

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ
ESCUELA DE POSGRADO**



Plan Financiero para InRetail Perú Corp.

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MASTER OF SCIENCE EN
FINANZAS CORPORATIVAS Y RIESGO FINANCIERO**

**OTORGADO POR LA
PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

PRESENTADA POR

Viviana Lucia Rosales Mallma

Judith Guisella Rubina Loyola

Iván Stivens Soriano Sánchez

Cybill Maeenyi Sú Lay

Evgueni Ernesto Trejo López

Asesor: Juan O'Brien Cáceres

Surco, septiembre 2016

Agradecimientos

A Dios, por acompañarnos en todo momento, y darnos la fuerza y capacidad para afrontar este reto.

A nuestras familias y amigos por su comprensión, consejos y apoyo para llegar a nuestro objetivo.

A nuestro Asesor, Juan O'Brien, por su guía y consejos en la consecución de este trabajo.



Dedicatorias

A Dios, a mis queridos padres Herlindo y Lucia quienes me dieron educación, apoyo y aliento para seguir adelante, a mis hermanos y a todas aquellas personas que han contribuido a alcanzar este objetivo.

Viviana Rosales Mallma

Gracias a Dios, a mis padres y hermanas por la fuerza y apoyo incondicional y un reconocimiento especial merece la comprensión, paciencia y ánimo recibido de mi novio CGS. Gracias a todos los que participaron de alguna manera en la realización de esta tesis.

Judith Rubina Loyola

A mi esposa Norma por su apoyo incondicional y perseverancia, a mis padres Dora y Félix por su esfuerzo y entrega me enseñaron a luchar por lo que quiero y, muy especialmente, a mi hijito Alejandrito quien siembra día a día en mí la fe en Dios.

Iván Soriano Sánchez

A Dios por todas sus bendiciones, a mi familia por su apoyo incondicional y a aquellas personas que me enseñan día a día a ser perseverante por nuestros sueños y a asumir nuevos retos siempre.

Cybill Sú Lay

A mis padres por sus consejos y constante apoyo, por enseñarme con su ejemplo un camino diferente. A quienes son parte de mi vida, Melissa y Valeria, por su comprensión en las prolongadas horas de ausencia.

Ernesto Trejo López

Resumen Ejecutivo

La presente tesis tiene como objetivo identificar los principales *drivers* de valor de InRetail, así como las sinergias generadas entre sus unidades de negocio como parte de su estrategia corporativa. A partir de ello, se desarrolló un plan financiero para la compañía que permita obtener el capital necesario para continuar con el crecimiento orgánico del negocio, mejorar las condiciones de financiamiento de InRetail en el mediano plazo e incrementar la rentabilidad del accionista.

Para determinar el rango de valor de la compañía, se utilizaron las metodologías de flujos de caja descontados y múltiplos comparables, que fueron aplicadas a cada uno de los segmentos de negocios: farmacias, supermercados y centros comerciales. Asimismo, las alternativas de financiamiento propuestas para el grupo se desarrollan sobre la base del análisis de estructura óptima de capital y la descomposición del retorno sobre patrimonio (ROE) mediante el análisis Dupont.

Como resultado, se obtuvo que el valor hallado para la compañía se encontraría 13% por debajo de su cotización actual, encontrando que la mejora de la operatividad de supermercados sería un elemento clave para incrementar el valor de InRetail. Así, el negocio de supermercados debería mantener su margen neto por encima de 1% para incrementar el ROE a niveles mayores a 6%. En línea con ello, la alternativa de financiamiento propuesta opta por la rentabilización de la operación actual de Supermercados Peruanos S.A., retrasando su ritmo de inversiones para obtener un incremento de 73% en el flujo de caja del accionista entre los escenarios evaluados.

Abstract

This thesis aims to identify the key value drivers of InRetail and the synergies between its business units as part of its corporate strategy. On this basis, a financial plan for the company was developed, in order to obtain the funds needed to secure operations expansion, improve credit conditions in the medium term and increase shareholder profitability.

To come down to a valuation range for the firm, the study uses Discounted Cash Flow and Relative Valuation models for its three business segments: Drugstores, Supermarkets and Shopping Malls. In addition, financing alternatives were developed on the basis of optimal capital structure analysis and performance analysis using Dupont method.

As result, fair value of InRetail is under its current market capitalization by 13%, finding that an improvement of supermarkets operating performance would be the key to ramp up the company's valuation. In that context, supermarkets business segment should maintain its net margin above 1% to increase its return on equity above 6%. The financial plan developed chases the profitability of the current operation of Supermercados Peruanos S.A., delaying its investments, to obtain an increase of 73% on Free Cash Flow to Equity between the analyzed scenarios.

Tabla de Contenidos

Lista de Tablas	iv
Lista de Figuras.....	vii
Capítulo I: Análisis del Sector	1
1.1. Cuantificación del Mercado. Crecimiento y Tendencias	1
1.1.1 Tendencia en supermercados	10
1.1.2 Tendencias en farmacias	15
1.1.3 Tendencias en centros comerciales.....	19
1.2. Composición y Estructura Financiera del Sector	26
1.3. Análisis Financiero y Comparables Sectoriales.....	28
Capítulo II: Análisis de la Empresa.....	34
2.1. Descripción de la Empresa.....	34
2.1.1 Breve historia.....	34
2.1.2 Estrategia de la empresa	36
2.1.3 Breve descripción de productos y servicios.....	38
2.1.4 Breve descripción de los planes de la empresa.....	42
2.2. Análisis de la Estructura de Capital	43
2.2.1 Estructura de capital óptima y análisis de riesgos	43
2.2.2 Análisis de posible emisión de acciones o recompra de acciones	49
2.2.3 Análisis de posible emisión de deuda y categorización de riesgo de la misma.....	51
2.3 Análisis de Capital de Trabajo	52
2.3.1 Óptimos de capital de trabajo	52
2.4 Análisis de Valor.....	54
2.4.1 Valorización de la empresa.....	54
2.4.2 Análisis de riesgo.....	92

Capítulo III: Plan Financiero	101
3.1. Objetivos y Metas del Plan	101
3.2. Propuestas	101
3.2.1 Propuestas de reestructuración.....	101
3.2.2 Propuestas de implementación.....	107
Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones.....	117
4.1. Conclusiones	117
4.2. Recomendaciones.....	120
Referencias	122



