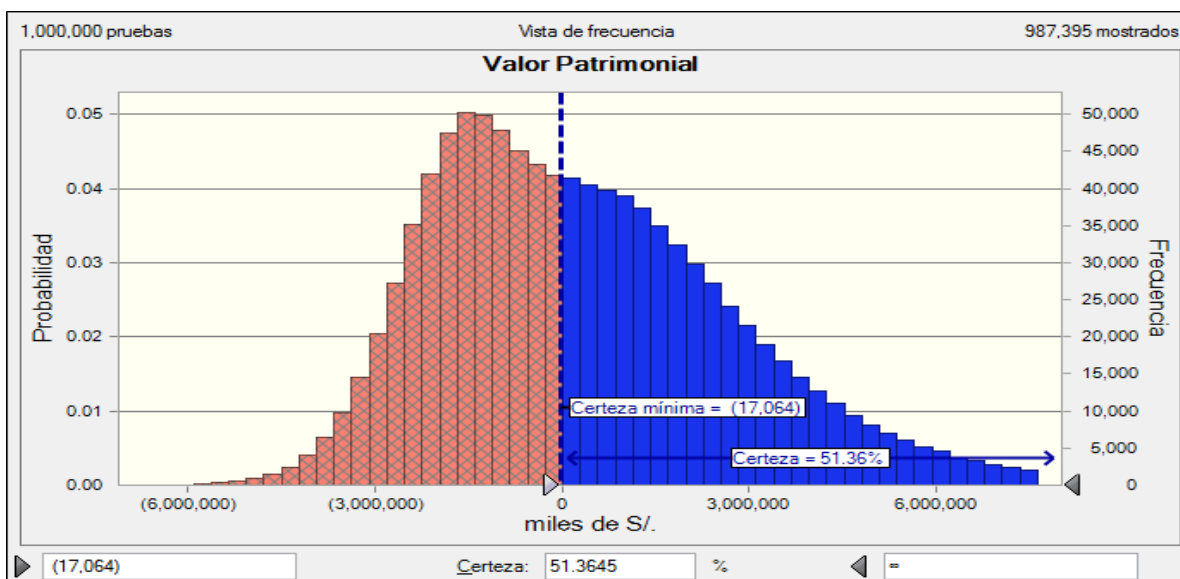


Figura 28. Probabilidad de certeza del VAN patrimonial para SPSA. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

- Finalmente se estimó en 51.32% la probabilidad de que el VAN patrimonial según estructura de pagos propuesta alcance al menos un valor de S/331.7 millones, como se muestra en la Figura 29.

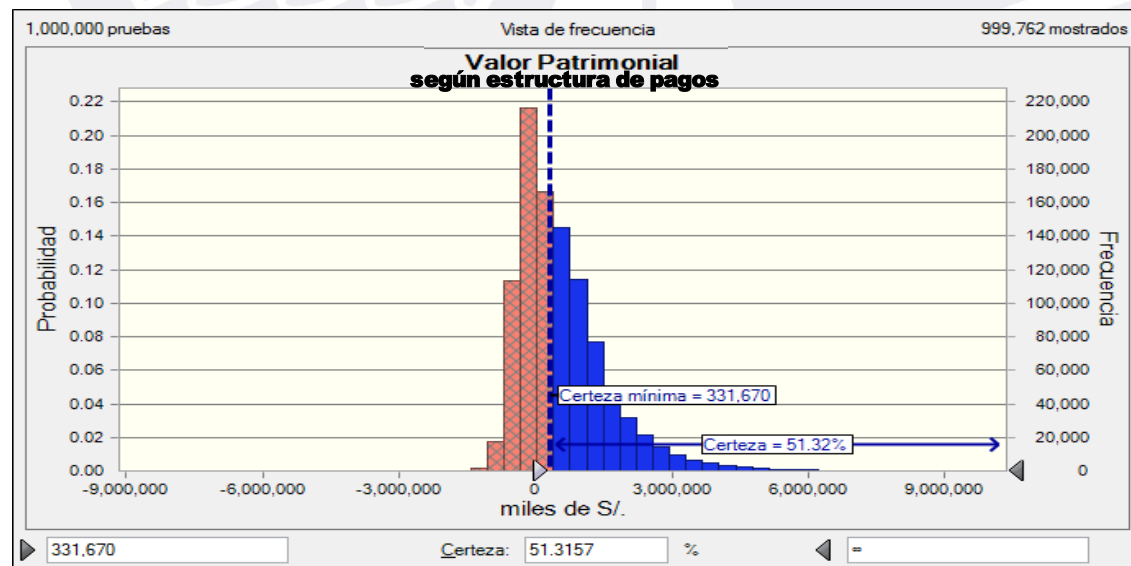


Figura 29. Probabilidad de certeza del VAN patrimonial SPSA según estructura de pagos. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

También se realizó el análisis de sensibilidad sobre los inputs de valor con riesgo del modelo de valorización, según lo cual se determinó que la variable con mayor influencia en el VAN patrimonial y VAN patrimonial según estructura de pagos es la tasa de crecimiento de eficiencia como se puede observar en la Figura 30 y Figura 31, respectivamente; otra variable de importante relevancia sobre los resultados proyectados es la tasa de crecimiento de penetración de mercado.

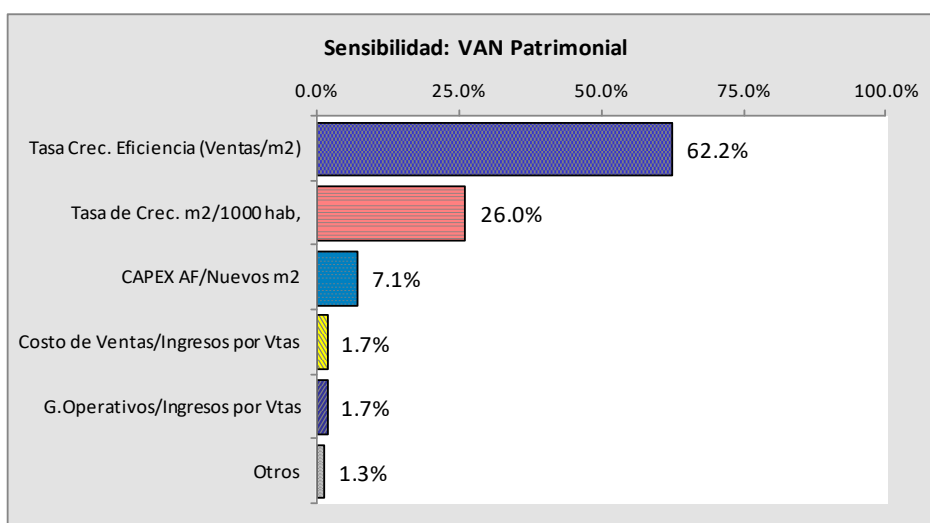


Figura 30. Sensibilidad de inputs de valor con riesgo sobre el VAN patrimonial. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

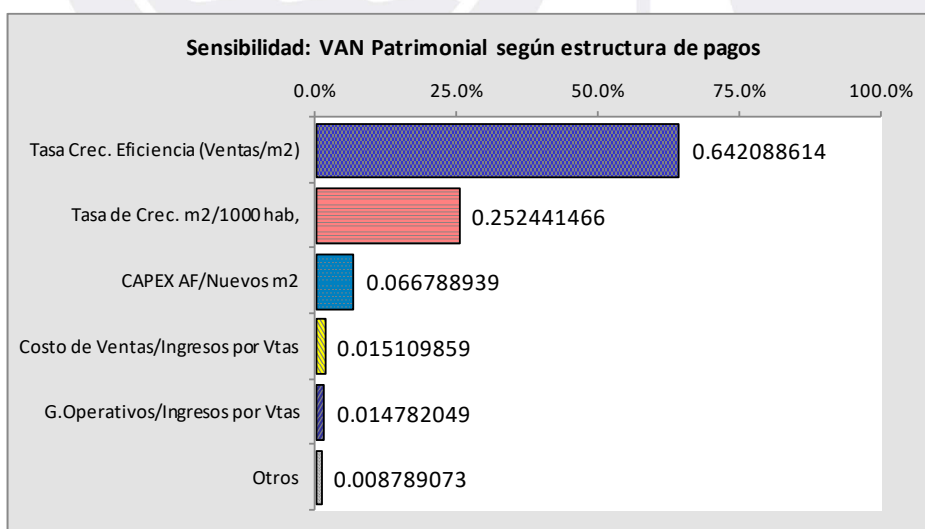


Figura 31. Sensibilidad de inputs de valor con riesgo sobre el VAN patrimonial según estructura de pagos propuesta. Adaptado de la valoración de SPSA escenario base.

2.5. Análisis de la estructura de capital.

2.5.1. Estructura de capital óptima.

La estructura de capital óptima se definió como la combinación de deuda, capital y otros instrumentos de financiamiento que incrementan la riqueza de los accionistas y maximizan el valor de la empresa, lo cual se logra minimizando el costo de capital (Court, 2012); en ese sentido el análisis de la estructura de capital se refiere al efecto sobre el valor de la empresa producto de variaciones en la combinación de los fondos requeridos para el cumplimiento de sus planes operativos y corporativos. El objetivo de la estructura de capital óptima radica en determinar la combinación adecuada de fuentes de financiamiento de largo plazo, específicamente los niveles de capital (fondos propios) y de deuda (fondos de acreedores) que permitan minimizar el valor del CPPC y lograr maximizar el valor de la empresa. Otro factor importante a considerar en la determinación de la estructura de capital se refiere al crecimiento del nivel de riesgo a medida que aumenta la proporción de deuda (por la mayor probabilidad de no pago) y que impacta en el incremento del costo de la deuda.

Tabla 35 Inputs de valor para el cálculo de estructura óptima para SPSA en el año 2016

Inputs de valor para el cálculo de estructura óptima para SPSA en el año 2016

Variable	Valor
Tasa Limabor base	6.54%
Beta desapalancado	0.67
Prima de mercado	7.79%
Tasa Libre de Riesgo	2.01%
Riesgo País	2.36%
Tasa de impuestos 2016	28%
Inversión 2016 (en S/ MM)	294.0

Nota. Información de fuentes financieras especializadas “Página web de Damodarán” y “Estadísticas de Asociación de Bancos del Perú”. Limabor es la tasa de referencia para préstamos interbancarios.

En la Tabla 35 se muestran las principales variables financieras utilizadas para el cálculo de la estructura óptima de capital de la empresa para el primer año de proyección.

Como se mencionó anteriormente en la explicación de los inputs de valor considerados para la valorización de la empresa, InRetail Perú Corp. (2016) estimó que SPSA realizará una inversión anual de S/294 millones cada año durante el periodo 2016 al 2018, monto que ha sido considerado como la inversión por financiar con nueva deuda o patrimonio. Además de acuerdo a la proyección base del FCL (mostrado en el Apéndice A) la empresa obtendría en el año 2016 un EBIT de S/213 millones, así como intereses financieros por S/45.6 millones producto de la deuda mantenida hasta el año anterior; esto resultaba en una Utilidad Neta del ejercicio por S/111 millones, capitalizable íntegramente según política de SPSA y que permitiría cubrir parcialmente la inversión proyectada.

Tabla 36

Relación de ratio de cobertura, spread y tasa de financiamiento

Ratio Cobertura (EBIT/intereses)	Spread	Tasa (Kd)
0.50	12.00%	18.54%
0.80	10.00%	16.54%
1.25	8.00%	14.54%
1.50	6.00%	12.54%
2.00	5.00%	11.54%
2.50	3.25%	9.79%
3.00	2.50%	9.04%
3.50	2.00%	8.54%
4.00	1.50%	8.04%
4.50	1.00%	7.54%
6.00	0.85%	7.39%
7.50	70.00%	7.24%
9.50	50.00%	7.04%
12.50	35.00%	6.89%

Nota. Tomado “Clase de Estructura Óptima de Capital”, por J. O'Brien, 2016, *Centrum Católica, Maestría en Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero*.

En la Tabla 36 se muestran las relaciones consideradas para determinar el costo de la nueva deuda para SPSA, según lo cual se obtendrá un valor de Kd en función del ratio de

cobertura EBIT entre intereses que se estime para la empresa. Se realizaron simulaciones con diferentes proporciones del monto de la inversión que serían cubiertos con nueva deuda, el complemento tendría que ser cubierto con patrimonio adicional. En cada caso se generarían nuevos intereses que impactarían en la reducción de los resultados netos de la empresa; sin embargo a mayor proporción de nueva deuda utilizada para financiar la inversión estimada, disminuía el nivel del patrimonio adicional requerido. Las proporciones de financiamiento simuladas para la inversión se consolidaron con la deuda y patrimonio que registró la empresa a fines del año 2015, según lo cual se generaron ratios deuda entre patrimonio (D/P) que resultaron en nuevos niveles de K_e y CPPC.

Tabla 37

Cálculo de estructura de capital óptima para SPSA, proyección año 2016

% Deuda de Nueva Inversión	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
(cifras en S/ MM)											
Nueva Deuda	-	29.4	58.8	88.2	117.6	147.0	176.4	205.8	235.2	264.6	294.0
Nuevo Patrimonio	294.0	264.6	235.2	205.8	176.4	147.0	117.6	88.2	58.8	29.4	-
EBIT	213.1	213.1	213.1	213.1	213.1	213.1	213.1	213.1	213.1	213.1	213.1
Total Intereses	45.6	47.9	50.3	52.6	55.6	58.1	61.5	64.2	66.8	71.5	74.3
EBT	167.5	165.2	162.8	160.5	157.5	155.0	151.6	148.9	146.3	141.6	138.8
Utilidad Neta	111.0	109.4	107.8	106.3	104.3	102.7	100.4	98.7	96.9	93.8	91.9
Patrimonio adicional	183.0	155.2	127.4	99.5	72.1	44.3	17.2	-	-	-	-
Ratio Cobertura	4.68	4.45	4.24	4.05	3.83	3.67	3.46	3.32	3.19	2.98	2.87
Tasa Interes (Kd)	n.a.	8.04%	8.04%	8.04%	8.54%	8.54%	9.04%	9.04%	9.04%	9.79%	9.79%
Deuda Total	545	575	604	634	663	692	722	751	781	810	839
% Deuda	31%	32%	34%	36%	37%	39%	41%	42%	43%	44%	45%
Patrimonio Total	1,227	1,198	1,169	1,139	1,110	1,080	1,051	1,032	1,030	1,027	1,025
% Patrimonio	69%	68%	66%	64%	63%	61%	59%	58%	57%	56%	55%
Beta apalancado	0.88	0.90	0.92	0.94	0.96	0.98	1.00	1.02	1.04	1.05	1.06
K_e	11.26%	11.39%	11.53%	11.68%	11.83%	12.00%	12.17%	12.32%	12.43%	12.55%	12.66%
CPPC	9.4149%	9.4142%	9.4135%	9.4128%	9.4360%	9.4413%	9.4824%	9.4942%	9.5066%	9.5964%	9.6155%

Nota. Tomado de “Estados Financieros”, por SPSA, 2015. Y estrategias de inversión de InRetail Perú Corp. Proyección año 2016 en FCF escenario base.

En la Tabla 37 se muestran los resultados de las simulaciones para el primer año de proyección, donde destaca la tendencia a la baja del CPPC a medida que se incrementa la

proporción de nueva deuda utilizada para financiar la inversión, comportamiento que se mantiene hasta un punto de inflexión marcado por la simulación correspondiente a 30% de deuda, donde se genera un ratio de cobertura de 4.24 que implica un Kd de 8.04% (según la Tabla 36); considerando la deuda y patrimonio anterior de la empresa, a nivel total SPSA alcanzó un ratio D/P de 0.56 (36% deuda y 64% patrimonio). Para las simulaciones con niveles de deuda mayores al 30% el CPPC de la empresa presenta tendencia al alza a medida que se incrementa la proporción de deuda, lo cual impactará directamente en la reducción del valor de SPSA debido a que los resultados del FCL serán descontados a una mayor tasa. En función de estos resultados se ha definido en 30% de deuda al nivel de financiamiento óptimo para la inversión del primer año.

Posteriormente se realizó el mismo ejercicio para cada año de la proyección del FCL (utilizando la inversión en CAPEX correspondiente) de acuerdo a lo cual se obtuvieron 10 escenarios de estructura de capital óptima y CPPC, los mismos que fueron reemplazados en la proyección de la empresa. Como resultado se obtuvo el FCL escenario estructura óptima de capital (ver Apéndice C) y que resulta en un VAN empresa de S/657 millones y VAN patrimonial negativo por S/5.9 millones; lo cual permite confirmar que SPSA incrementa su valor con la aplicación de estructuras de capital óptimas para el financiamiento de las inversiones de CAPEX, a pesar de que el VAN patrimonial se mantiene negativo.

2.5.2. Análisis de riesgos.

Según se informó en los estados financieros auditados de SPSA (Supermercados Peruanos, 2016b) la compañía identificó estrategias para gestionar diferentes escenarios de riesgos provenientes de cambios en las tasas de interés, tipo de cambio, riesgo de capital, riesgo de crédito, entre otros.

Riesgo de mercado. La empresa lo ha definido como el riesgo de sufrir pérdidas en posiciones de balance derivadas de movimientos en los precios de mercado, entre los que se consideran tres tipos principales: (a) tipo de cambio, (b) tasas de interés, y (c) precios de commodities y otros. Los instrumentos financieros que mantuvo la compañía a fines del año 2015 estuvieron afectados únicamente por los riesgos de tipo de cambio y tasas de interés.

Riesgo de tipo de cambio. Es considerado como el riesgo de que el valor proyectado para los flujos de caja futuros en determinado instrumento financiero fluctúe por variaciones en el tipo de cambio; se presenta cuando la empresa presenta descalces entre sus posiciones activas, pasivas y fuera de balance para las monedas en las que opera (Nuevos Soles moneda funcional y US\$). El monitoreo de este tipo de riesgo implica principalmente la ejecución de análisis permanentes de las variables macroeconómicas del país. Al cierre del año 2015 SPSA decidió asumir el riesgo de tipo de cambio generado por su posición, por lo que no mantuvieron transacciones con instrumentos financieros derivados.

Riesgo de tasa de interés. La empresa administra este tipo de riesgo balanceando sus tasas de intereses activas y pasivas, es considerado un riesgo muy predecible en el Perú.

Riesgo de crédito. Es el riesgo que una de las partes contratantes no cumpla con las obligaciones estipuladas en un instrumento financiero, originándose una pérdida. SPSA está expuesta al riesgo de crédito principalmente por sus cuentas por cobrar y por sus actividades financieras, incluyendo sus depósitos en bancos y transacciones con diversos instrumentos financieros. La empresa ha otorgado créditos a un plazo máximo de tres días en promedio, por lo cual no ha tenido una alta exposición en este tipo de riesgo.

Riesgo de liquidez. Se considera como el riesgo de que SPSA no pueda cumplir con sus obligaciones de pago relacionadas a pasivos financieros o reemplazar los fondos

necesarios cuando sean retirados. La administración del riesgo de liquidez implica que la empresa mantenga adecuado nivel de efectivo y disponibilidad de fuentes de financiamiento, a través de adecuadas líneas de crédito comprometidas y la oportuna capacidad para liquidar transacciones de endeudamiento.

Riesgo de gestión de capital. El objetivo principal de la gestión del capital es asegurar que la empresa mantenga una calificación de crédito sólida y ratios de capital saludables para poder sustentar la operatividad del negocio y maximizar el valor para el accionista. SPSA controla su riesgo de gestión de capital mediante el seguimiento continuo de un ratio de endeudamiento, definido como el cociente de la deuda neta (que incluye deudas y préstamos que devengan interés, cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar, menos el efectivo y equivalentes de efectivo) entre la suma del patrimonio y la deuda neta; la empresa ha establecido la política de mantener dicho indicador entre 60% y 75%, lo cual se ha venido cumpliendo durante los últimos años.

2.5.3. Análisis de posible emisión de acciones o recompra de acciones.

Según la proyección de los FCL y estados financieros del escenario base de SPSA (Apéndices A y B respectivamente) se puede observar que la inversión requerida para mantener su política de expansión sería asumida totalmente por deuda financiera y por las utilidades generadas en cada año de proyección, por lo que no sería necesario recurrir a la emisión de acciones como fuente de obtención de fondos para cubrir los objetivos operacionales. Con respecto a la recepción de aportes de capital por parte de los accionistas, esto únicamente podría darse por acuerdo del Directorio de la empresa y para un fin eventual; a la fecha no se obtuvo información suficiente para deducir dicha medida, por la cual no ha sido considerado como parte de los inputs de valor para la proyección.

La posibilidad de recompra de acciones significaría un importante beneficio a la reputación económica de SPSA y sería una muestra de los buenos resultados financieros obtenidos por la empresa, ya que dicha medida incrementa el beneficio por acción. Sin embargo la recompra de acciones no se ha considerado viable a la fecha debido a que las acciones de SPSA no son cotizadas en el mercado bursátil; además la empresa no está generando el flujo de caja libre necesario y obtiene VAN patrimonial negativo (producto de restar la deuda financiera al VAN empresa), así como VAN patrimonial según estructura de pagos de S/331.7 millones, cifra menor a su valor en libros calculado en S/347.0 millones (Bolsa de Valores de Lima, 2016). En el capítulo tres se plantearán lineamientos relacionados a estrategias de reestructuración financiera que podría aplicar la empresa para incrementar su valor y lograr condiciones adecuadas para la recompra de acciones.

2.5.4. Análisis de posible emisión de deuda y categorización de riesgo.

La empresa ha identificado necesidades de financiamiento para continuar con sus objetivos de expansión, según lo cual se reconocieron dos opciones para la obtención de los fondos: emisión de deuda o préstamos bancarios de mediano o largo plazo. Con la finalidad de definir la mejor alternativa a utilizar se han evaluado los costos relacionados en cada caso: la tasa anual de los bonos soberanos a 10 años ha sido considerada en 6.7% (Ministerio de Economía y Finanzas, 2016b), mientras que la tasa Limabor anual fue estimada en 6.54% (Asociación de Bancos del Perú, 2016), para ambos casos se debe adicionar un spread. Comparando ambas alternativas se ha podido definir que la opción de financiamiento con deuda bancaria resulta más conveniente para la empresa; para el cálculo del spread se ha utilizado el ratio de cobertura EBIT entre intereses (2.8% al cierre del año 2015) según lo cual se determinó que el nivel del spread en 3.25% (de acuerdo a la Tabla 36).

Con relación a la categorización de riesgo de SPSA, Class & Asociados (2015) le otorgó una calificación de “A”; sin embargo se resalta que al evaluar el ratio de cobertura de EBIT entre intereses (2.8%) le correspondería una calificación de “B+” (Damodarán, 2016). Por lo cual sería recomendable determinar una metodología que evalué únicamente la operatividad de SPSA sin considerar el respaldo financiero del Grupo Intercorp.

2.6. Análisis de capital de trabajo.

2.6.1. Óptimos de capital de trabajo.

Una característica importante en el giro del negocio de SPSA es la presencia de fondos de maniobra (calculados como la suma de las cuentas de efectivo, cuentas por cobrar e inventarios menos las cuentas por pagar) con valores negativos, lo cual se observó durante los últimos siete años (2009 al 2015). Este comportamiento correspondió a que el PPC se situó en tres días, mientras que el PPP alcanzó los 104 días; producto de la capacidad de la empresa para haber definido que sus clientes realicen pagos prácticamente al contado y al mismo tiempo negoció con sus proveedores para extender a más de tres meses los pagos por efectuar.

Tabla 38 Inversiones en capital de trabajo de SPSA

Inversiones en capital de trabajo de SPSA

(cifras en S/ MM)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Efectivo	110	116	126	137	148	161	174	189	205	222	240
Cuentas por cobrar	35	37	40	43	47	51	55	60	65	70	76
Inventarios	482	507	550	597	647	702	761	825	894	969	1,049
Cuentas por pagar	868	912	990	1,074	1,165	1,263	1,370	1,484	1,609	1,743	1,888
Fondo de maniobra	(240)	(253)	(274)	(297)	(323)	(350)	(379)	(411)	(445)	(483)	(523)
Inv. Cap. Trabajo	-	(12)	(21)	(23)	(25)	(27)	(29)	(32)	(34)	(37)	(40)

Nota: Tomado de la proyección del FCL escenario base de SPSA.

Como se observa en la Tabla 38 para la proyección del escenario base se consideró el comportamiento de las variables del capital de trabajo durante los últimos siete años, según lo

cual se estimó que la empresa obtendría fondos de maniobra negativos, lo que se considera como un apalancamiento financiero a corto plazo.

Otro concepto a considerar es la inversión en capital de trabajo que es calculada como la variación anual entre los fondos de maniobra y representa el flujo de dinero que la empresa necesita para mantener su capacidad operativa de corto plazo; en función de lo cual se han proyectado valores negativos como inversión en capital de trabajo, lo cual sugiere que la empresa no necesitará adicionar capital para el desarrollo de sus operaciones, por el contrario obtendrá una fuente de financiamiento que genera liquidez de corto plazo para la empresa.

2.6.2. Planteamiento de la línea de crédito eficiente. Propuesta de financiamiento de corto plazo.

En función de lo señalado en el punto anterior, se ha proyectado que la empresa no necesitará recurrir a financiamiento bancario de corto plazo debido a su estrategia de manejo de los fondos de maniobra (especialmente las cuentas relacionadas a PPC y PPP) que generan excedentes de liquidez, lo cual permitirá a SPSA contar con financiamiento sin necesidad de recurrir al endeudamiento externo.

Capítulo III: Plan Financiero

El presente capítulo expone la propuesta financiera de reestructuración para SPSA que toma en consideración el escenario base de valorización planteado en el capítulo anterior, a partir del cual se modificarán algunos inputs de valor (referidos a elementos que favorecen el aumento del valor de la compañía) en función de la información pública disponible sobre las principales tendencias de inversión de la empresa y sobre nuevas propuestas de gestión financiera, con el objetivo fundamental de incrementar su valor patrimonial.

En el mismo sentido, con la finalidad de mejorar la eficiencia operativa y financiera de la empresa, se han tomado como referencia las mejores prácticas del mercado, por lo cual se utilizó como benchmark la información disponible referida a la competencia directa actual a nivel nacional en el rubro supermercados (Tottus y Wong), así como a las principales empresas del sector retail nacional como son los centros comerciales (cadenas Real Plaza, Mall Aventura Plaza, Mega Plaza, entre otros), las tiendas por departamento (como Saga Falabella, Ripley, Oeschle) y las tiendas de mejoramiento del hogar (Promart, Sodimac, Maestro). El análisis también ha incluido información e indicadores de empresas del rubro comercial minorista con operaciones en los mercados de América Latina, como es el caso del negocio de supermercados del Grupo Cencosud (operaciones en Chile, Argentina y Colombia), empresas retail del Grupo Falabella (presente en Chile, Argentina, Colombia y Brasil), Almacenes Éxito (Colombia) y Walmart (México e Internacional).

3.1. Objetivos y metas del plan.

En función de los argumentos mencionados en la introducción anterior, a continuación se detallan los principales objetivos que se esperan lograr con el plan financiero de reestructuración para SPSA:

3.1.1. Generar FCL positivos durante el periodo de proyección analizado.

De acuerdo a la proyección de los FCL para los siguientes 10 años que se presentó en el escenario base (Apéndice A) se ha estimado que la empresa obtendría resultados negativos durante los primeros tres años; en función del análisis realizado sobre las líneas que componen el FCL se ha podido comprender que la magnitud de la inversión en CAPEX proyectada para la empresa (tanto en activos fijos como en intangibles) destaca como principal factor que influye en la obtención de FCL negativos.

La inversión en CAPEX de SPSA está vinculada principalmente a la construcción e implementación de nuevas tiendas comerciales, así como al mantenimiento y reparación de las tiendas ya existentes, en ambos casos con el objetivo de incrementar los nuevos metros cuadrados disponibles para ventas.

3.1.2. Enfoque en mejora de eficiencia operativa.

Como se ha podido revisar en el análisis de sensibilidad del capítulo dos, los gastos operativos destacan como uno de los principales inputs de valor que impactan en el cálculo del VAN patrimonial de la empresa; para la proyección base se consideró un ratio promedio de 19.5% sobre los ingresos totales anuales, a pesar de la tendencia decreciente en el ratio costo de venta entre ingresos totales observada durante el periodo 2013 al 2015. Como parte del presente plan financiero se ha considerado el enfoque en la mejora de la eficiencia operativa, basado en los lineamientos del negocio y utilizando como benchmark nacional el indicador de Tottus que registró un ratio gastos operativos entre ingreso total de 17.6% según Falabella (2015). Tomando en cuenta estas consideraciones se ha planteado obtener como resultado en el año 2025 una reducción total de 1.9 puntos porcentuales en el ratio de gastos operativos como proporción de los ingresos totales.

3.1.3. Enfoque en la mejora de las condiciones de negociación (principalmente relacionadas a precios) con proveedores.

Otro punto que resaltó en el análisis del FCL escenario base de SPSA ha sido la importancia de los costos de ventas en la estructura financiera de la empresa, que representa alrededor del 74% de las ventas anuales registradas durante los últimos siete años, siendo este ratio propio de las empresas del sector supermercados.

Como se ha detallado en el capítulo dos, para la proyección del FCL escenario base se ha considerado un ratio de costo de ventas sobre ingresos totales de 73.9% (ratio del año 2015, tomando en consideración la tendencia decreciente observada durante el periodo 2013 al 2015), el cual se encuentra dentro del rango del benchmark comparable de las compañías nacionales analizadas (Tottus y empresas del Grupo Cencosud).

Dada la relevancia de los costos de ventas dentro de la estructura del FCL, se ha planteado como objetivo del plan financiero de SPSA negociar mejores condiciones con los proveedores relacionadas directamente a la reducción de los precios a los cuales la empresa adquiere la mercadería que posteriormente dispone para la venta.