Lista de Tablas

Tabla 1	<i>Saldos en Tarjetas de Crédito Administradas por Retailers (Millones de Soles)..</i>	7
Tabla 2	<i>Número de Tarjetas Administradas por Retailers</i>	8
Tabla 3	<i>Tipos de Supermercados en el Perú.....</i>	13
Tabla 4	<i>Próximas Aperturas de Centros Comerciales 2016-2017</i>	21
Tabla 5	<i>Operadores de Centros Comerciales en el Perú - 2015</i>	22
Tabla 6	<i>Análisis Dupont de Comparables 2015</i>	32
Tabla 7	<i>Visión, Misión y Valores por Negocio</i>	37
Tabla 8	<i>Estructura Accionaria de InRetail</i>	38
Tabla 9	<i>Relaciones que Predicen las Distintas Teorías sobre Estructura de Capital.....</i>	46
Tabla 10	<i>Beneficio Tributario Derivado de los Distintos Niveles de Deuda.....</i>	47
Tabla 11	<i>Característica de la Deuda en los Distintos Niveles de Endeudamiento</i>	48
Tabla 12	<i>Determinación de la Tasa de Interés según Calificación de la Deuda</i>	48
Tabla 13	<i>Estimación Estructura Óptima de Capital.....</i>	50
Tabla 14	<i>Escenarios de Recompra de Acciones</i>	51
Tabla 15	<i>Resultado Escenario Emisión Nueva Deuda Comparada con Deuda Actual</i>	52
Tabla 16	<i>Capital de Trabajo Operativo.....</i>	53
Tabla 17	<i>Valoración por Múltiplos Comparables</i>	55
Tabla 18	<i>Determinación de Descuento por Holding</i>	56
Tabla 19	<i>Valorización de InRetail por Suma de Partes.....</i>	58
Tabla 20	<i>Evolución de los Ingresos, Tiendas y M²</i>	61
Tabla 21	<i>Evolución de los Ingresos, Tiendas y M² en SPSA y Comparables</i>	63

Tabla 22	<i>Ratio y Same Store Sales (SSS)</i>	64
Tabla 23	<i>Costo de Venta Histórico SPSA 2011- 2014</i>	65
Tabla 24	<i>Gastos Operativos Históricos SPSA 2011-2014</i>	65
Tabla 25	<i>Gastos Financieros Estimados SPSA 2015-2024</i>	65
Tabla 26	<i>Cálculo de la Tasa de Descuento SPSA</i>	67
Tabla 27	<i>Proyección de Tiendas SPSA 2016-2024</i>	68
Tabla 28	<i>Inversión Promedio CAPEX en Soles por M²</i>	68
Tabla 29	<i>Activo Fijo y Depreciación Históricos SPSA 2011-2014</i>	69
Tabla 30	<i>Activo Fijo y Depreciación Proyectados SPSA 2015-2024</i>	70
Tabla 31	<i>NOPAT Proyectado SPSA 2015-2024</i>	70
Tabla 32	<i>Variación del Capital de Trabajo Proyectado SPSA 2015-2024</i>	72
Tabla 33	<i>Variación del Capital de Trabajo Cuarto Trimestre 2015 SPSA y Comparables</i>	72
Tabla 34	<i>Estado de Resultados Proyectado SPSA 2015-2024</i>	74
Tabla 35	<i>Flujo de Caja Proyectado de SPSA 2015-2024</i>	75
Tabla 36	<i>Proyección de Resultados de InkaFarma</i>	78
Tabla 37	<i>Proyección Necesidades de CAPEX de InkaFarma</i>	79
Tabla 38	<i>Estimación Costo Promedio Ponderado de Capital de InkaFarma</i>	80
Tabla 39	<i>Proyección Flujo de Caja Operativo de InkaFarma</i>	81
Tabla 40	<i>Evolución del Número de Tiendas por Centro Comercial 2011-2014</i>	82
Tabla 41	<i>Evolución Visitantes Promedio por Mes a Centros Comerciales 2011-2014.</i>	83
Tabla 42	<i>Rubros Considerados para el Cálculo del Flujo de Caja</i>	84

Tabla 43	<i>Superficie Arrendable en M² por Centro Comercial – Real Plaza</i>	86
Tabla 44	<i>Estructura de Participación de los Ingresos de Real Plaza Años 2011 al 2014</i> .	87
Tabla 45	<i>Costo Promedio Ponderado de Capital de Real Plaza</i>	89
Tabla 46	<i>Proyección de Resultados de Real Plaza</i>	90
Tabla 47	<i>Proyección Flujo de Caja Operativo Real Plaza</i>	91
Tabla 48	<i>Análisis de Sensibilidad de SPSA</i>	94
Tabla 49	<i>Análisis de Sensibilidad de Real Plaza</i>	94
Tabla 50	<i>Comparativo Tasas de Descuento Consolidadas y por Unidades de Negocio</i> ..	107
Tabla 51	<i>Ingresos por M² de Comparables y SPSA en Soles</i>	109
Tabla 52	<i>Estimación del Rating de Deuda para la Construcción de la Tasa de Interés</i> ..	111
Tabla 53	<i>Cronograma de Financiamiento de Bono – Escenario 1</i>	112
Tabla 54	<i>Cronograma de Financiamiento de Bono – Escenario 2</i>	113
Tabla 55	<i>Flujo de Caja de Accionista – Escenario 1</i>	114
Tabla 56	<i>Flujo de Caja de Accionista – Escenario 2</i>	115
Tabla 57	<i>Indicadores Objetivo para InRetail y Principales Segmentos de Negocio</i>	116

Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Índice Global del Desarrollo Retail.	4
<i>Figura 2.</i> Evolución principales indicadores económicos versus ventas retail Perú 2011 – 2015 (variación %).	6
<i>Figura 3.</i> Evolución de niveles socioeconómicos en Lima Metropolitana 2011–2015.	9
<i>Figura 4.</i> Evolución de niveles socioeconómicos Perú urbano 2011 – 2015.	9
<i>Figura 5.</i> Razones por las que los consumidores cambian sus preferencias de compras	12
<i>Figura 6.</i> Participación de mercado InRetail en Farmacias.	17
<i>Figura 7.</i> Penetración de centros comerciales en Perú por millón de habitantes al año 2013.	20
<i>Figura 8.</i> Evolución del número de centros comerciales en el Perú en los últimos seis años.	20
<i>Figura 9.</i> Penetración del mercado online por categoría 2016-2018.	26
<i>Figura 10.</i> Emisión de bonos LATAM por sector en millones de dólares.	27
<i>Figura 11.</i> Evolución ratio deuda largo plazo a patrimonio principales compañías sector retail en Latinoamérica.	28
<i>Figura 12.</i> Margen EBITDA comparables sectoriales 2015.	31
<i>Figura 13.</i> Retorno sobre patrimonio (ROE) promedio histórico cinco años comparables. ...	32
<i>Figura 14.</i> Retorno sobre capital invertido (ROIC) comparables sectoriales InRetail.	33
<i>Figura 15.</i> Estructura corporativa actual. Muestra la organización de InRetail y subsidiarias.	34
<i>Figura 16.</i> Línea de tiempo principales hechos de importancia de la compañía.	35
<i>Figura 17.</i> Participación de mercado de InRetail por tipo de negocio.	36
<i>Figura 18.</i> Evolución de número de tiendas por formato 2003 – 2015.	39

<i>Figura 19.</i> Tiendas SPSA según ubicación geográfica.	39
<i>Figura 20.</i> Participación de mercado SPSA a diciembre 2015.	40
<i>Figura 21.</i> Evolución de la antigüedad de tiendas de Supermercados Peruanos S.A.	40
<i>Figura 22.</i> Distribución de farmacias en el Perú al 2016.	41
<i>Figura 23.</i> Distribución de malls en el Perú – 2016.	41
<i>Figura 24.</i> Plan de inversión InRetail 2016-2018 por segmento de negocio y por tipo de inversión.	43
<i>Figura 25.</i> Correlación PBI real – Consumo privado real.	59
<i>Figura 26.</i> Análisis de la información y proyección de los resultados.	60
<i>Figura 27.</i> Same Store Sales (SSS) de Supermercados Peruanos S.A.	63
<i>Figura 28.</i> WACC como tasa de descuento.	66
<i>Figura 29.</i> Gasto en salud como porcentaje del PBI en los principales países de la región.	76
<i>Figura 30.</i> Evolución anual número de locales InkaFarma y proyección de crecimiento número de locales.	77
<i>Figura 31.</i> Superficie arrendable en miles de m ²	85
<i>Figura 32.</i> Precios por m ²	87
<i>Figura 33.</i> Inversión en CAPEX – Real Plaza en millones de soles.	88
<i>Figura 34.</i> Análisis Dupont de InRetail.	103
<i>Figura 35.</i> Retorno sobre Patrimonio (ROE) Histórico de InRetail y comparables.	104
<i>Figura 36.</i> Retorno sobre activos (ROA) histórico de InRetail y comparables.	104
<i>Figura 37.</i> Retorno sobre capital invertido (ROIC) histórico de InRetail y comparables.	105
<i>Figura 38.</i> Margen neto histórico de InRetail y comparables.	106

Figura 39. Ratios de endeudamiento..... 108



Capítulo I: Análisis del Sector

1.1. Cuantificación del Mercado. Crecimiento y Tendencias

El desenvolvimiento del sector *retail* vislumbra un gran potencial de desarrollo a nivel mundial. La evolución de las ventas en retail favorece de manera positiva a la economía global por ser fuente de inversión, generación de empleo y de ingresos fiscales. La industria retail en América Latina mantuvo una importante participación con crecimiento moderado a saludable, a pesar de la desaceleración económica que mostraron la mayoría de los países de la región, ocupando el Perú el cuarto lugar dentro de los países de Latinoamérica y el Caribe (LATAM) con mayor atractivo para la inversión, sustentado por la baja penetración (Euromonitor International, 2016a). En este contexto, InRetail Perú Corp. (en adelante InRetail) busca consolidar su posición, aprovechando las oportunidades en los tres segmentos en los que participa.

De acuerdo con el informe del Centro de Documentación para la Innovación de la Cadena de Suministros [GS1] (2012), el proceso de cambio que se ha generado en la industria retail pasa por la innovación tecnológica, la evolución del comportamiento del consumidor y la expansión de la clase emergente relacionada al incremento de un mayor poder adquisitivo; estos factores han transformado la forma en que los *retailers* operaban en los mercados en desarrollo. Las expectativas y conductas de los compradores han evolucionado cada vez más, impulsados por el clima económico y un mayor acceso a la información a través de la tecnología. La proliferación de canales y medios de comunicación para la interacción de consumo minorista han obligado a los *retailers* a acercarse a la expansión internacional desde una perspectiva multicanal, incluso en los mercados en desarrollo donde las personas están cada vez más dispuestas a comprar en línea.

A pesar de la turbulencia política y desaceleración económica que ha existido en los últimos años y la posición global en que se encuentra la economía mundial, los *retailers*

continúan expandiéndose, tomando una visión a largo plazo y realizando más inversiones estratégicas y específicas en los mercados en desarrollo.

La edición anual 2015 del Índice Global de Desarrollo Retail [GRDI, por sus siglas en inglés] (A.T. Kearney, 2015) muestra una amplia gama de posibilidades para los retailers que buscan un impacto inmediato y una ventaja de crecimiento en los países emergentes. Las posibilidades abundan no solo en los mercados más grandes, sino también en muchos países más pequeños de todo el mundo. Dentro de la expansión global del retail, China ocupa el primer lugar como mercado minorista y, a pesar del entorno económico que afronta América del Sur, este reúne a tres países que se encuentran dentro de los 10 principales mercados retailer en el mundo: Uruguay (segundo), Chile (tercero) y Brasil (octavo).

La industria retail en Latinoamérica, de acuerdo con el GS1 (2012), se encuentra en expansión. El desarrollo económico y el alto potencial de crecimiento han hecho que la región cuente con varios de los mercados más atractivos para la inversión minorista. Para algunos retailers, como Carrefour y Casino, el crecimiento dentro de América Latina compensó el menor crecimiento en otras regiones. Otros minoristas, incluidos los británicos Debenhams y la cadena española de Supermercados Día, están siguiendo esta tendencia y haciendo sus propios planes de expansión en mercados emergentes. En los últimos siete años, la estadounidense Wal-Mart, Carrefour, Tesco en Reino Unido y Metro Group, con sede en Alemania, han visto crecer sus ingresos en los países en desarrollo 2.5 veces más rápido que los ingresos en sus mercados nacionales. Aunque los retailers internacionales ahora dominan muchos mercados en esta región, los líderes locales representan una dura competencia, tal es el caso de Cencosud y Falabella que se han expandido considerablemente, sobre todo, en los países vecinos y con la adquisición de los operadores locales.