3.1.4. Incrementar el valor de la empresa mediante la reducción de su costo de capital promedio ponderado.

Como parte del análisis de la estructura de capital del capítulo dos se ha podido observar que la política actual de SPSA de no repartir dividendos, que implica la capitalización y reinversión del 100% de las utilidades netas generadas en cada periodo, origina un continuo aumento en el valor del patrimonio de la empresa. Como se observa en las proyecciones de los estados financieros del Apéndice B, los incrementos anuales del patrimonio producto de la reinversión de las utilidades netas sobrepasan inclusive a los

aumentos proyectados en nueva deuda bancaria de largo plazo a partir del año seis; esto significa que la empresa estaría financiando una mayor proporción de sus activos con utilidades capitalizadas en patrimonio y reduciendo la utilización de deuda bancaria (a pesar que ésta última tiene un costo más bajo).

Esta política de capitalización planteada en el escenario base implica la disminución continua del grado de apalancamiento de la empresa (desde 0.75 en el año uno, hasta 0.47 en el año 10), lo cual resulta en un mayor costo de capital promedio ponderado a medida que los activos de SPSA están siendo financiados en mayor proporción por deuda de los accionistas (más costosa con relación a la deuda bancaria). Como parte de las iniciativas de mejora a implementar con la finalidad de incrementar el VAN patrimonial de la empresa se propone la recomendación de reducir el CPPC, para lo cual se utilizaría como herramienta el incremento del grado de apalancamiento que SPSA mantiene a la fecha.

3.2. Propuestas.

En función de los objetivos y metas señalados en el punto anterior, a continuación se presentan las propuestas de reestructuración y medidas a implementar que se estima permitan incrementar el VAN patrimonial de SPSA.

3.2.1. Propuestas de reestructuración.

Propuesta 1: Reducción de la inversión en CAPEX. Una primera iniciativa planteada consiste en reducir la inversión en CAPEX AF hasta niveles relacionados únicamente al mantenimiento y reparación de las tiendas actuales, prescindiendo de la inversión en CAPEX AF relacionado a la construcción de nuevas tiendas. Con la finalidad de no reducir el ritmo de crecimiento de los nuevos metros cuadrados disponibles para ventas proyectados en el escenario base se propone la firma de un acuerdo de cooperación con InRetail Shopping Malls

(brazo constructor de centros comerciales del Grupo Interbank) mediante el cual se le encargaría la construcción de las nuevas tiendas, manteniendo la propiedad de las mismas, con el compromiso de que sean alquiladas a SPSA por un plazo mediano o largo. Esta reducción de la inversión en CAPEX permitiría incrementar los FCL resultantes y cumplir con el objetivo de lograr FCL positivos durante todo el periodo de proyección analizado.

Como ha sido mencionado en el capítulo dos, el FCL escenario base de SPSA tiene proyectada una inversión de CAPEX total para los siguientes 10 años con una proporción de 94% relacionada a CAPEX AF y 6% para CAPEX Intangibles, en función del promedio histórico observado en el periodo 2013 al 2015. Además según InRetail Perú Corp. (2016) se proyectaron inversiones de CAPEX en el negocio de supermercados para el periodo 2016 al 2018 por aproximadamente S/882 millones, distribuidos como se observó en la Figura 26: 67.7% corresponde a nuevas tiendas (activos fijos), 10.3% a gastos de intangibles y 22% para mantenimiento y reparaciones en general; se ha considerado que la inversión de CAPEX relacionada a gastos de reparaciones y mantenimiento mantendría la misma proporción entre activos fijos e intangibles que las inversiones antes detalladas.

Debido a que la propuesta implica la reducción de la inversión en CAPEX AF hasta el nivel de mantenimiento, se ha calculado un factor que permita estimarlo en función del CAPEX AF total proyectado en el FCL escenario base, para lo cual se tomaron en cuenta las proporciones indicadas en la Figura 26: la inversión en CAPEX AF e Intangibles asciende al 78% del total, mientras que la inversión en CAPEX AF corresponde al 67.7%, además el gasto de CAPEX mantenimiento total (considerando activo fijo más intangibles) es del 22%. En función de las proporciones indicadas se ha podido calcular que la inversión en CAPEX mantenimiento relacionada únicamente a activo fijo corresponde al 19.1% del total.

Dado que se cuenta con información proyectada por SPSA para inversión en CAPEX total para el periodo 2016 al 2018, para estimar la inversión anual de CAPEX AF para mantenimiento se multiplica por el factor calculado de 19.1% y se divide entre tres (considerando como supuesto que la inversión se realiza en la misma proporción durante cada uno de los tres años considerados). Según lo cual se ha estimado que el CAPEX AF para mantenimiento ascienda anualmente a S/56.14 millones para dicho periodo.

La proyección de CAPEX AF para los siguientes años (2019 al 2025) del escenario base utiliza el ratio que se proyectó para el año 2018 de CAPEX AF sobre nuevos metros cuadrados disponibles para ventas (S/12,670) y lo multiplica por los nuevos metros cuadrados proyectados. Para la propuesta se multiplicó dicho ratio por un factor (19.1% / 94%) que permita estimar el ratio aplicable únicamente por CAPEX AF para mantenimiento, el cual se calculó en S/2,580; este resultado fue multiplicado por los metros cuadrados proyectados para obtener las inversiones que se detallan en la Tabla 39.

Tabla 39 Proyección de inversión por CAPEX AF para mantenimiento

Proyección de inversión por CAPEX AF para mantenimiento

Año	Nuevos m² en locales	CAPEX AF mantenimiento (miles de S/)
2016	10,088	56,139
2017	20,413	56,139
2018	21,759	56,139
2019	23,172	59,787
2020	24,656	63,613
2021	26,233	67,683
2022	27,922	72,040
2023	29,709	76,652
2024	31,601	81,534
2025	33,603	86,697

Nota. Adaptado según propuesta de reducción de inversión en CAPEX AF.

Con la finalidad de mantener el crecimiento de los metros cuadrados proyectados en el escenario base, la iniciativa considera un acuerdo para que InRetail Shopping Malls construya locales y los alquile a SPSA. Para esta propuesta se ha considerado un alquiler promedio mensual de S/83 por m² para el año 2016, precio de renta estimado para centros comerciales comunitarios (Colliers International, 2016) similares a las tiendas actuales de SPSA; dicho precio fue ajustado por un factor durante los siguientes años con el objetivo de reflejar próximas variaciones estimadas en el precio del alquiler.

El incremento en el VAN patrimonial de SPSA por la aplicación únicamente de esta propuesta se ha estimado en aproximadamente a S/2,096 millones, por lo cual se establece como la principal iniciativa de mejora dentro del plan financiero presentado.

Propuesta 2: Implementación de reestructuraciones relacionadas al incremento de productividad y mejora de eficiencia operativa. El presente plan financiero para SPSA recomienda la reducción del ratio de gastos operativos sobre ventas (sin considerar los gastos de alquiler), desde los 19.5% considerados en el FCL escenario base, hasta alcanzar al mejor ratio de la competencia local (Tottus obtuvo en el año 2015 un ratio de gastos operativos sobre ventas de 17.6%); para lo cual se ha propuesto la aplicación de dos iniciativas en simultáneo: (a) mejora progresiva de la eficiencia de la empresa con relación a los gastos administrativos y de ventas, buscando elevar la productividad laboral de la empresa, según lo cual se plantea la reducción de un punto porcentual en el ratio de gastos operativos sobre ingresos totales durante los 10 años de proyección (considerando la disminución anual del ratio en 0.1%); y (b) continuar con la política de implementación de centros de distribución que permitan aplicar economías de escala y lograr mejoras en la gestión de su cadena de suministro, mediante lo cual se estima una reducción adicional de 0.9% el ratio de gastos

operativos a partir de la puesta en funcionamiento del centro (estimado en el cuarto año de la proyección). La aplicación de estas iniciativas en conjunto permitirían que SPSA alcance en el año 2025 un indicador de gastos operativos sobre ingresos de 17.6% (excluyendo alquiler).

De acuerdo al análisis de sensibilidad mostrado en el capítulo dos, se ha identificado que la variable de gastos operativos sobre ventas es una de las principales palancas que permiten incrementar el VAN patrimonial de la empresa (Tabla 26). En ese sentido se propone como iniciativa de mejora financiera que SPSA promueva la eficiencia de sus gastos operativos, principalmente en las cuentas relacionadas a los gastos de personal mediante la reducción del nivel de crecimiento del personal asignado a labores administrativas, buscando mayor productividad laboral; así también en los gastos de publicidad y marketing a través del análisis previo de cada campaña publicitaria, la estimación del valor que generaría cada inversión y el seguimiento posterior de la rentabilidad real lograda. Debido a que se trata de una propuesta de búsqueda de eficiencia y mayor productividad, no se espera una mejora importante del ratio de gastos operativos en el corto plazo, sin embargo la fortaleza de esta iniciativa radica en la perseverancia para aplicarla y lograr mejoras constantes y sostenibles durante los siguientes 10 años de proyección, con la finalidad de reducir el indicador en 1%.

Como se mencionó en el capítulo dos, SPSA ha implementado durante los últimos años centros de distribución que han permitido la mejora de sus indicadores de eficiencia y gestión logística; en este sentido y continuando con la misma tendencia se propone la implementación de un nuevo centro de distribución que permita atender principalmente al negocio de venta de alimentos preparados, según información preliminar de InRetail Perú Corp. (2016); así como mejorar la gestión de abastecimiento y despacho de mercadería a las diferentes tiendas con que cuenta la empresa, mediante la aplicación de procesos con mayor

nivel de automatización. Según informó la misma fuente, el costo del nuevo centro de distribución alcanzaría los S/200 millones considerando inversión en activo fijo y equipamiento (InRetail Perú Corp., 2016); además estimaron que la construcción se realizará durante los siguientes tres años (periodo 2016 al 2018), por lo que la puesta en funcionamiento y operatividad recién se daría a partir del año cuatro de proyección, desde el cual se ha considerado que aplique la reducción de gastos operativos en el FCL escenario de reestructuración financiera. Dado que se trata básicamente de un centro logístico, no se ha considerado un impacto relevante en las ventas producto de ésta nueva inversión.

Se ha estimado que la implementación de ambas alternativas impactarían en la reducción de 1.9% del ratio de gastos operativos sobre ventas al final del año 10 de proyección (impacto progresivo como se puede observar en el Apéndice E), alcanzando el mejor ratio que a la fecha posee la competencia directa nacional. El beneficio en el VAN patrimonial de SPSA se ha calculado en aproximadamente S/1,686 millones por la aplicación de éstas iniciativas de eficiencia operativa.

Propuesta 3: Mejora en la negociación de precios para reducción del costo de ventas. Otra variable importante identificada en el análisis de sensibilidad del capítulo dos corresponde al ratio de costo de ventas como proporción de los ingresos totales (Tabla 25), el cual fue considerado para el FCL escenario base de valorización de SPSA como el 73.9% de las ventas anuales (Tabla 15); según lo cual se puede resaltar que un considerable porcentaje de los ingresos obtenidos por las ventas que realiza la empresa son absorbidas por el costo de la mercadería (o relacionados). Sin embargo el margen bruto resultante para la compañía (26.1% de los ingresos en el año 2015, como se observó en la Figura 14) se encuentra dentro del rango promedio con respecto a los indicadores del sector supermercados, en función a la

comparación realizada con las principales empresas de la competencia a nivel nacional e internacional.

Con el objetivo de reducir el ratio de costo de ventas se ha propuesto en el plan financiero efectuar una nueva negociación con los proveedores con la finalidad de obtener menores precios para la mercadería a adquirir, tomando en consideración variables de mercado como la posición competitiva de la empresa y la magnitud de las transacciones que realiza SPSA. Asimismo como parte de la iniciativa se ha considerado utilizar una potencial reducción del PPP como palanca financiera para compensar la reducción de ingresos de los proveedores, con lo cual recibirían sus pagos en menor tiempo promedio, obtendrían mayor liquidez y podrían mejorar su ciclo operativo; además se ha propuesto la reducción del ratio de efectivo disponible de SPSA con la finalidad de no deteriorar los indicadores de capital de trabajo de la compañía.

Para el planteamiento de ésta propuesta se ha considerado que el PPP proyectado en el escenario base de 104 días (indicador que se ha mantenido durante los años 2014 y 2015) podría reducirse en 14 días hasta niveles aún por encima de la competencia nacional (Tottus y Wong tienen indicadores de PPP por debajo de los 90 días), con lo cual la empresa obtendría capacidad financiera para negociar mejoras en los precios con sus proveedores. El potencial de mejora en el ratio de costos de ventas ha sido estimado bajo la premisa de obtener un beneficio similar a la tasa de descuento de facturas; según información de mercado del Banco de Crédito del Perú (BCP, 2016) se ha considerado una tasa promedio anual de 20.5%, la misma que fue ajustada al plazo de reducción de PPP que estarían obteniendo los proveedores (14 días), con lo cual se calculó una tasa de descuento de 0.71%. El nuevo ratio de costo de ventas considerando la reducción producto de la aplicación de la tasa de descuento calculada

se ha estimado en 73.4% de las ventas anuales, el cual se ha utilizado en el FCL del escenario reestructuración financiera (ver Apéndice E).

Analizando únicamente el impacto por ésta iniciativa se puede observar la reducción del capital de trabajo de la empresa, a pesar de lo cual se incrementa el VAN patrimonial en aproximadamente S/137 millones; sin embargo se ha considerado como medida complementaria la reducción del ratio de efectivo disponible, con la finalidad de no mermar la capacidad de financiamiento actual de SPSA producto del capital de trabajo negativo y buscando mayores eficiencias relacionadas a la rentabilidad de los activos. Para el FCL escenario base se consideró como indicador de efectivo el 2.7% de los ingresos totales (ratio del año 2015, con tendencia a la disminución durante los últimos años); sin embargo para la propuesta de reestructuración se ha planteado reducir hasta 1% de las ventas, con lo cual se estimó un beneficio sobre el VAN patrimonial de aproximadamente S/264 millones.

El impacto total de las recomendaciones planteadas en esta propuesta sobre el VAN patrimonial de SPSA se ha calculado como un beneficio de S/405 millones.

3.2.2. Propuestas de implementación.

En función de las iniciativas de reestructuración financiera y operativa planteadas en el punto anterior, se ha estimado como resultado potencial una importante reducción de las necesidades de financiamiento de la empresa principalmente vinculadas a menor inversión en CAPEX AF, el cual sería por reemplazado por alquiler de tiendas que serían construidas por InRetail Shopping Malls. Para el escenario de reestructuración financiera se han proyectado FCL positivos, asimismo las propuestas de mejora generarían impactos positivos en el VAN patrimonial (Apéndice E). Estos resultados beneficiosos permitirían proponer la definición e implementación de una nueva política de capitalización de utilidades y reparto de dividendos

para SPSA, considerando que de acuerdo a las proyecciones realizadas el costo del patrimonio sería mayor al costo de la deuda financiera según el análisis realizado en el capítulo dos; esto permitiría sustentar la recomendación de incrementar el nivel de apalancamiento de la empresa como medida para aumentar el valor patrimonial, considerando que a mayor apalancamiento se reduce el costo promedio ponderado de capital.