El sector retail en América Latina está representado, principalmente, por los siguientes países: (a) Chile, que tiene un mercado comercial competitivo y con alto índice de

saturación en la región. El retail moderno ha surgido en Chile a causa de una economía fuerte, con importantes inversiones de los minoristas locales y el aumento del 10% anual en el espacio comercial moderno en los últimos siete años; (b) Uruguay, si bien históricamente depende de sus vecinos Argentina y Brasil, se está convirtiendo en un destino del retail por su propia cuenta para turistas y locales donde la alta tasa de urbanización y los fuertes niveles de consumo son atractivos para los minoristas; (c) Colombia, los minoristas siguen entrando y expandiéndose, ya que este país es parte de la estrategia de expansión de América del Sur a través de marcas internacionales. Aunque en la actualidad se haya frenado el crecimiento económico, las inversiones extranjeras siguen en conversaciones; (d) Panamá, tiene uno de los índices más altos de la región, cuenta con un fuerte crecimiento en el desarrollo de bienes raíces y su zona de libre comercio se sitúa en una posición única como un centro comercial regional y continúa atrayendo a los minoristas globales; y (e) México, a pesar de la saturación y la alta penetración de los minoristas internacionales, muchos todavía ven a México como una oportunidad de inversión importante, además de que los retailers mexicanos se están expandiendo a otros países.

En cuanto a la oportunidad del retail moderno en el Perú, según el índice GRDI 2015, el Perú se encuentra en el puesto 16 de la lista de países con mayor perspectiva de crecimiento y un mercado atractivo para los inversionistas en negocios minoristas a nivel mundial, debido a la promoción de políticas vinculadas al aumento de la inversión en infraestructura, la exposición a las marcas internacionales y el surgimiento de la clase media. Asimismo, los factores que han contribuido a un buen clima para el sector retail han sido el incremento del poder adquisitivo, la reducción de la pobreza extrema y un mercado con amplio espacio para explorar a nivel nacional (A.T. Kearney, 2015).

El Perú ha demostrado en la última década un crecimiento económico importante evidenciado en los indicadores de renta disponible, consumo y confianza del consumidor. En

los últimos periodos, sigue reportando adecuados indicadores de sostenibilidad y respaldo financiero, creando oportunidades interesantes de ingreso, expansión y desarrollo del sector retail a nivel nacional (A.T. Kearney, 2015).

Como se muestra en la Figura 1, el mercado retailer de Perú presentaría potencialidades para seguir creciendo, dado que el sector se encuentra en la primera fase de máxima expansión. En esta etapa, los retailers ingresan a través del crecimiento orgánico, a través de tiendas operadas directamente, donde los consumidores buscan formatos organizados con exposición a marcas globales (A.T. Kearney, 2015).

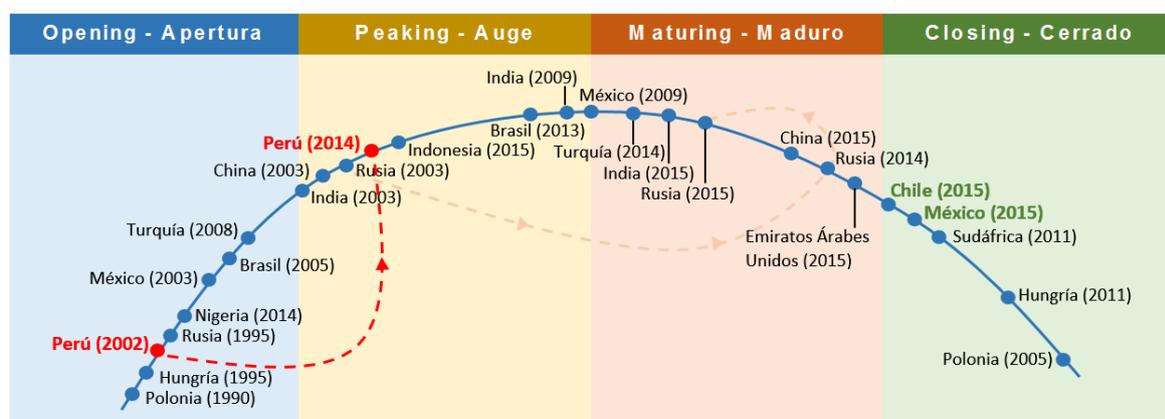


Figura 1. Índice Global del Desarrollo Retail.

Adaptado de “The 2015 Global Retail Development Index” por A.T. Kearney, 2015.

Recuperado de

<https://www.atkearney.com/documents/10192/5972342/Global+Retail+Expansion-An+Unstoppable+Force+-+2015+GRDI.pdf/22c67371-43ec-4c27-b130-5c7c63c296fc>

En el año 2015, las ventas de las principales empresas del sector retail moderno registraron una variación en soles de 5.8% anual, siendo la tasa más baja reportada en los últimos 10 años (Mellado, 2016, 18 de marzo). Existen indicios que el sector ha continuado en crecimiento, pero a menor ritmo, lo cual está relacionado con el comportamiento de la economía mundial.

La desaceleración de la demanda interna, que puede verse afectada por hechos internos o externos, es el factor que más influye para la decisión de inversión pendiente de una empresa. El efecto natural de la intención de compra que se reduce afecta directamente

las ventas que no pudieron crecer como años atrás y eso ha venido ocurriendo desde el año 2012.

Mellado (2016, 18 de marzo) señaló que la participación del canal moderno en Perú aún es baja. En el año 2015, solamente el 17.5% de las ventas se realizó por supermercados y eso es señal de que aún hay mucho por crecer y oportunidades por aprovechar para desarrollar como estrategias *online*, donde los retailers incursionen en el mercado moderno, la expansión fuerte de marcas internacionales, la aplicación del *e-commerce* y el desarrollo del *omnichannel*. Estas opciones harán que el crecimiento del sector no se detenga y su adaptación mejore los resultados para los próximos años.

El sector retail en el Perú mantiene una estrecha relación con el comportamiento de la economía nacional. Respecto del crecimiento sostenido mostrado décadas atrás, este ha devenido en desaceleración en los últimos años. Así, se puede apreciar variaciones significativas en los principales indicadores macroeconómicos relacionados con el sector. Todos ellos muestran un comportamiento acorde con el mostrado por las ventas del sector retail o comercio interno (ver Figura 2) que el Ministerio de la Producción reporta como ventas consolidadas de los grupos de Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU): (a) Grupo CIIU 471: Tiendas por departamento y supermercados; (b) Grupo CIIU 475: Mejoramiento para el hogar y electrodomésticos; (c) Clase CIIU 4761: Libros, periódicos y otros productos; y (d) Clase CIIU 4772: Boticas y Farmacias.

El sector retail explica su dinamismo sobre el uso de estrategias competitivas, siendo una de estas el incremento de los niveles de ventas asociadas a tarjetas de crédito. Es, así, que el mercado local cuenta con: (a) Banco Falabella Perú con la tarjeta CMR para compras en Saga Falabella, Maestro Home Center, Tottus y Sodimac; (b) Banco Cencosud con tarjeta Cencosud para compras en Wong, Metro y Almacenes Paris; (c) Banco Ripley con tarjeta Ripley para compras en Tiendas Ripley; y (d) Financiera Uno con tarjeta Oh! para compras

en Supermercados Peruanos, Oeschle, InkaFarma y Promart. Esta última financiera e InRetail forman parte del Grupo Intercorp (Equilibrium Clasificadora de Riesgo, 2015).

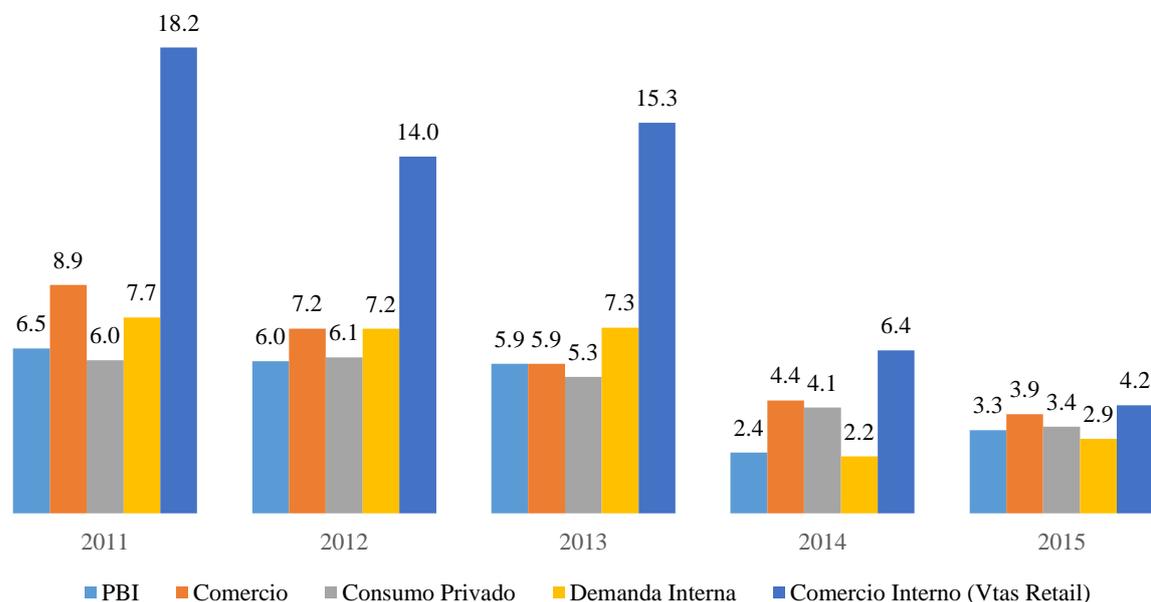


Figura 2. Evolución principales indicadores económicos versus ventas retail Perú 2011 – 2015 (variación %).

Adaptado de “Cuadros Anuales Históricos: Producto bruto interno desde 1951” por Banco Central de Reserva del Perú [BCRP], 2016a. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-anales-historicos.html>; “Cuadros Anuales Históricos: Producto bruto interno por sectores productivos desde 1951” por BCRP, 2016b. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-anales-historicos.html>; “Anuario estadístico industrial mipyme y comercio interno 2014” por Ministerio de la Producción, 2015. Recuperado de <http://www.produce.gob.pe/images/stories/Repositorio/estadistica/anuario/anuario-estadistico-mype-2014.pdf>; “Sector Retail” por Velapatiño, Broncano, Crispin & Perea, 2016. Recuperado de <https://www.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/2016/04/Retail-Abril-2016-FI.pdf>

El uso de tarjetas de crédito de consumo ha contribuido a impulsar el crecimiento del sector. La expansión de créditos a personas naturales en el año 2015 reportó una tasa cercana a 12.3%, dentro de la cual el segmento consumo registró una variación de 11.8% interanual, impulsada por el incremento del sub segmento de tarjetas de crédito. Este último obtuvo un incremento de 23.9% respecto del año anterior (BCRP, 2016c).

Al cierre del año 2015, el uso de tarjetas de crédito de consumo registró un saldo de S/ 18,680 millones, lo cual significó un incremento de 23.3% respecto del año anterior. De

ellos, Financiera Uno, subsidiaria del grupo Intercorp, mostró una tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) del 46% en los últimos seis años, siendo superior al crecimiento CAGR mostrado por el total de los cuatro principales retailers (17.11%) y que la Banca Múltiple y Financieras (9.82%) (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP [SBS], 2016).

Tabla 1

Saldos en Tarjetas de Crédito Administradas por Retailers (Millones de Soles)

Retailers	2010	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR
B. Falabella Perú	1,286	1,724	2,171	2,349	2,847	3,659	19.04%
B. Ripley	759	840	857	773	743	779	0.43%
B. Cencosud	-	-	19	287	333	444	121.35%
Financiera UNO	54	87	128	304	420	536	46.37%
Total Retailers	2,100	2,652	3,175	3,713	4,343	5,418	17.11%
Total BM y F	10,650	12,782	14,281	15,530	15,149	18,680	9.82%
Participación Retailers	19.7%	20.7%	22.2%	23.9%	28.7%	29.0%	
Variación % BM y F	-	20.02%	11.72%	8.75%	-2.45%	23.31%	
Variación % Retailers	-	26.29%	19.71%	16.96%	16.98%	24.75%	

Nota. BM y F = Banca Múltiple y Financieras; CAGR = *Compound annual growth rate* o Tasa de crecimiento anual compuesto. Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple" por SBS, 2016. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=1#>

En el mismo periodo, se registraron ocho millones de tarjetas, de las cuales el 49% se concentraba en financieras propias de los principales retailers del país. Ello demuestra el agresivo crecimiento del uso en general de tarjetas de consumo, tomando la de los retailers una seria ventaja y mayor posición en el mercado, inclusive, a costa de la Banca Múltiple y Financieras tal como se aprecia en la Tabla 2 (SBS, 2016).

El dinamismo del sector retail también es explicado por el crecimiento de la población joven con empleo adecuado, la Población Económicamente Activa (PEA) en edad productiva y la continua expansión de la clase media, lo cual ha generado un cambio en las tendencias de consumo de las familias (Velapatiño, Broncano, Crispin & Perea, 2016).