Como propuesta de implementación para incrementar el VAN patrimonial de la empresa se ha planteado establecer una política anual de reparto de dividendos equivalente a la totalidad de la utilidad neta que proyectada durante cada uno de los siguientes 10 años. Esta iniciativa se puede sustentar financieramente producto de las mejoras financieras y operativas planteadas en el escenario de reestructuración, las mismas que permitirían mejorar los niveles de utilidad neta y la obtención de FCL positivos desde el primer año de proyección; lo cual incrementaría la capacidad de pago de la empresa y mejoraría su ratio de cobertura de deuda. Debido a la propuesta de reparto de la totalidad de los beneficios netos obtenidos cada año proyectado, el nivel de Patrimonio de SPSA se mantendría constante en el nivel obtenido en el año 2015; mientras que el nivel de deuda se incrementará cada año con la finalidad de financiar los activos proyectados (como se puede observar en los estados financieros proyectados del Apéndice F). La aplicación de esta iniciativa junto con las propuestas de reestructuración generaría que el ratio D/P de SPSA pasara de 0.71 en el año 2015 hasta 0.88 en el año 2016 y 1.26 en el año 2025.

El impacto total de las propuestas de reestructuración junto con la implementación de la nueva política de reparto de dividendos, generaría un beneficio en el VAN patrimonial de SPSA estimado de S/4,322 millones, tomando en consideración que se producirían sinergias positivas entre los efectos independientes de cada propuesta.

En la Figura 32 se muestra un esquema que consolida los principales hallazgos de la valorización de SPSA en el escenario base, así como las propuestas planteadas en el escenario de reestructuración financiera.

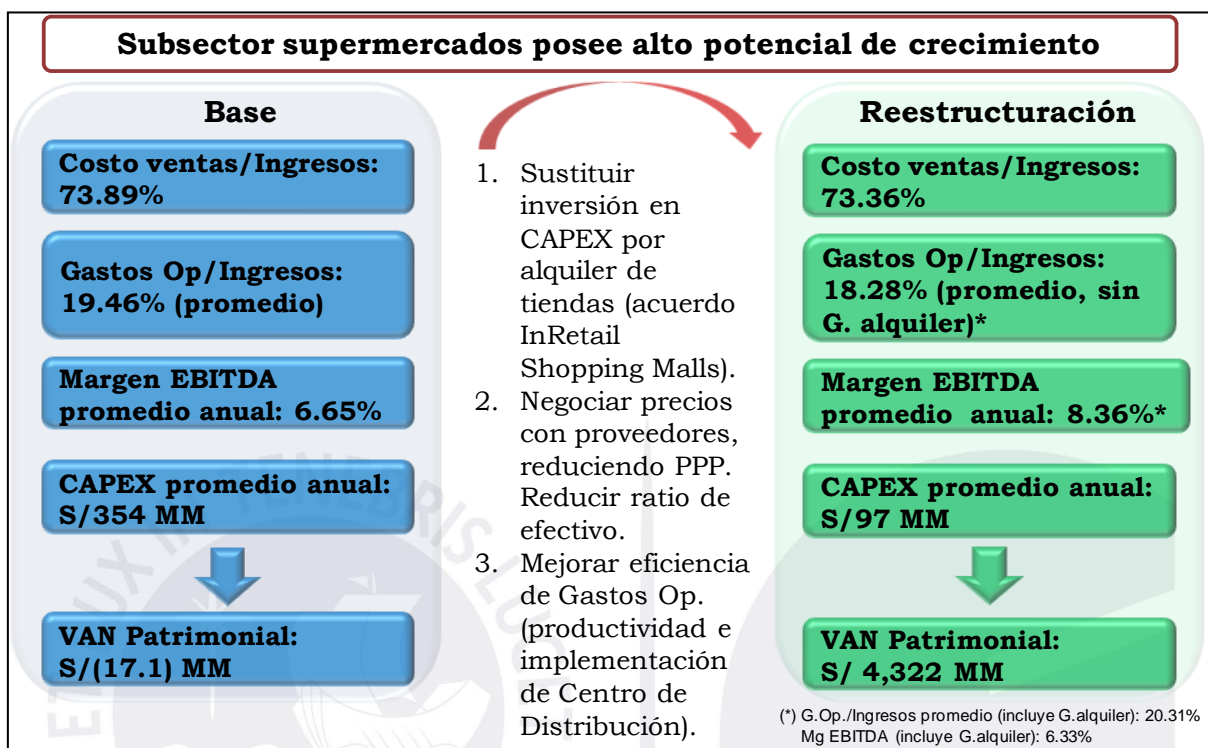


Figura 32. Esquema SPSA: variación entre escenario base y reestructuración financiera.

Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones

En función del análisis realizado sobre la situación de SPSA a finales del año 2015, así como las perspectivas de desarrollo, las proyecciones realizadas para el escenario base y las propuestas de reestructuración financiera planteadas, se presentan las siguientes conclusiones y recomendaciones.

4.1. Conclusiones.

- El subsector de supermercados en el Perú es considerado como uno de los que presenta mayor dinamismo en la actualidad, lo cual se sustenta en el potencial de crecimiento que tiene producto de la baja penetración de ventas respecto al total del sector de consumo masivo minorista. Asimismo se debe tener en consideración que la permanente expansión en el número de tiendas a nivel nacional, el incremento anual en ventas y los ratios de eficiencia (ventas por metro cuadrado de locales comerciales) respaldan su importancia en el desarrollo de la economía local.
- Los indicadores de costos de ventas y gastos operativos como proporción de los ingresos totales destacan como variables importantes en la generación de valor para la empresa, en el primer caso porque representan más del 70% de las ventas, mientras que el benchmark de la competencia para la segunda variable ha demostrado que existe una gran oportunidad de mejora en eficiencia operativa.
- El modelo de negocio actual de la compañía está enfocado en el incremento de metros cuadrados de locales comerciales que permitan incrementar su nivel de participación de mercado y ventas totales. De acuerdo a la valorización del escenario base, se han proyectado importantes niveles de inversión requeridos para la construcción de nuevas tiendas, ampliaciones y remodelaciones, los mismos que no serían sustentados por

crecimientos similares en los niveles de ventas o indicadores de rentabilidad; esto impactaría directamente en que la empresa no logre obtener FCL positivos en el corto plazo de la proyección

- SPSA cuenta con el respaldo financiero de InRetail Perú Corp., lo cual le ha permitido obtener financiamiento con spreads que no corresponden a su nivel de endeudamiento o cobertura de intereses. Esta situación ha sido considerado como una especie de subsidio que altera los resultados propios de la empresa y podría entregar una visión equivocada sobre la rentabilidad que estaría obteniendo la compañía basada en el modelo de negocios que desarrolla actualmente.

4.2. Recomendaciones.

- En función de la información de mercado disponible actualmente, se ha estimado que el sector supermercados en el Perú aún mantiene un elevado potencial de desarrollo, tanto en las zonas periféricas de Lima (donde recién están llegando las grandes cadenas comerciales) y especialmente en las provincias del interior del país. Por lo tanto se recomienda que este potencial de crecimiento debe ser aprovechado por SPSA mediante inversiones relacionadas a mejoras operativas (centros de distribución, automatización de procesos, entre otros) evaluadas utilizando criterios de rentabilidad y que resulten en beneficios acordes a los niveles de inversión por realizar; además es importante que la empresa disponga de adecuadas fuentes de financiamiento que permitan el desarrollo de las inversiones mencionadas.
- Se recomienda un cambio en el modelo de negocio de la compañía vinculado a la reducción de la inversión destinada a la construcción de nuevas tiendas, sin embargo con la finalidad de mantener los metros cuadrados disponibles para ventas se ha planteado

encargar la construcción de las tiendas a InRetail Shopping Malls y firmar acuerdos de alquiler para el mediano o largo plazo.

- La aplicación de las iniciativas de reestructuración financiera permitirían a la empresa obtener importantes beneficios que impactarían directamente en el aumento de sus FCL, el incremento de su capacidad de pago y la mejora de su ratio de cobertura de deuda. Esto permitiría que progresivamente SPSA se puede independizar del respaldo económico brindado por InRetail Perú Corp., lo cual permitiría al holding contar con liquidez para financiar nuevas alternativas de inversión que generen mayor rentabilidad (como InRetail Shopping Malls).
- Se ha estimado que las propuestas relacionadas a la reducción de costo de ventas (negociación de días de pago a proveedores) e incremento de eficiencia operativa (mejora de productividad laboral y nuevo centro de distribución logístico) permitirían aprovechar la sensibilidad de ambas variables al VAN patrimonial, con lo cual se espera incrementar el valor de la empresa así como el valor para el accionista.

Referencias

- A.T. Kerney. (2014). *A.T. Kearney*. Obtenido de The 2014 Global Retail Development Index:
<https://www.atkearney.com/documents/10192/4600212/Full+Steam+Ahead+for+Global+Retailers-+2014+Global+Retail+Development+In....pdf/6f55a59b-e855-4236-96cb-464c2ca01e91>
- A.T. Kerney. (2015). *A.T. Kerney*. Obtenido de The 2015 Global Retail Development Index:
<https://www.atkearney.com/consumer-products-retail/global-retail-development-index/2015>
- Asociación de Bancos del Perú. (31 de Marzo de 2016). *Reportes Financieros. Estadísticas del Sistema Financiero*. Obtenido de Web de Asbanc:
<http://www.asbanc.com.pe/Paginas/Estadistica/Estadisticas.aspx>
- BCP. (Agosto de 2016). *Tasas y Tarifas*. Obtenido de Web BCP:
<https://ww3.viabcp.com/tasasytarifas/TasasDetalle.aspx?ATAS=1&O=002&PCTAS>
- BCRP. (2015). *Informe Macroeconómico III Trimestre 2015*. Lima.
- Belapatiño, V., Broncano, M., Crispin, Y., & Perea, H. (Abril de 2016). *Peru: El sector retail*. Obtenido de Web de BBVA Research:
<https://www.bbvarsearch.com/publicaciones/peru-el-sector-retail/>
- Bloomberg. (2016). *Web de Bloomberg*. Obtenido de
<http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us>

Bolsa de Valores de Lima. (2016). *Bolsa de Valores de Lima*. Obtenido de

http://www.bvl.com.pe/jsp/Inf_EstadisticaGrafica.jsp?Cod_Empresa=75725&Nemonico=SUPERC1&Listado=|SUPERC1

Bravo, P., Mujica, M., José, H., & Guzmán, R. (2015). *Plan Estratégico del Sector Comercio Minorista en el Perú*. Lima, Perú: Tesis para obtener el grado de Magíster en Administración de Empresas. Pontificia Universidad Católica del Perú.

Cencosud. (2015a). *Inversionistas. Presentación Corporativa I Trimestre*. Obtenido de la web de Cencosud: <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/eventos-y-presentaciones/presentaciones/default.aspx>

Cencosud. (2015b). *Información Financiera. Reporte I Trimestre*. Obtenido de Web de

Cencosud:

http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_financials/es/2015/q1/earningsrelease1q15spanv.pdf

Cencosud. (2015c). *Información Financiera. Reporte IV Trimestre*. Obtenido de Web de

Cencosud: [http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_financials/es/2015/q4/Earnings-Release-4T15-\(ESP\).pdf](http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_financials/es/2015/q4/Earnings-Release-4T15-(ESP).pdf)

Cencosud. (Enero de 2016a). *Inversionistas. Presentación Corporativa*. Obtenido de

[http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_presentations/2016/Corporate-Presentation-09.2015-\(ENG\).pdf](http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_presentations/2016/Corporate-Presentation-09.2015-(ENG).pdf)

Cencosud. (2016b). *Reporte de resultados consolidados al cuarto cuatrimestre 2015*.

Obtenido de la web de Cencosud:

[http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_financials/es/2015/q4/Earnings-Release-4T15-\(ESP\).pdf](http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_financials/es/2015/q4/Earnings-Release-4T15-(ESP).pdf)

Cencosud. (2016c). Obtenido de <http://www.cencosud.com>

Class & Asociados. (2015). *Supermercados Peruanos SA. Fundamentos de Clasificación de Riesgo*. Obtenido de <http://www.classrating.com/SPeruanos.pdf>

Colliers International. (2015). *Perú. Reportes de Mercado Comercial III Trimestre 2015*. Obtenido de Web de Colliers International: http://www.colliers.com/-/media/files/latam/peru/tkr%20retail%203t-%202015_v3.pdf?la=es-PE

Colliers International. (2016). *Perú. Reportes de Mercado Comercial II Trimestre 2016*. Obtenido de Web de Colliers International: <http://www.colliers.com/-/media/files/latam/peru/tkr%20retail%202t-%202016.pdf?la=es-PE>

Court, E. (2012). *Finanzas Corporativas*. Buenos Aires, Argentina: Cengage Learning.

Damodarán. (2016). Obtenido de la web de Damodarán Online. Data Archives: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Durán, G., & Kremerman, M. (2008). *Caracterización del Sector Retail: Una mirada general*. Fundación Sol.

Equilibrium. (Julio de 2015). *Equilibrium Clasificadora de Riesgos S.A.* Obtenido de Análisis del Sector Retail: Supermercados, Tiendas por Departamento y Mejoramiento de Hogar: <http://www.equilibrium.com.pe/sectorialretailmar15.pdf>

Falabella. (2015a). *Inversionistas. Información Financiera. Resultados IV Trimestre.*

Obtenido de Web de S.A.C.I Falabella:

http://www.falabella.com/static/staticContent/content/minisitios/Inversionistas/images/contenidoDescargable/pressRelease/2015/Release4Q2015_esp.pdf

Falabella. (2015b). *Información Financiera. Reporte Anual.* Obtenido de Web de SACI

Falabella:

<http://www.falabella.com/static/staticContent/content/minisitios/Inversionistas/memoriaWeb/2015/MemoriaFalabellaSVS.pdf>

Falabella. (Marzo de 2016). *Presentación Corporativa de resultados 2015.* Obtenido de Web de SACI Falabella:

http://www.falabella.com/static/staticContent/content/minisitios/Inversionistas/images/contenidoDescargable/presentaciones/2016/PresMarzo_16_2.pdf

Gestión.pe. (2015a). *Desaceleración del consumo genera despidos en negocios de retail.*

Obtenido de Web de Gestión: <http://gestion.pe/economia/desaceleracion-consumo-genera-despidos-negocios-retail-2142000>

Gestión.pe. (2015b). *Retail en el Perú: Unas 3,900 tiendas se abrirán en los próximos cinco años.* Obtenido de Web de Gestión: <http://gestion.pe/economia/retail-peru-unas-3900-tiendas-se-abriran-proximos-cinco-anos-2143245>

Guerrero, D. (2012). *Factores clave de éxito en el negocio del retail.* Obtenido de Ingeniería

Industrial: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=337428496010>

INEI. (Octubre de 2009). Boletín de Análisis Demográfico N° 37. Lima, Lima, Perú.

- Infomarketing.pe. (Marzo de 2016). *El 2016, un año difícil para la industria del retail moderno*. Obtenido de la web de Infomarketing.pe:
<http://www.infomarketing.pe/marketing/noticias/los-creditos-de-consumo-moderaran-el-crecimiento-del-retail-durante-el-2016/>
- Inretail Perú Corp. (2015). *Presentación Corporativa Anual*. Obtenido de de la web Inretail Perú Corp.:
http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=1&JER=110
- InRetail Perú Corp. (2016). *Presentación Corporativa de Resultados al cuarto trimestre 2015*. Obtenido de Web de Inretail Perú Corp.:
http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf
- Jorion, P. (1997). *Value at risk: the new benchmark for controlling derivatives risk*. vol. 2. New York: McGraw Hill. pag.63.
- Koontz, H., & Weihrich, H. (2001). *Administración una perspectiva global*. Ed. McGraw-Hill, 11ava Edición, México .
- Leyton Johns, L. (25 de 11 de 2013). *Definición de Retail*. Obtenido de Revista Retailing:
http://revistaretailing.net/desarrollo_noticia.php?id_noticia=32
- Mendieta, A. (Abril de 2016). *Economía. Menor crecimiento de la economía pegó al sector retail*. Obtenido de Web de Perú21: <http://peru21.pe/economia/menor-crecimiento-economia-pego-al-sector-retail-2245113>

Ministerio de Economía y Finanzas. (2016a). *Marco Macroeconómico Multianual (MMM*

2017-2019). Obtenido de Web del MEF:

https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM_2017_2019.pdf

Ministerio de Economía y Finanzas. (31 de Marzo de 2016b). *Boletín diario.Principales*

Indicadores Financieros y Económicos. Obtenido de Web del MEF:

http://www.mef.gob.pe/dnep/reporte_financiero/2016/ECO_FIN31_Mar16.pdf

O'Brien, J. (2015). Estructura Óptima de Capital. *Maestría en Finanzas Corporativas y*

Riesgo Financiero. Curso Derivados II. Sesiones 13-14.

Oxford. (2016). *Oxford Dictionaries Online*. Obtenido de <http://www.oxforddictionaries.com/>

Pérez, R., Pita, K., & Vergara, A. (2012). *Plan Estratégico para el Sector Supermercados en*

el Perú. Lima, Perú: Tesis para obtener el grado de Magister en Administración

Estratégica de Empresas. Pontificia Universidad Católica del Perú.

PerúRetail. (Febrero de 2016). *Noticias Retail. Nacionales*. Obtenido de la web de PerúRetail:

<http://www.peru-retail.com/supermercados-peruanos-alcanza-36-participacion-sector-supermercados-peru/>

Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2010). *Finanzas Corporativas*. México: McGraw-Hill

Companies, Inc. p.413.

Scotiabank Perú. (7 de Setiembre de 2015). Reporte Semanal. Lima, Lima, Perú:

Departamento de Estudios Económicos.

Supermercados Peruanos. (2015). *Información de la Empresa. Memoria Anual*. Obtenido de

Web de la SMV:

<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Documento%20de%20Informaci%c3%b3n%20Anual%202015.pdf>

Supermercados Peruanos. (10 de Marzo de 2016b). *Supermercados Peruanos S.A.* Obtenido de Estados Financieros al 31 de diciembre de 2015:

<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Auditados.pdf>

Supermercados Peruanos SA. (2016a). *Quienes Somos.Empresa*. Obtenido de la web de Supermercados Peruanos S.A.: Recuperado el 30 de Marzo del 2016 de

<http://www.supermercadosperuanos.com.pe/web/qsomos-empresa>



Apéndice A. Flujo de Caja Libre – Escenario Base.

		PROYECCION FCF - SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
		(En miles de soles)										
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
	Ingresos Totales	4,285,237	4,649,586	5,044,154	5,471,130	5,932,815	6,432,001	6,971,872	7,555,570	8,186,465	8,868,165	
Ventas/m2 (miles/m2) - 2015	14.14	Ventas / m2 (En miles de soles / m2)	14.36	14.59	14.81	15.04	15.28	15.52	15.76	16.00	16.25	16.50
Tasa Crec. Eficiencia (Ventas/m2)	1.55%											
Total m2 de Locales - 2015	288,241	Total m2 de Locales	298,329	318,743	340,501	363,674	388,329	414,563	442,484	472,194	503,795	537,398
Tasa Crec. m2 2016	3.50%											
		Población - Perú (miles)	31,489	31,826	32,162	32,496	32,824	33,149	33,471	33,789	34,103	34,412
m2 / 1000 habitantes - 2015	9.25	m2 / 1000 habitantes	9.47	10.02	10.59	11.19	11.83	12.51	13.22	13.97	14.77	15.62
Crecimiento (desde año 2017)	5.7%											
Esperado crecimiento x	x1.69	Nuevos m2 en Locales	10,088	20,413	21,759	23,172	24,656	26,233	27,922	29,709	31,601	33,603
CV/Vtas	73.89%	Costo de ventas	-3,166,368	-3,435,587	-3,727,134	-4,042,627	-4,383,767	-4,752,616	-5,151,527	-5,582,823	-6,048,992	-6,552,702
Desv estandar ('13-'15)	0.35%											
Reducción CV/Vtas		Margen bruto	1,118,868	1,213,999	1,317,021	1,428,503	1,549,049	1,679,385	1,820,345	1,972,747	2,137,473	2,315,464
G.Oper/Vtas	19.5%	Gastos Operativos	-833,829	-904,725	-981,501	-1,064,582	-1,154,418	-1,251,550	-1,356,599	-1,470,176	-1,592,937	-1,725,583
Desv estandar ('13-'15)	0.35%											
		EBITDA	285,039	309,275	335,520	363,921	394,631	427,835	463,745	502,571	544,536	589,880
		Depreciación y Amortización	-71,938	-74,616	-74,616	-79,464	-84,550	-89,960	-95,751	-101,881	-108,369	-115,232
		EBIT	213,101	234,659	260,904	284,457	310,081	337,875	367,995	400,690	436,167	474,648
IR '15-'16	28.00%	Impuestos	-59,668	-63,358	-70,444	-73,959	-80,621	-87,847	-95,679	-104,179	-113,403	-123,409
IR '17-'18	27.00%											
IR '19 en adelante	26.00%	Depreciación y Amortización	71,938	74,616	74,616	79,464	84,550	89,960	95,751	101,881	108,369	115,232
		NOPAT	225,371	245,917	265,076	289,962	314,010	339,987	368,067	398,392	431,133	466,472
		CAPEX AF	-275,682	-275,682	-275,682	-293,595	-312,387	-332,374	-353,769	-376,419	-400,389	-425,746
		CAPEX Intangibles	-18,318	-18,318	-18,318	-19,508	-20,756	-22,085	-23,506	-25,011	-26,604	-28,289
		Inv k de w	12,277	21,480	23,261	25,172	27,218	29,429	31,827	34,411	37,193	40,189
		Perpetuidad										804,532
		FCF empresa	-56,352	-26,604	-5,663	2,031	8,085	14,958	22,619	31,373	41,333	857,158

Inversiones WK

Efectivo (%/Ventas)	2.7%
PPC	3
PPI	58
PPP	104
Base de cálculo año	360

CAPEX

Inversiones '16-'18 (Supermercados)	882,000
% CAPEX AF/TOTAL ('13-'15)	94%
% CAPEX Intang/TOTAL ('13-'15)	6%

CAPEX AF

CAPEX AF ('16-'18)	827,047
CAPEX AF/Nuevos m2 (proy. 2018)	12,670

Razón Deprec.Acum. / Act.F.Bruto	24.8%
----------------------------------	-------

CAPEX Intagibles

CAPEX Intagibles ('16-'18)	54,953
----------------------------	--------

Razón Amortiz.Acum. / Intang.Bruto	34.0%
------------------------------------	-------

WACC

Impuestos	
Deuda Total 2015	662,989
kd promedio ('13-'15)	7.32%
kd ponderado*	6.95%
Patrimonio	933,306
Beta del sector (desapalancado)	0.67
Beta apalancado	1.03
rf (10 Year US Bond)	2.01%
prima de mercado	7.79%
tasa riesgo pais	2.36%
Retorno del accionista (ke)	12.40%

Tasa de Crecimiento Perpetuo	3.00%
------------------------------	-------

Deuda Total 2015	662,989
------------------	---------

PROYECCION FCF - SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.

(En miles de soles)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Efectivo	110,384	116,022	125,887	136,570	148,130	160,630	174,146	188,763	204,566	221,648	240,105
Cuentas por cobrar	34,980	36,767	39,893	43,278	46,942	50,903	55,186	59,818	64,826	70,239	76,088
Inventarios	482,383	507,023	550,132	596,817	647,336	701,962	761,025	824,902	893,964	968,611	1,049,269
Cuentas por pagar	868,099	912,442	990,021	1,074,035	1,164,950	1,263,255	1,369,545	1,484,498	1,608,783	1,743,117	1,888,270
Fondo de maniobra	(240,352)	(252,629)	(274,109)	(297,370)	(322,542)	(349,760)	(379,188)	(411,015)	(445,426)	(482,620)	(522,808)
Inversiones WK	-12,277	-21,480	-23,261	-25,172	-27,218	-29,429	-31,827	-34,411	-37,193	-40,189	

CAPEX TOTAL	294,000	294,000	294,000	313,103	333,143	354,459	377,275	401,430	426,993	454,034
--------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

(Soles por m2)

CAPEX AF/Nuevos m2	8,931	27,327	13,505	12,670	12,670	12,670	12,670	12,670	12,670	12,670	12,670
Activo bruto	2,416,333	2,692,015	2,967,698	3,243,380	3,536,975	3,849,362	4,181,736	4,535,505	4,911,924	5,312,313	5,738,059
Depreciacion acumulada	600,414	667,860	736,254	804,648	877,486	954,986	1,037,444	1,125,211	1,218,596	1,317,928	1,423,551
Depreciacion anual		67,446	68,394	68,394	72,838	77,500	82,458	87,766	93,385	99,332	105,623
Activos fijos neto	1,815,919	2,024,155	2,231,444	2,438,732	2,659,490	2,894,376	3,144,292	3,410,295	3,693,328	3,994,385	4,314,508
CAPEX AF	275,682	275,682	275,682	293,595	312,387	332,374	353,769	376,419	400,389	425,746	

Intangibles bruto	127,053	145,371	163,688	182,006	201,514	222,270	244,355	267,861	292,872	319,476	347,764
Amortizacion acumulada	44,887	49,379	55,601	61,823	68,449	75,500	83,001	90,986	99,482	108,518	118,127
Amortizacion anual	8,325	4,492	6,222	6,222	6,626	7,050	7,502	7,984	8,496	9,037	9,609
Intangibles neto	82,166	95,992	108,087	120,183	133,064	146,770	161,353	176,875	193,390	210,958	229,637
CAPEX Intangibles	15,811	18,318	18,318	18,318	19,508	20,756	22,085	23,506	25,011	26,604	28,289

Deuda Pendiente Final	28.00%	27.00%	27.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%
kd	7.54%	8.04%	8.04%	8.04%	8.04%	8.04%	8.04%	8.04%	8.04%	7.54%	7.54%
Patrimonio	1,044,286	1,164,747	1,297,009	1,443,840	1,604,241	1,779,695	1,972,297	2,183,002	2,415,199	2,675,416	
beta apalancado	1.03	1.03	1.01	1.00	0.99	0.97	0.96	0.94	0.92	0.90	
D/P	0.75	0.73	0.70	0.67	0.64	0.61	0.58	0.54	0.51	0.47	
ke	12.40%	12.38%	12.27%	12.19%	12.06%	11.94%	11.81%	11.68%	11.55%	11.40%	
%Deuda	0.43	0.42	0.41	0.40	0.39	0.38	0.37	0.35	0.34	0.32	
%Patrimonio	0.57	0.58	0.59	0.60	0.61	0.62	0.63	0.65	0.66	0.68	
WACC	9.42%	9.63%	9.63%	9.68%	9.68%	9.67%	9.67%	9.67%	9.54%	9.54%	
factor	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	
factor acumulado	0.91	0.83	0.76	0.69	0.63	0.58	0.53	0.48	0.44	0.40	
VAN	(51,502)	(22,179)	(4,307)	1,408	5,111	8,622	11,889	15,037	18,086	342,390	
VAN flujos	324,556										
VAN perpetuidad	321,369										
Valor Empresa	645,925										
Deuda	662,989										
Valor Patrimonial	(17,064)										

		PROYECCION FCF - SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.									
		(En miles de soles)									
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Deudas Financieras											
Deuda Original		662,989	545,370	419,575	305,812	204,937	97,031	58,355			
		117,619	125,795	113,763	100,875	107,906	38,676	58,355			
Tasa Ponderada	6.95%	45,559	37,570	29,020	19,869	12,838	5,315	2,743			
		159,712	159,712	159,712	120,744	120,744	43,991	43,991			
		545,370	419,575	305,812	204,937	97,031	58,355	-			
Nuevas Deudas (para financiar Activos)		235,082	434,683	608,368	766,617	930,888	1,024,197	1,134,257	1,182,863	1,225,799	1,257,389
		-	17,725	34,949	48,913	61,636	74,843	82,345	91,194	95,102	92,425
			235,082	434,683	608,368	766,617	930,888	1,024,197	1,134,257	1,182,863	1,225,799
		780,452	854,258	914,180	971,554	1,027,919	1,082,552	1,134,257	1,182,863	1,225,799	1,257,389
		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FCF accionista											
FCF		-56,352	-26,604	-5,663	2,031	8,085	14,958	22,619	31,373	41,333	857,158
(+) Prestamos		235,082	434,683	608,368	766,617	930,888	1,024,197	1,134,257	1,182,863	1,225,799	1,257,389
(-) Pago Principal 5 años	-117,619	-117,619	-360,877	-548,446	-709,243	-874,522	-969,564	-1,082,552	-1,134,257	-1,182,863	-1,225,799
(-) Pago Principal TODO	-117,619	-45,559	-55,295	-63,969	-68,782	-74,474	-80,158	-85,088	-91,194	-95,102	-92,425
(+) Escudo Fiscal		12,756	14,930	17,272	17,883	19,363	20,841	22,123	23,711	24,727	24,031
FCF accionista		28,309	6,838	7,562	8,505	9,339	10,273	11,359	12,495	13,893	820,354
ke		12.40%	12.38%	12.27%	12.19%	12.06%	11.94%	11.81%	11.68%	11.55%	11.40%
factor		0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.90	0.90	0.90
factor acumulado		0.89	0.79	0.71	0.63	0.56	0.50	0.45	0.40	0.36	0.32
Flujos		25,187	5,413	5,332	5,346	5,238	5,148	5,090	5,014	4,998	264,904
VAN Patr. s/estr.pagos	331,670										
Ratios											
Costo de Ventas / Ventas		73.89%	73.89%	73.89%	73.89%	73.89%	73.89%	73.89%	73.89%	73.89%	73.89%
Mg Bruto		26.11%	26.11%	26.11%	26.11%	26.11%	26.11%	26.11%	26.11%	26.11%	26.11%
Gastos Operativos / Ventas		19.46%	19.46%	19.46%	19.46%	19.46%	19.46%	19.46%	19.46%	19.46%	19.46%
Mg EBITDA (EBITDA / Ventas)		6.65%	6.65%	6.65%	6.65%	6.65%	6.65%	6.65%	6.65%	6.65%	6.65%
Depreciacion / Ventas		1.68%	1.60%	1.48%	1.45%	1.43%	1.40%	1.37%	1.35%	1.32%	1.30%
Mg EBIT (EBIT / Ventas)		4.97%	5.05%	5.17%	5.20%	5.23%	5.25%	5.28%	5.30%	5.33%	5.35%
Mg UAT		3.91%	3.86%	3.90%	3.94%	3.97%	4.01%	4.06%	4.10%	4.17%	4.31%
Mg UN		2.59%	2.59%	2.62%	2.68%	2.70%	2.73%	2.76%	2.79%	2.84%	2.93%
Ratios Cobertura Financiera											
EBITDA / Intereses		6.26	5.59	5.25	5.29	5.30	5.34	5.45	5.51	5.73	6.38
EBIT / Intereses		4.68	4.24	4.08	4.14	4.16	4.22	4.32	4.39	4.59	5.14
NOPAT / Intereses		4.95	4.45	4.14	4.22	4.22	4.24	4.33	4.37	4.53	5.05

Apéndice B. Estado Financieros SPSA – Escenario Base.