Tabla 2

Número de Tarjetas Administradas por Retailers

RETAILERS	2010	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR
B. Falabella Perú	1,113	1,248	1,358	1,353	1,464	1,389	3.77%
B. Ripley	1,446	1,066	1,012	1,104	1,202	1,236	-2.58%
B. Cencosud	-	-	62	474	468	597	76.38%
Financiera UNO	121	181	250	523	638	726	34.75%
Total Retailers	2,680	2,495	2,681	3,454	3,772	3,949	6.67%
Total BM y F	6,550	6,753	7,109	7,875	8,140	8,077	3.55%
Participación Retailers	40.9%	36.9%	37.7%	43.9%	46.3%	48.9%	3.01%
Variación % BM y F	-	3.09%	5.28%	10.78%	3.36%	-0.78%	
Variación % Retailers	-	-6.90%	7.47%	28.84%	9.21%	4.68%	

Nota. BM y F = Banca Múltiple y Financieras; CAGR = *Compound annual growth rate* o Tasa de crecimiento anual compuesto. Adaptado de “Información Estadística de Banca Múltiple” por SBS, 2016. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=1#>

A nivel de Lima Metropolitana, se observa que la tendencia creciente de la clase media, o nivel socioeconómico (NSE) C, mantiene una influencia importante sobre los patrones de consumo, dada una mayor preferencia y asignación de ingresos, pasando de 33% en el año 2011 al 40% en el año 2015. Asimismo, a nivel nacional urbano, el NSE C expande su participación de 29% en el año 2011 a un 32% en el año 2015 (Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados [APEIM], 2015).

Con esto, se explica cómo los hogares incrementan sus ingresos netos, generando, a su vez, un impacto positivo en los ingresos disponibles de los consumidores, factor clave del gasto de los hogares. El mantener esta tendencia vislumbra oportunidades de expansión para el sector retail, sin dejar de considerar que un gran número de la población aún está concentrada en NSE más bajos (51%) como son el NSE D y NSE E, tal y como se aprecia en la Figura 4, dependiendo también de una adecuada política de gestión gubernamental que ayude a impulsar esta tendencia (BMI Research, 2016a).

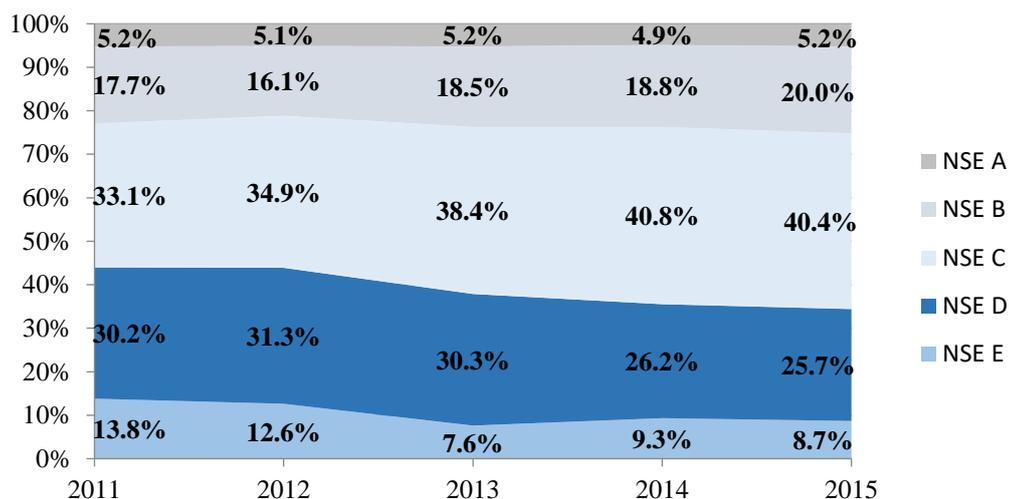


Figura 3. Evolución de niveles socioeconómicos en Lima Metropolitana 2011–2015. Adaptado de “Niveles Socioeconómicos 2011” por Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados [APEIM], 2011; “Niveles Socioeconómicos 2012” por Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados, 2012; “Niveles Socioeconómicos 2013” por Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados, 2013; “Niveles Socioeconómicos 2014” por Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados, 2014; “Niveles Socioeconómicos 2015” por Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados, 2015.

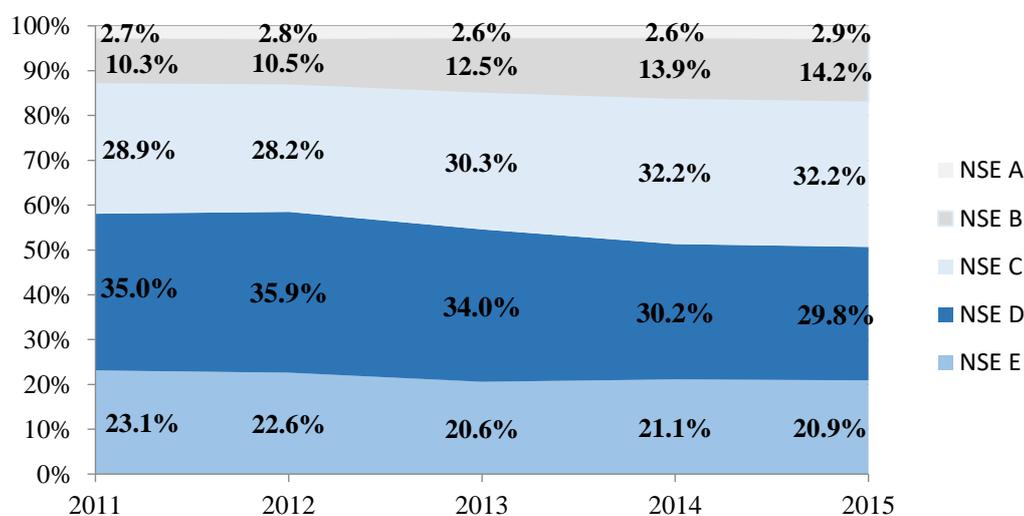


Figura 4. Evolución de niveles socioeconómicos Perú urbano 2011 – 2015. Adaptado de “Niveles Socioeconómicos 2011” por Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados, 2011; “Niveles Socioeconómicos 2012” por Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados, 2012; “Niveles Socioeconómicos 2013” por Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados, 2013; “Niveles Socioeconómicos 2014” por Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados, 2014; “Niveles Socioeconómicos 2015” por Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados, 2015.