		PROYECCION GYP & BG - SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.											
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
		(En miles de soles)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tasa Crec. m2 2016	3.50%	Ingresos Totales	4,076,984	4,285,237	4,649,586	5,044,154	5,471,130	5,932,815	6,432,001	6,971,872	7,555,570	8,186,465	8,868,165
Tasa Crec. Eficiencia (Ventas/m2)	1.55%	Costo de ventas	-3,012,490	-3,166,368	-3,435,587	-3,727,134	-4,042,627	-4,383,767	-4,752,616	-5,151,527	-5,582,823	-6,048,992	-6,552,702
Crecimiento (desde año 2017)	5.7%	Margen bruto	1,064,494	1,118,868	1,213,999	1,317,021	1,428,503	1,549,049	1,679,385	1,820,345	1,972,747	2,137,473	2,315,464
CV/Vtas	73.89%	Gastos Operativos	-806,768	-833,829	-904,725	-981,501	-1,064,582	-1,154,418	-1,251,550	-1,356,599	-1,470,176	-1,592,937	-1,725,583
Reducción CV/Vtas (desde '19)	0.00%	EBITDA	257,726	285,039	309,275	335,520	363,921	394,631	427,835	463,745	502,571	544,536	589,880
G.Oper/Vtas	19.5%	Depreciación y Amortización	-107,916	-71,938	-74,616	-74,616	-79,464	-84,550	-89,960	-95,751	-101,881	-108,369	-115,232
Reducción G.Oper/Vtas (desde '19)	0.00%	EBIT	149,810	213,101	234,659	260,904	284,457	310,081	337,875	367,995	400,690	436,167	474,648
kd promedio ('13-'15)	7.32%	Ingresos Financieros	2,755										
Participacion Trabajadores	8%	Gastos Financieros	-53,498	-45,559	-55,295	-63,969	-68,782	-74,474	-80,158	-85,088	-91,194	-95,102	-92,425
Impuesto a la renta 2015-2016	28.00%	Diferencias de Cambio, Neto	-48,331										
Impuesto a la renta 2017-2018	27.00%	Utilidad antes de participacion e impuestos	50,736	167,543	179,364	196,936	215,675	235,606	257,717	282,906	309,496	341,065	382,223
Impuesto a la renta 2019 en adelante	26.00%	Participacion Trabajadores		-13,403	-14,349	-15,755	-17,254	-18,848	-20,617	-22,632	-24,760	-27,285	-30,578
Reparto Dividendos	0%	Gastos por Impuesto a las Ganancias	-23,571	-43,159	-44,554	-48,919	-51,589	-56,357	-61,646	-67,671	-74,031	-81,583	-91,428
		Utilidad Neta	77,901	110,980	120,461	132,262	146,831	160,401	175,453	192,602	210,705	232,197	260,218
		Reparto Dividendos		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

BALANCE GENERAL

PROYECCION GYP & BG - SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.											
(En miles de soles)											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activos											
Activos Corrientes											
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	110,384	116,022	125,887	136,570	148,130	160,630	174,146	188,763	204,566	221,648	240,105
Caja Neteo											
Otros Activos Financieros	0										
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)	34,980	36,767	39,893	43,278	46,942	50,903	55,186	59,818	64,826	70,239	76,088
Otras Cuentas por Cobrar (neto)	65,042	64,944	70,466	76,445	82,916	89,913	97,478	105,660	114,506	124,068	134,399
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	27,501										
Existencias, Neto	482,383	507,023	550,132	596,817	647,336	701,962	761,025	824,902	893,964	968,611	1,049,269
Gastos Pagados por Anticipado	11,729										
Inversiones Financieras disponibles para la venta	0										
Total Activos Corrientes	732,019	724,756	786,378	853,111	925,325	1,003,409	1,087,835	1,179,143	1,277,863	1,384,565	1,499,861
Activos No Corrientes											
Inversiones Financieras Disponibles para la Venta	0										
Otras cuentas por cobrar LP	2,578										
Gastos contratados por anticipado LP	24,133										
Inversiones en Subsidiarias	244										
Propiedades de Inversión / Inversiones Inmobiliaria	17,224										
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	1,815,919	2,024,155	2,231,444	2,438,732	2,659,490	2,894,376	3,144,292	3,410,295	3,693,328	3,994,385	4,314,508
Activos Intangibles (neto)	82,166	95,992	108,087	120,183	133,064	146,770	161,353	176,875	193,390	210,958	229,637
Total Activos No Corrientes	1,942,264	2,120,147	2,339,531	2,558,915	2,792,554	3,041,147	3,305,645	3,587,170	3,886,719	4,205,342	4,544,145
TOTAL DE ACTIVOS	2,674,283	2,844,903	3,125,909	3,412,026	3,717,879	4,044,556	4,393,481	4,766,313	5,164,582	5,589,908	6,044,005
Pasivos y Patrimonio											
Pasivos Corrientes											
Obligaciones Financieros	117,619	125,795	113,763	100,875	107,906	38,676	58,355	0	0	0	0
Cuentas por Pagar Comerciales	868,099	912,442	990,021	1,074,035	1,164,950	1,263,255	1,369,545	1,484,498	1,608,783	1,743,117	1,888,270
Otras Cuentas por Pagar	99,504	107,723	116,882	126,801	137,535	149,141	161,689	175,261	189,934	205,793	222,930
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	32,265										
Ingresos diferidos	4,326										
Total Pasivos Corrientes	1,121,813	1,145,960	1,220,667	1,301,712	1,410,391	1,451,072	1,589,589	1,659,759	1,798,717	1,948,911	2,111,200
Pasivos No Corrientes											
Obligaciones Financieras	545,370	545,370	419,575	305,812	204,937	97,031	58,355	0	0	0	0
(menos parte corriente Deuda Original)		-125,795	-113,763	-100,875	-107,906	-38,676	-58,355	0	0	0	0
Obligaciones Financieras 2 - Nuevas Deudas		235,082	434,683	608,368	766,617	930,888	1,024,197	1,134,257	1,182,863	1,225,799	1,257,389
Disminución Pasivo		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	5,188										
Total Pasivos No Corrientes	619,164	654,657	740,495	813,305	863,648	989,243	1,024,197	1,134,257	1,182,863	1,225,799	1,257,389
TOTAL PASIVOS	1,740,977	1,800,617	1,961,162	2,115,017	2,274,038	2,440,315	2,613,786	2,794,016	2,981,580	3,174,709	3,368,589
Patrimonio											
Capital Emitido	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445
Ganancia por emisión de acciones	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427
Nueva emisión de acciones	0										
Resultados Acumulados	201,194	312,174	432,635	564,897	711,728	872,129	1,047,583	1,240,185	1,450,890	1,683,087	1,943,304
Otras Reservas de Patrimonio	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240
TOTAL PATRIMONIO	933,306	1,044,286	1,164,747	1,297,009	1,443,840	1,604,241	1,779,695	1,972,297	2,183,002	2,415,199	2,675,416
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	2,674,283	2,844,903	3,125,909	3,412,026	3,717,879	4,044,556	4,393,481	4,766,313	5,164,582	5,589,908	6,044,005

Otras Cuentas por Cobrar / Ventas 1.52%

Otras Cuentas por Pagar / Ventas 2.51%

Apéndice C. Flujo de Caja Libre – Escenario Estructura Óptima de Capital.

		PROYECCION FCF - SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
		(En miles de soles)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
		Ingresos Totales	4,285,237	4,649,586	5,044,154	5,471,130	5,932,815	6,432,001	6,971,872	7,555,570	8,186,465	8,868,165
Ventas/m2 (miles/m2) - 2015	14.14	Ventas / m2 (En miles de soles / m2)	14.36	14.59	14.81	15.04	15.28	15.52	15.76	16.00	16.25	16.50
Tasa Crec. Eficiencia (Ventas/m2)	1.55%											
Total m2 de Locales - 2015	288,241	Total m2 de Locales	298,329	318,743	340,501	363,674	388,329	414,563	442,484	472,194	503,795	537,398
Tasa Crec. m2 2016	3.50%											
https://www.inei.gov.pe/media/princi		Población - Perú (miles)	31,489	31,826	32,162	32,496	32,824	33,149	33,471	33,789	34,103	34,412
m2 / 1000 habitantes - 2015	9.25	m2 / 1000 habitantes	9.47	10.02	10.59	11.19	11.83	12.51	13.22	13.97	14.77	15.62
Crecimiento (desde año 2017)	5.7%											
Esperado crecimiento x	x1.69	Nuevos m2 en Locales	10,088	20,413	21,759	23,172	24,656	26,233	27,922	29,709	31,601	33,603
CV/Vtas	73.89%	Costo de ventas	-3,166,368	-3,435,587	-3,727,134	-4,042,627	-4,383,767	-4,752,616	-5,151,527	-5,582,823	-6,048,992	-6,552,702
Reducción CV/Vtas												
G.Oper/Vtas	19.5%	Margen bruto	1,118,868	1,213,999	1,317,021	1,428,503	1,549,049	1,679,385	1,820,345	1,972,747	2,137,473	2,315,464
		Gastos Operativos	-833,829	-904,725	-981,501	-1,064,582	-1,154,418	-1,251,550	-1,356,599	-1,470,176	-1,592,937	-1,725,583
		EBITDA	285,039	309,275	335,520	363,921	394,631	427,835	463,745	502,571	544,536	589,880
		Depreciación y Amortización	-71,938	-74,616	-74,616	-79,464	-84,550	-89,960	-95,751	-101,881	-108,369	-115,232
		EBIT	213,101	234,659	260,904	284,457	310,081	337,875	367,995	400,690	436,167	474,648
IR '15-'16	28.00%	Impuestos	-59,668	-63,358	-70,444	-73,959	-80,621	-87,847	-95,679	-104,179	-113,403	-123,409
IR '17-'18	27.00%	Depreciación y Amortización	71,938	74,616	74,616	79,464	84,550	89,960	95,751	101,881	108,369	115,232
IR '19 en adelante	26.00%	NOPAT	225,371	245,917	265,076	289,962	314,010	339,987	368,067	398,392	431,133	466,472
		CAPEX AF	-275,682	-275,682	-275,682	-293,595	-312,387	-332,374	-353,769	-376,419	-400,389	-425,746
		CAPEX Intangibles	-18,318	-18,318	-18,318	-19,508	-20,756	-22,085	-23,506	-25,011	-26,604	-28,289
		Inv k de w	12,277	21,480	23,261	25,172	27,218	29,429	31,827	34,411	37,193	40,189
		Perpetuidad										808,630
		FCF empresa	-56,352	-26,604	-5,663	2,031	8,085	14,958	22,619	31,373	41,333	861,256

Inversiones WK

Efectivo (%/Ventas)	2.7%
PPC	3
PPI	58
PPP	104
Base de cálculo año	360

CAPEX

Inversiones '16-'18 (Supermercados)	882,000
% CAPEX AF/TOTAL ('13-'15)	94%
% CAPEX Intang/TOTAL ('13-'15)	6%

CAPEX AF

CAPEX AF ('16-'18)	827,047
CAPEX AF/Nuevos m2 (Prom.'13-'16)	12,670

Razón Deprec.Acum. / Act.F.Bruto	24.8%
----------------------------------	-------

CAPEX Intangibles

CAPEX Intangibles ('16-'18)	54,953
-----------------------------	--------

Razón Amortiz.Acum. / Intang.Bruto	34.0%
------------------------------------	-------

WACC

Impuestos	
Deuda Total 2015	662,989
kd promedio ('13-'15)	7.32%
kd ponderado*	6.95%
Patrimonio	933,306
Beta del sector (desapalancado)	0.67
Beta apalancado	0.94
rf (10 Year US Bond)	2.01%
prima de mercado	7.79%
tasa riesgo pais	2.36%

Retorno del accionista (ke)	11.68%
-----------------------------	--------

Tasa de Crecimiento Perpetuo	3.00%
------------------------------	-------

Deuda Total 2015	662,989
------------------	---------

PROYECCION FCF - SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.											
(En miles de soles)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Efectivo	110,384	116,022	125,887	136,570	148,130	160,630	174,146	188,763	204,566	221,648	240,105
Cuentas por cobrar	34,980	36,767	39,893	43,278	46,942	50,903	55,186	59,818	64,826	70,239	76,088
Inventarios	482,383	507,023	550,132	596,817	647,336	701,962	761,025	824,902	893,964	968,611	1,049,269
Cuentas por pagar	868,099	912,442	990,021	1,074,035	1,164,950	1,263,255	1,369,545	1,484,498	1,608,783	1,743,117	1,888,270
Fondo de maniobra	(240,352)	(252,629)	(274,109)	(297,370)	(322,542)	(349,760)	(379,188)	(411,015)	(445,426)	(482,620)	(522,808)
Inversiones WK	-12,277	-21,480	-23,261	-25,172	-27,218	-29,429	-31,827	-34,411	-37,193	-40,189	

CAPEX TOTAL	294,000	294,000	294,000	313,103	333,143	354,459	377,275	401,430	426,993	454,034	
--------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	--

CAPEX AF/Nuevos m2	8,931	27,327	13,505	12,670	12,670	12,670	12,670	12,670	12,670	12,670	12,670
Activo bruto	2,416,333	2,692,015	2,967,698	3,243,380	3,536,975	3,849,362	4,181,736	4,535,505	4,911,924	5,312,313	5,738,059
Depreciacion acumulada	600,414	667,860	736,254	804,648	877,486	954,986	1,037,444	1,125,211	1,218,596	1,317,928	1,423,551
Depreciacion anual		67,446	68,394	68,394	72,838	77,500	82,458	87,766	93,385	99,332	105,623
Activos fijos neto	1,815,919	2,024,155	2,231,444	2,438,732	2,659,490	2,894,376	3,144,292	3,410,295	3,693,328	3,994,385	4,314,508
CAPEX AF	275,682	275,682	275,682	293,595	312,387	332,374	353,769	376,419	400,389	425,746	

Intangibles bruto	127,053	145,371	163,688	182,006	201,514	222,270	244,355	267,861	292,872	319,476	347,764
Amortizacion acumulada	44,887	49,379	55,601	61,823	68,449	75,500	83,001	90,986	99,482	108,518	118,127
Amortizacion anual	8,325	4,492	6,222	6,222	6,626	7,050	7,502	7,984	8,496	9,037	9,609
Intangibles neto	82,166	95,992	108,087	120,183	133,064	146,770	161,353	176,875	193,390	210,958	229,637
CAPEX Intangibles	15,811	18,318	18,318	18,318	19,508	20,756	22,085	23,506	25,011	26,604	28,289

Deuda Pendiente Final	28.00%	27.00%	27.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%
kd	633,570	580,953	641,587	753,250	822,132	953,923	1,036,014	1,139,678	1,228,318	1,042,335	
	8.04%	7.54%	7.54%	7.54%	7.54%	7.54%	7.54%	7.54%	7.54%	7.39%	
Patrimonio	1,139,106	1,344,906	1,483,445	1,635,296	1,800,368	1,980,803	2,176,285	2,390,572	2,624,463	2,896,883	
beta apalancado	0.94	0.88	0.88	0.90	0.90	0.91	0.91	0.91	0.91	0.90	0.85
D/P	0.56	0.43	0.43	0.46	0.46	0.48	0.48	0.48	0.47	0.36	
ke	11.68%	11.23%	11.24%	11.37%	11.35%	11.45%	11.43%	11.43%	11.43%	11.40%	10.98%
%Deuda	0.36	0.30	0.30	0.32	0.31	0.33	0.32	0.32	0.32	0.32	0.26
%Patrimonio	0.64	0.70	0.70	0.68	0.69	0.67	0.68	0.68	0.68	0.68	0.74
WACC	9.41%	9.46%	9.47%	9.51%	9.51%	9.51%	9.51%	9.51%	9.51%	9.51%	9.51%
factor	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91
factor acumulado	0.91	0.83	0.76	0.70	0.64	0.58	0.53	0.48	0.44	0.40	
VAN	(51,504)	(22,213)	(4,319)	1,414	5,142	8,687	11,996	15,195	18,281	347,843	
VAN flujos	330,523										
VAN perpetuidad	326,589										
Valor Empresa	657,111										
Deuda	662,989										
Valor Patrimonial	(5,878)										

Apéndice D. Estado Financieros SPSA – Escenario Estructura Optima de Capital.