El Perú posee una población predominantemente joven, con edades comprometidas entre los 20 y los 39 años, que representan el 33% de la población total al año 2015, del cual

deviene la importancia del segmento poblacional como impulsor del gasto de corto plazo y cuyas decisiones de compra influyen directamente en las perspectivas de crecimiento del sector retail. Asimismo, la población entre 20 y 59 años, considerada en edad productiva, totaliza 16.5 millones de personas, reportando un 53% de la población total (Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI], 2015). Por otra parte, es importante considerar que la población comprendida entre los 0 y 14 años de edad representa el 28% de la población al año 2015. En línea con ello, la industria retail mantiene una perspectiva auspiciosa por considerar que el país mantendrá la tendencia de población joven.

En el Perú, el sector retail presenta cuatro subsectores: (a) Supermercados, concentrado en torno a tres grupos empresariales que son Supermercados Wong / Metro del grupo Cencosud, Supermercados Peruanos S.A del grupo Intercorp, Hipermercados Tottus del Grupo Falabella y Makro del grupo SHV de origen holandés; (b) Tiendas por departamento, compuesto por Saga Falabella del Grupo Falabella, Ripley de Ripley Corporation, Oeschle del grupo Intercorp y Almacenes Paris del grupo Cencosud; (c) Mejoramiento del hogar, compuesto por Sodimac y Maestro del grupo Falabella y Promart del Grupo Intercorp; y (d) Farmacéutico, compuesto por InkaFarma del grupo Intercorp y Mifarma del grupo Quicorp.

1.1.1 Tendencia en supermercados

BMI Research (2016a) estimó que el sector de alimentación y bebidas en el Perú ha recibido hasta ahora poca inversión en comparación con otros grandes mercados de América Latina. Con mercados en la región cerca a la saturación y con economías en proceso de desaceleración, el Perú tiene un mejor *performance* como destino para las compañías multinacionales de alimentos y bebidas.

Pero, ¿cuáles son las principales tendencias alrededor de los supermercados y hacia dónde se está moviendo la búsqueda de fortalezas y características que logre diferenciarlos de

su competencia? Al respecto, Nielsen (2015, diciembre), consultora en marketing y análisis de mercado de consumo, señaló que el conocimiento de las necesidades, hábitos y comportamientos de los compradores (*shopper*) es determinante para lograr posicionarse en el mercado. Esto empieza por entender que los consumidores no son iguales, por lo que la tendencia de los supermercados y, en general, los retailers, se orienta hacia la “segmentación generacional”, orientando su atención a la población *baby boomers* (entre 50 y 64 años), aquellos con capacidad adquisitiva, quienes determinan el consumo a nivel global y cuyo *driver* principal de compra es la calidad y el precio de productos especializados. No menos importante es la generación entre 21 y 34 años, definida como *millennials*, que es aquella con mayor presencia poblacional y principal impulsor de las estrategias de mercado hacia una más moderna, digital y dinámica. En este contexto, la innovación, la búsqueda de conveniencia, la forma de organizar las secciones que integren los temas orgánicos y locales, la realización de eventos exclusivos digitales, el desarrollo de descuentos y promociones resultan relevantes.

Otros aspectos en consideración son los programas de fidelización para clientes a través de promociones y descuentos. Aunque una característica de los compradores es la búsqueda de una mejor oferta de precios (42%), mejor calidad (28%), mejor servicio (18%), variedad de producto (7%) y mejores características (3%), según el Estudio Global de Nielsen (2014) sobre Fidelización, todo lo descrito infiere la poca fidelidad de los consumidores a un supermercado en específico.

Por otro lado, las empresas del sector están desarrollando un nuevo formato de pequeñas tiendas en puntos claves de la ciudad, orientados a satisfacer las necesidades de un público que, por falta de tiempo o por necesidad, requiere acceder a productos de primera necesidad de manera fácil y rápida. Este formato resume el concepto de conveniencia, siendo ejemplo de ellas las tiendas Tambo (Velapatiño et al, 2016).

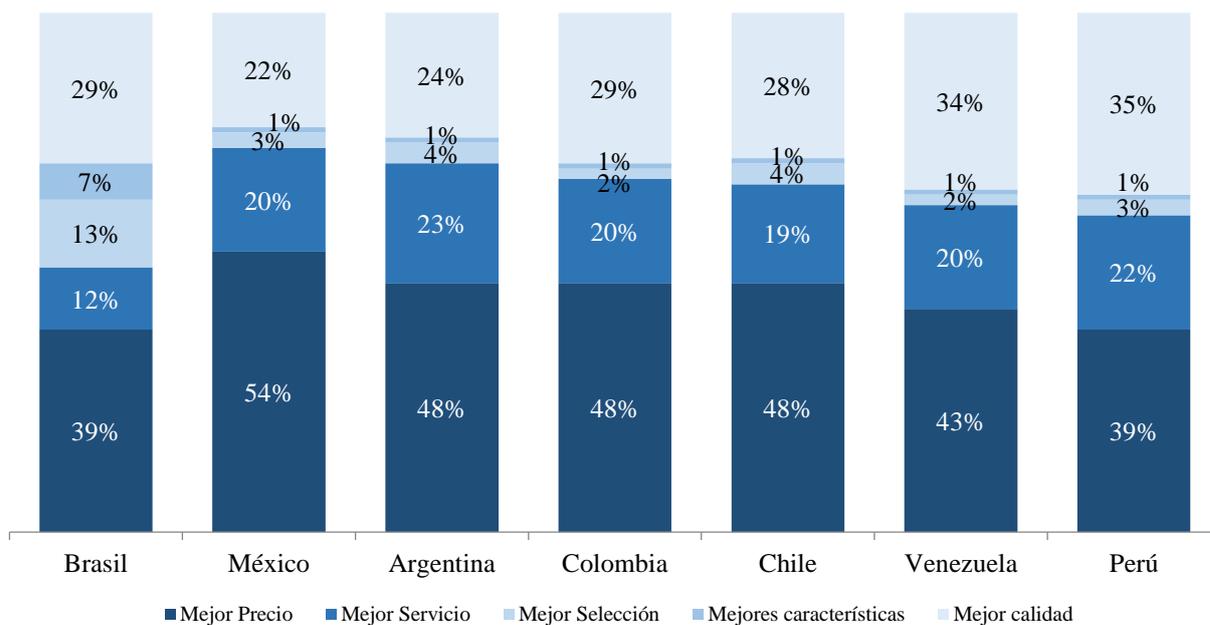


Figura 5. Razones por las que los consumidores cambian sus preferencias de compras. Tomado de “6 tendencias del retail en América Latina” por Nielsen, 2015, diciembre. Recuperado de <http://www.nielsen.com/content/dam/niensenglobal/latam/docs/reports/2016/Report6TendenciasdelRetailenLatinoamerica.pdf>