		PROYECCION GYP & BG - SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.											
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
		(En miles de soles)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tasa Crec. m2 2016	3.50%	Ingresos Totales	4,076,984	4,285,237	4,649,586	5,044,154	5,471,130	5,932,815	6,432,001	6,971,872	7,555,570	8,186,465	8,868,165
Tasa Crec. Eficiencia (Ventas/m2)	1.55%	Costo de ventas	-3,012,490	-3,166,368	-3,435,587	-3,727,134	-4,042,627	-4,383,767	-4,752,616	-5,151,527	-5,582,823	-6,048,992	-6,552,702
Crecimiento (desde año 2017)	5.7%	Margen bruto	1,064,494	1,118,868	1,213,999	1,317,021	1,428,503	1,549,049	1,679,385	1,820,345	1,972,747	2,137,473	2,315,464
CV/Vtas	73.89%	Gastos Operativos	-806,768	-833,829	-904,725	-981,501	-1,064,582	-1,154,418	-1,251,550	-1,356,599	-1,470,176	-1,592,937	-1,725,583
Desv estandar ('13-'15)	0.00%	EBITDA	257,726	285,039	309,275	335,520	363,921	394,631	427,835	463,745	502,571	544,536	589,880
Reducción CV/Vtas (desde '19)	0.00%	Depreciación y Amortización	-107,916	-71,938	-74,616	-74,616	-79,464	-84,550	-89,960	-95,751	-101,881	-108,369	-115,232
G.Oper/Vtas	19.5%	EBIT	149,810	213,101	234,659	260,904	284,457	310,081	337,875	367,995	400,690	436,167	474,648
Desv estandar ('13-'15)	0.00%	Ingresos Financieros	2,755										
Reducción G.Oper/Vtas (desde '19)	0.00%	Gastos Financieros	-53,498	-52,650	-50,104	-54,622	-61,409	-67,613	-72,841	-80,858	-85,932	-92,615	-78,320
kd promedio ('13-'15)	7.32%	Diferencias de Cambio, Neto	-48,331										
Participacion Trabajadores	8%	Utilidad antes de participacion e impuestos	50,736	160,451	184,555	206,282	223,048	242,467	265,034	287,136	314,758	343,552	396,329
Impuesto a la renta 2015-2016	28.00%	Participacion Trabajadores		-12,836	-14,764	-16,503	-17,844	-19,397	-21,203	-22,971	-25,181	-27,484	-31,706
Impuesto a la renta 2017-2018	27.00%	Gastos por Impuesto a las Ganancias	-23,571	-41,332	-45,844	-51,240	-53,353	-57,998	-63,396	-68,683	-75,290	-82,178	-94,802
Impuesto a la renta 2019 en adelante	26.00%	Utilidad Neta	77,901	106,283	123,947	138,539	151,851	165,072	180,435	195,482	214,287	233,890	269,821
Reparto Dividendos	0%	Reparto Dividendos		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

BALANCE GENERAL		PROYECCION GYP & BG - SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.										
		(En miles de soles)										
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activos												
Activos Corrientes												
	Efectivo y Equivalentes al Efectivo	110,384	116,022	125,887	136,570	148,130	160,630	174,146	188,763	204,566	221,648	240,105
	Caja Neteo											
	Otros Activos Financieros	0										
	Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)	34,980	36,767	39,893	43,278	46,942	50,903	55,186	59,818	64,826	70,239	76,088
Otras Cuentas por Cobrar / Ventas		1.52%										
	Otras Cuentas por Cobrar (neto)	65,042	64,944	70,466	76,445	82,916	89,913	97,478	105,660	114,506	124,068	134,399
	Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	27,501										
	Existencias, Neto	482,383	507,023	550,132	596,817	647,336	701,962	761,025	824,902	893,964	968,611	1,049,269
	Gastos Pagados por Anticipado	11,729										
	Inversiones Financieras disponibles para la venta	0										
	Total Activos Corrientes	732,019	724,756	786,378	853,111	925,325	1,003,409	1,087,835	1,179,143	1,277,863	1,384,565	1,499,861
Activos No Corrientes												
	Inversiones Financieras Disponibles para la Venta	0										
	Otras cuentas por cobrar LP	2,578										
	Gastos contratados por anticipado LP	24,133										
	Inversiones en Subsidiarias	244										
	Propiedades de Inversión / Inversiones Inmobiliaria	17,224										
	Propiedades, Planta y Equipo (neto)	1,815,919	2,024,155	2,231,444	2,438,732	2,659,490	2,894,376	3,144,292	3,410,295	3,693,328	3,994,385	4,314,508
	Activos Intangibles (neto)	82,166	95,992	108,087	120,183	133,064	146,770	161,353	176,875	193,390	210,958	229,637
	Total Activos No Corrientes	1,942,264	2,120,147	2,339,531	2,558,915	2,792,554	3,041,147	3,305,645	3,587,170	3,886,719	4,205,342	4,544,145
	TOTAL DE ACTIVOS	2,674,283	2,844,903	3,125,909	3,412,026	3,717,879	4,044,556	4,393,481	4,766,313	5,164,582	5,589,908	6,044,005
Pasivos y Patrimonio												
Pasivos Corrientes												
	Obligaciones Financieros	117,619	125,795	113,763	100,875	107,906	38,676	58,355	0	0	0	0
	Cuentas por Pagar Comerciales	868,099	912,442	990,021	1,074,035	1,164,950	1,263,255	1,369,545	1,484,498	1,608,783	1,743,117	1,888,270
Otras Cuentas por Pagar / Ventas		2.51%										
	Otras Cuentas por Pagar	99,504	107,723	116,882	126,801	137,535	149,141	161,689	175,261	189,934	205,793	222,930
	Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	32,265										
	Ingresos diferidos	4,326										
	Total Pasivos Corrientes	1,121,813	1,145,960	1,220,667	1,301,712	1,410,391	1,451,072	1,589,589	1,659,759	1,798,717	1,948,911	2,111,200
Pasivos No Corrientes												
	Obligaciones Financieras	545,370	545,370	419,575	305,812	204,937	97,031	58,355	0	0	0	0
	(menos parte corriente Deuda Original)		-125,795	-113,763	-100,875	-107,906	-38,676	-58,355	0	0	0	0
140,262	Obligaciones Financieras 2 - Nuevas Deudas		88,200	161,378	335,775	548,313	725,101	895,568	1,036,014	1,139,678	1,228,318	1,042,335
52,062	Otros Pasivo REVISAR		52,062	93,146	86,157	26,848	9,660	-72,480	-105,745	-164,386	-211,783	-6,413
	Otras Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	5,188										
	Total Pasivos No Corrientes	619,164	559,837	560,336	626,869	672,192	793,116	823,088	930,269	975,292	1,016,535	1,035,922
	TOTAL PASIVOS	1,740,977	1,705,797	1,781,003	1,928,581	2,082,583	2,244,188	2,412,678	2,590,028	2,774,009	2,965,445	3,147,122
Patrimonio												
	Capital Emitido	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445
	Ganancia por emisión de acciones	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427
	Nueva emisión de acciones		99,517	181,370	181,370	181,370	181,370	181,370	181,370	181,370	181,370	183,970
	Resultados Acumulados	201,194	307,477	431,424	569,963	721,814	886,886	1,067,321	1,262,803	1,477,091	1,710,981	1,980,801
	Otras Reservas de Patrimonio	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240
	TOTAL PATRIMONIO	933,306	1,139,106	1,344,906	1,483,445	1,635,296	1,800,368	1,980,803	2,176,285	2,390,572	2,624,463	2,896,883
	TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	2,674,283	2,844,903	3,125,909	3,412,026	3,717,879	4,044,556	4,393,481	4,766,313	5,164,582	5,589,908	6,044,005

Apéndice E. Flujo de Caja Libre – Escenario Reestructuración Financiera.

		PROYECCION FCF - SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
		(En miles de soles)										
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
	Ingresos Totales	4,285,237	4,649,586	5,044,154	5,471,130	5,932,815	6,432,001	6,971,872	7,555,570	8,186,465	8,868,165	
Ventas/m2 (miles/m2) - 2015	14.14	Ventas / m2 (En miles de soles / m2)	14.36	14.59	14.81	15.04	15.28	15.52	15.76	16.00	16.25	16.50
Tasa Crec. Eficiencia (Ventas/m2)	1.55%											
Total m2 de Locales - 2015	288,241	Total m2 de Locales	298,329	318,743	340,501	363,674	388,329	414,563	442,484	472,194	503,795	537,398
Tasa Crec. m2 2016	3.50%											
https://www.inei.gov.pe/media/princi		Población - Perú (miles)	31,489	31,826	32,162	32,496	32,824	33,149	33,471	33,789	34,103	34,412
m2 / 1000 habitantes - 2015	9.25	m2 / 1000 habitantes	9.47	10.02	10.59	11.19	11.83	12.51	13.22	13.97	14.77	15.62
Crecimiento (desde año 2017)	5.7%											
Esperado crecimiento x	x1.69	Nuevos m2 en Locales	10,088	20,413	21,759	23,172	24,656	26,233	27,922	29,709	31,601	33,603
CV/Vtas	73.89%	Costo de ventas	-3,143,752	-3,411,047	-3,700,512	-4,013,752	-4,352,455	-4,718,669	-5,114,732	-5,542,946	-6,005,786	-6,505,898
Descuento por cambio en PPP (anual)	20.5%	Margen bruto	1,141,485	1,238,539	1,343,642	1,457,379	1,580,360	1,713,332	1,857,140	2,012,624	2,180,679	2,362,268
Tasa descuento CV	-0.71%	Gastos Operativos	-829,544	-895,426	-966,368	-993,695	-1,071,616	-1,155,349	-1,245,352	-1,342,059	-1,445,936	-1,557,473
G.Oper/Vtas	19.5%	Gastos por Alquiler	-10,048	-31,291	-55,221	-82,098	-112,200	-145,856	-183,438	-225,334	-271,965	-323,793
Eficiencia G.Oper/Vtas (al año 10)	-1.00%	EBITDA	301,893	311,822	322,053	381,586	396,545	412,127	428,351	445,230	462,778	481,002
Reducción por CD - G.Oper/Vtas (desc)	-0.90%	Depreciación y Amortización	-34,392	-37,069	-37,069	-16,182	-17,218	-18,319	-19,498	-20,747	-22,068	-23,465
Precio alquiler m2	996.00	EBIT	267,501	274,753	284,984	365,404	379,327	393,808	408,852	424,484	440,710	457,536
IR '15-'16	28.00%	Impuestos	-74,900	-74,183	-76,946	-95,005	-98,625	-102,390	-106,302	-110,366	-114,585	-118,959
IR '17-'18	27.00%	Depreciación y Amortización	34,392	37,069	37,069	16,182	17,218	18,319	19,498	20,747	22,068	23,465
IR '19 en adelante	26.00%	NOPAT	226,993	237,639	245,107	286,581	297,920	309,737	322,049	334,865	348,193	362,042
Factor para Capex en Mant. Y Expans.	19.1%	CAPEX AF	-118,652	-118,652	-118,652	-59,787	-63,613	-67,683	-72,040	-76,652	-81,534	-86,697
		CAPEX Intangibles	-22,471	-22,471	-22,471	-3,973	-4,227	-4,497	-4,787	-5,093	-5,417	-5,761
		Inv k de w	-37,435	17,253	18,684	20,218	21,862	23,638	25,564	27,640	29,875	32,280
		Perpetuidad										4,639,637
		FCF empresa	48,435	113,769	122,668	243,040	251,942	261,194	270,786	280,759	291,116	4,941,502

Inversiones WK

Efectivo (%/Ventas)	1.0%
PPC	3
PPI	58
PPP	90
Base de cálculo año	360

CAPEX

Inversiones '16-'18 (Supermercados)	882,000
% CAPEX AF/TOTAL ('13-'15)	94%
% CAPEX Intang/TOTAL ('13-'15)	6%

CAPEX AF

CAPEX AF ('16-'18)	168,417
CAPEX AF/Nuevos m2 (desde '19)	2,580

Razón Deprec.Acum. / Act.F.Bruto	24.8%
----------------------------------	-------

CAPEX Centro Distribuc. (CD) '16-'18	200,000
CAPEX AF CD	187,539

CAPEX Intangibles

CAPEX Intangibles ('16-'18)	54,953
-----------------------------	--------

Razón Amortiz.Acum. / Intang.Bruto	34.0%
------------------------------------	-------

CAPEX Intang. CD	12,461
------------------	--------

WACC

Impuestos	
Deuda Total 2015	662,989
kd promedio ('13-'15)	7.32%
kd ponderado*	6.95%
Patrimonio	933,306
Beta del sector (desapalancado)	0.67
Beta apalancado	1.10
rf (10 Year US Bond)	2.01%
prima de mercado	7.79%
tasa riesgo pais	2.36%

Retorno del accionista (ke)	12.91%
-----------------------------	--------

Tasa de Crecimiento Perpetuo	3.00%
------------------------------	-------

Deuda Total 2015	662,989
------------------	---------

PROYECCION FCF - SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.

(En miles de soles)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Efectivo	110,384	42,852	46,496	50,442	54,711	59,328	64,320	69,719	75,556	81,865	88,682
Cuentas por cobrar	34,980	36,767	39,893	43,278	46,942	50,903	55,186	59,818	64,826	70,239	76,088
Inventarios	482,383	503,402	546,203	592,554	642,713	696,948	755,589	819,010	887,579	961,692	1,041,774
Cuentas por pagar	868,099	785,938	852,762	925,128	1,003,438	1,088,114	1,179,667	1,278,683	1,385,737	1,501,446	1,626,474
Fondo de maniobra	(240,352)	(202,917)	(220,170)	(238,854)	(259,072)	(280,934)	(304,572)	(330,136)	(357,776)	(387,651)	(419,931)
Inversiones WK	37,435	-17,253	-18,684	-20,218	-21,862	-23,638	-25,564	-27,640	-29,875	-32,280	

CAPEX TOTAL	141,123	141,123	141,123	63,759	67,840	72,181	76,827	81,746	86,951	92,458
--------------------	----------------	----------------	----------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

(Soles por m2 - sólo mantenimiento)

CAPEX AF/Nuevos m2	8,931	11,761	5,813	5,453	2,580	2,580	2,580	2,580	2,580	2,580	2,580
Activo bruto	2,416,333	2,534,985	2,653,637	2,772,289	2,832,075	2,895,689	2,963,372	3,035,412	3,112,065	3,193,599	3,280,296
Depreciacion acumulada	600,414	628,903	658,339	687,775	702,608	718,390	735,181	753,053	772,070	792,298	813,806
Depreciacion anual		28,489	29,436	29,436	14,832	15,782	16,792	17,872	19,017	20,228	21,509
Activos fijos neto	1,815,919	1,906,082	1,995,298	2,084,513	2,129,468	2,177,299	2,228,191	2,282,359	2,339,995	2,401,301	2,466,489
CAPEX AF	118,652	118,652	118,652	59,787	63,613	67,683	72,040	76,652	81,534	86,697	

Intangibles bruto	127,053	149,524	171,996	194,467	198,439	202,666	207,163	211,950	217,043	222,461	228,221
Amortizacion acumulada	44,887	50,790	58,423	66,056	67,405	68,841	70,368	71,994	73,724	75,565	77,521
Amortizacion anual	8,325	5,903	7,633	7,633	1,349	1,436	1,528	1,626	1,730	1,840	1,957
Intangibles neto	82,166	98,735	113,573	128,411	131,034	133,825	136,795	139,956	143,319	146,896	150,700
CAPEX Intangibles	15,811	22,471	22,471	22,471	3,973	4,227	4,497	4,787	5,093	5,417	5,761

Deuda Pendiente Final	28.00%	27.00%	27.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%
kd	825,814	908,978	990,409	1,013,505	1,037,657	1,062,897	1,089,272	1,116,804	1,145,515	1,175,422	
kd	7.54%	7.54%	8.04%	7.54%	7.54%	7.54%	7.54%	7.54%	7.54%	7.54%	
Patrimonio	933,306	933,306	933,306	933,306	933,306	933,306	933,306	933,306	933,306	933,306	
beta apalancado	1.10	1.15	1.19	1.21	1.22	1.23	1.25	1.26	1.28	1.29	
D/P	0.88	0.97	1.06	1.09	1.11	1.14	1.17	1.20	1.23	1.26	
ke	12.91%	13.30%	13.63%	13.78%	13.88%	13.99%	14.10%	14.21%	14.33%	14.45%	
%Deuda	0.47	0.49	0.51	0.52	0.53	0.53	0.54	0.54	0.55	0.56	
%Patrimonio	0.53	0.51	0.49	0.48	0.47	0.47	0.46	0.46	0.45	0.44	
WACC	9.40%	9.45%	9.63%	9.51%	9.51%	9.51%	9.51%	9.51%	9.51%	9.51%	
factor	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	
factor acumulado	0.91	0.84	0.76	0.70	0.64	0.58	0.53	0.48	0.44	0.40	
VAN	44,273	95,013	93,442	169,055	160,027	151,497	143,422	135,793	128,579	1,993,068	
VAN flujos	3,114,169										
VAN perpetuidad	1,871,316										
Valor Empresa	4,985,486										
Deuda	662,989										
Valor Patrimonial	4,322,497										

		PROYECCION FCF - SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.									
		(En miles de soles)									
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Deudas Financieras											
Deuda Original		662,989	545,370	419,575	305,812	204,937	97,031	58,355			
		117,619	125,795	113,763	100,875	107,906	38,676	58,355			
		114,154	122,142	130,692	100,875	107,906	38,676	41,248			
Tasa Ponderada	6.95%	45,559	37,570	29,020	19,869	12,838	5,315	2,743			
		159,712	159,712	159,712	120,744	120,744	43,991	43,991			
		545,370	419,575	305,812	204,937	97,031	58,355	-			
Nuevas Deudas (para financiar Activos)		280,444	489,403	684,597	808,568	940,626	1,004,542	1,089,272	1,116,804	1,145,515	1,175,422
		-	21,145	36,901	55,042	60,966	70,923	75,742	82,131	84,207	86,372
			280,444	489,403	684,597	808,568	940,626	1,004,542	1,089,272	1,116,804	1,145,515
		825,814	908,978	990,409	1,013,505	1,037,657	1,062,897	1,089,272	1,116,804	1,145,515	1,175,422
FCF accionista											
FCF		48,435	113,769	122,668	243,040	251,942	261,194	270,786	280,759	291,116	4,941,502
(+) Prestamos		280,444	489,403	684,597	808,568	940,626	1,004,542	1,089,272	1,116,804	1,145,515	1,175,422
(-) Pago Principal 5años	-117,619	-117,619	-406,239	-603,166	-785,472	-916,474	-979,302	-1,062,897	-1,089,272	-1,116,804	-1,145,515
(-) Pago Principal TODO	-117,619	-45,559	-58,715	-65,921	-74,911	-73,804	-76,238	-78,485	-82,131	-84,207	-86,372
(+) Escudo Fiscal		12,756	15,853	17,799	19,477	19,189	19,822	20,406	21,354	21,894	22,457
FCF accionista		178,457	154,070	155,977	210,702	221,478	230,018	239,082	247,514	257,514	4,907,494
ke		12.91%	13.30%	13.63%	13.78%	13.88%	13.99%	14.10%	14.21%	14.33%	14.45%
factor		0.89	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.87	0.87
factor acumulado		0.89	0.78	0.69	0.60	0.53	0.47	0.41	0.36	0.31	0.27
Flujos		158,049	120,435	107,300	127,390	117,583	107,133	97,598	88,470	80,509	1,340,550
VAN Patr. s/estr.pagos	2,345,019										
Ratios											
Costo de Ventas / Ventas		73.36%	73.36%	73.36%	73.36%	73.36%	73.36%	73.36%	73.36%	73.36%	73.36%
Mg Bruto		26.64%	26.64%	26.64%	26.64%	26.64%	26.64%	26.64%	26.64%	26.64%	26.64%
Gastos Operativos / Ventas		19.59%	19.93%	20.25%	19.66%	19.95%	20.23%	20.49%	20.74%	20.98%	21.21%
Mg EBITDA (EBITDA / Ventas)		7.04%	6.71%	6.38%	6.97%	6.68%	6.41%	6.14%	5.89%	5.65%	5.42%
Depreciacion / Ventas		0.80%	0.80%	0.73%	0.30%	0.29%	0.28%	0.28%	0.27%	0.27%	0.26%
Mg EBIT (EBIT / Ventas)		6.24%	5.91%	5.65%	6.68%	6.39%	6.12%	5.86%	5.62%	5.38%	5.16%
Mg UAT		5.18%	4.65%	4.34%	5.31%	5.15%	4.94%	4.74%	4.53%	4.35%	4.19%
Mg UN		3.43%	3.12%	2.92%	3.61%	3.51%	3.36%	3.23%	3.08%	2.96%	2.85%
Ratios Cobertura Financiera											
Cobertura financiera											
EBITDA / Intereses		6.63	5.31	4.89	5.09	5.37	5.41	5.46	5.42	5.50	5.57
EBIT / Intereses		5.87	4.68	4.32	4.88	5.14	5.17	5.21	5.17	5.23	5.30
NOPAT / Intereses		4.98	4.05	3.72	3.83	4.04	4.06	4.10	4.08	4.13	4.19

Apéndice F. Estado Financieros SPSA – Escenario Reestructuración Financiera.

		PROYECCION GYP & BG - SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.											
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
		(En miles de soles)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tasa Crec. m2 2016	3.50%	Ingresos Totales	4,076,984	4,285,237	4,649,586	5,044,154	5,471,130	5,932,815	6,432,001	6,971,872	7,555,570	8,186,465	8,868,165
Tasa Crec. Eficiencia (Ventas/m2)	1.55%	Costo de ventas	-3,012,490	-3,143,752	-3,411,047	-3,700,512	-4,013,752	-4,352,455	-4,718,669	-5,114,732	-5,542,946	-6,005,786	-6,505,898
Crecimiento (desde año 2017)	5.7%	Margen bruto	1,064,494	1,141,485	1,238,539	1,343,642	1,457,379	1,580,360	1,713,332	1,857,140	2,012,624	2,180,679	2,362,268
CV/Vtas	73.89%	Gastos Operativos	-806,768	-829,544	-895,426	-966,368	-993,695	-1,071,616	-1,155,349	-1,245,352	-1,342,059	-1,445,936	-1,557,473
Reducción CV/Vtas (desde '19)	-0.71%	Gastos por Alquiler		-10,048	-31,291	-55,221	-82,098	-112,200	-145,856	-183,438	-225,334	-271,965	-323,793
G.Oper/Vtas	19.5%	EBITDA	257,726	301,893	311,822	322,053	381,586	396,545	412,127	428,351	445,230	462,778	481,002
Reducción G.Oper/Vtas (desde '19)	-1.00%	Depreciación y Amortización	-107,916	-34,392	-37,069	-37,069	-16,182	-17,218	-18,319	-19,498	-20,747	-22,068	-23,465
		EBIT	149,810	267,501	274,753	284,984	365,404	379,327	393,808	408,852	424,484	440,710	457,536
kd promedio ('13-'15)	7.32%	Ingresos Financieros	2,755										
		Gastos Financieros	-53,498	-45,559	-58,715	-65,921	-74,911	-73,804	-76,238	-78,485	-82,131	-84,207	-86,372
		Diferencias de Cambio, Neto	-48,331										
Participacion Trabajadores	8%	Utilidad antes de participacion e impuestos	50,736	221,943	216,038	219,063	290,493	305,523	317,569	330,367	342,352	356,503	371,164
Impuesto a la renta 2015-2016	28.00%	Participacion Trabajadores		-17,755	-17,283	-17,525	-23,239	-24,442	-25,406	-26,429	-27,388	-28,520	-29,693
Impuesto a la renta 2017-2018	27.00%	Gastos por Impuesto a las Ganancias	-23,571	-57,172	-53,664	-54,415	-69,486	-73,081	-75,963	-79,024	-81,891	-85,275	-88,783
Impuesto a la renta 2019 en adelante	26.00%	Utilidad Neta	77,901	147,015	145,091	147,123	197,768	208,000	216,201	224,914	233,074	242,707	252,689
Reparto Dividendos	100%	Reparto Dividendos		147,015	145,091	147,123	197,768	208,000	216,201	224,914	233,074	242,707	252,689

BALANCE GENERAL		PROYECCION GYP & BG - SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.										
		(En miles de soles)										
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activos												
Activos Corrientes												
	Efectivo y Equivalentes al Efectivo	110,384	42,852	46,496	50,442	54,711	59,328	64,320	69,719	75,556	81,865	88,682
	Caja Neteo											
	Otros Activos Financieros	0										
	Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)	34,980	36,767	39,893	43,278	46,942	50,903	55,186	59,818	64,826	70,239	76,088
Otras Cuentas por Cobrar / Ventas		1.52%										
	Otras Cuentas por Cobrar (neto)	65,042	64,944	70,466	76,445	82,916	89,913	97,478	105,660	114,506	124,068	134,399
	Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	27,501										
	Existencias, Neto	482,383	503,402	546,203	592,554	642,713	696,948	755,589	819,010	887,579	961,692	1,041,774
	Gastos Pagados por Anticipado	11,729										
	Inversiones Financieras disponibles para la venta	0										
	Total Activos Corrientes	732,019	647,965	703,057	762,719	827,282	897,093	972,574	1,054,207	1,142,467	1,237,864	1,340,943
Activos No Corrientes												
	Inversiones Financieras Disponibles para la Venta	0										
	Otras cuentas por cobrar LP	2,578										
	Gastos contratados por anticipado LP	24,133										
	Inversiones en Subsidiarias	244										
	Propiedades de Inversión / Inversiones Inmobiliaria	17,224										
	Propiedades, Planta y Equipo (neto)	1,815,919	1,906,082	1,995,298	2,084,513	2,129,468	2,177,299	2,228,191	2,282,359	2,339,995	2,401,301	2,466,489
	Activos Intangibles (neto)	82,166	98,735	113,573	128,411	131,034	133,825	136,795	139,956	143,319	146,896	150,700
	Total Activos No Corrientes	1,942,264	2,004,817	2,108,871	2,212,925	2,260,502	2,311,125	2,364,986	2,422,315	2,483,314	2,548,197	2,617,189
	TOTAL DE ACTIVOS	2,674,283	2,652,781	2,811,928	2,975,644	3,087,784	3,208,217	3,337,560	3,476,522	3,625,781	3,786,061	3,958,132
Pasivos y Patrimonio												
Pasivos Corrientes												
	Obligaciones Financieros	117,619	125,795	113,763	100,875	107,906	38,676	58,355	0	0	0	0
	Cuentas por Pagar Comerciales	868,099	785,938	852,762	925,128	1,003,438	1,088,114	1,179,667	1,278,683	1,385,737	1,501,446	1,626,474
Otras Cuentas por Pagar / Ventas		2.51%										
	Otras Cuentas por Pagar	99,504	107,723	116,882	126,801	137,535	149,141	161,689	175,261	189,934	205,793	222,930
	Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	32,265										
	Ingresos diferidos	4,326										
	Total Pasivos Corrientes	1,121,813	1,019,456	1,083,407	1,152,804	1,248,878	1,275,930	1,399,712	1,453,944	1,575,670	1,707,240	1,849,405
Pasivos No Corrientes												
	Obligaciones Financieras	545,370	545,370	419,575	305,812	204,937	97,031	58,355	0	0	0	0
	(menos parte corriente Deuda Original)		-125,795	-113,763	-100,875	-107,906	-38,676	-58,355	0	0	0	0
	Obligaciones Financieras 2 - Nuevas Deudas		280,444	489,403	684,597	808,568	940,626	1,004,542	1,089,272	1,116,804	1,145,515	1,175,422
	Disminución Pasivo		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Otras Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	5,188										
	Total Pasivos No Corrientes	619,164	700,019	795,215	889,534	905,600	998,981	1,004,542	1,089,272	1,116,804	1,145,515	1,175,422
	TOTAL PASIVOS	1,740,977	1,719,475	1,878,622	2,042,338	2,154,478	2,274,911	2,404,254	2,543,216	2,692,475	2,852,755	3,024,826
Patrimonio												
	Capital Emitido	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445
	Ganancia por emisión de acciones	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427	327,427
	Nueva emisión de acciones	0										
	Resultados Acumulados	201,194	201,194	201,194	201,194	201,194	201,194	201,194	201,194	201,194	201,194	201,194
	Otras Reservas de Patrimonio	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240	15,240
	TOTAL PATRIMONIO	933,306	933,306	933,306	933,306	933,306	933,306	933,306	933,306	933,306	933,306	933,306
	TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	2,674,283	2,652,781	2,811,928	2,975,644	3,087,784	3,208,217	3,337,560	3,476,522	3,625,781	3,786,061	3,958,132