La tendencia por tiendas de conveniencia está obligando a los principales supermercados a adaptarse a los cambios, cuya rentabilidad es similar a las grandes cadenas de retail. Al respecto, la consultora Euromonitor International (2016b) proyectó un mayor crecimiento en áreas pobladas de la clase media de Lima y las principales ciudades al interior del país. Esto explica por qué los principales retailers, a través de sus diferentes tipos de tiendas, ofrecen una combinación diferente de servicios de distribución. Por un lado, los hipermercados están orientados a ofrecer una variedad de productos y, así, reducir el tiempo destinado a comprar. Por su parte, los supermercados propiamente, o también denominados tiendas de conveniencia, ofrecen variedad, pero, a su vez, accesibilidad con horarios de atención extenso. Por último, las tiendas de descuento, en un formato más pequeño con limitada variedad de productos, están dirigidas a los sectores de menos recursos.

En Latinoamérica, la fragmentación de formatos es común y se ven influenciados por la conveniencia y la comodidad de los compradores. Frente a ello, los *soft/hard disccounters*,

clubes de precios, *cash&carry* y la venta directa se muestran en crecimiento buscando satisfacer una necesidad de precio y servicios/crédito. En síntesis, la tendencia de la valoración del tiempo del comprador es un factor importante como estrategia, por lo que el rediseño de ambientes fáciles de recorrer, accesibles contribuyen a agilizar la atención del comprador.

Tabla 3

Tipos de Supermercados en el Perú

Formato	Características	Empresa / Área promedio	Grupo	N° de tiendas	NSE objetivo
Hipermercados	Venta de variedad de productos perecibles, no perecibles y servicios (patio de comida, banco lavandería, óptica, farmacia, por mencionar algunas). Como estrategia de negocio precios bajos.	Metro 7,000 m ²	Cencosud	13	B y C
		Wong 4,900 m ²	Cencosud	1	A, B, C y D
		Plaza Vea 3,680 m ²	Supermercados Peruanos S.A.	66	A, B, C y D
		Tottus 4,900 m ²	Grupo Falabella	36	A, B, C y D
Supermercados	Se distingue dos sub formatos: a. Ambiente cálido, servicio de atención excelente y precios altos b. Variedad de productos con precios más bajos	Metro 2,100 m ²	Cencosud	58	B y C
		Wong 3,000 m ²	Cencosud	18	A y B
		Vivanda 1,110 m ²	Supermercados Peruanos S.A.	8	A y B
		Plaza Vea Súper 1,160 m ²	Supermercados Peruanos S.A.	27	B y C
		Tottus 1,470 m ²	Grupo Falabella	16	C y D
		Makro 10,000 m ²	Makro Súper Mayorista S.A.	12	C y D
Tiendas de descuento	Limitada variedad de productos Dirigido a segmentos de menores ingresos	Mass y Economax 890 m ²	Supermercados Peruanos S.A.	5	C y D

Nota. Muestra número de tienda actualizada a diciembre del año 2015. Tomado de “Análisis del Sector Retail: Supermercados” por Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A, 2013. Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/sectorialsuperjun13.pdf>

Una propuesta diferente es el crecimiento del e-commerce como plataforma para brindar al consumidor mayor comodidad y conveniencia. De acuerdo con el Estudio Global de e-commerce de Nielsen (2014), el 60% de la población en Latinoamérica contaba con acceso a internet, la mayoría de los compradores ingresaban a las redes sociales para buscar

contenidos relacionados a los productos, revisar información y comparar productos. El 82% de los usuarios ingresaba a las redes sociales a través de una computadora, teléfonos móviles o a través de *tablets*, posibilitando el incremento de las compras online. La tendencia actual es apostar por el abastecimiento donde con solo un *click* se puede iniciar la compra desde la comodidad del hogar o realizar compras en el mismo punto de venta solicitando los productos a través de pantallas interactivas ubicadas en los supermercados simplificando la compra sin recorrer los pasadizos.

El desarrollo de marcas propias nace como una estrategia para agregar rentabilidad al negocio de supermercados, dado que representan una fuente directa de ingresos respecto de la venta de otras marcas comerciales. En un mercado competitivo donde no hay diferenciación de productos, significa que no incurren en publicidad por producto, solo se publicita la marca del supermercado. De esta manera, la tendencia de enfocarse en una amplia gama de productos con variedad de precios crea puntos de diferenciación frente a la competencia resaltando el precio y la calidad de los productos ofrecidos.

De acuerdo con los resultados del Estudio global sobre Origen de las Marcas de Nielsen (2015), en Europa, la penetración de las marcas propias de los supermercados era 45% de las ventas; en cambio, en el Perú, la participación representaba solo el 7%, de las cuales las marcas de alimentos y cuidado del hogar son las más representativas. De acuerdo con Velapatiño et al. (2016), un estudio de Apoyo Consultoría en el año 2015 arrojó que las ventas de las marcas propias crecieron más que las marcas tradicionales, atribuido al precio y las promociones en las cadenas de supermercados. En este contexto, los supermercados buscan maximizar sus utilidades ofreciendo una variedad de productos donde a veces las marcas propias pueden reportar menos rentabilidad, aun cuando su margen de venta sea mayor.

1.1.2 Tendencias en farmacias

El retail farmacéutico de Perú continúa siendo uno de los mercados de menor tamaño en Latinoamérica, manteniendo los niveles más bajos de gasto en salud per cápita entre los países de la región. No obstante, en los últimos años, este sector registró importantes tasas de crecimiento, alcanzando niveles por encima del 10%. De acuerdo con la Asociación Nacional de Laboratorios Farmacéuticos [Alafarpe] (2013), el mercado farmacéutico retail en Perú creció 15.8% a junio de 2013, mientras que en unidades reportó una expansión de 9.6% en el mismo periodo; el mercado farmacéutico registró un nivel de ventas de US\$1620 millones, denotando el potencial de desarrollo de la oferta y perspectivas optimistas sobre el incremento de la demanda de medicamentos en los próximos años.

El potencial del mercado farmacéutico relaciona el gasto en salud per cápita y su PBI per cápita de los principales países de la región Latinoamérica. De acuerdo con el Banco Mundial (2015), Perú se encontraría por debajo del promedio de gasto en salud de los países en la región, registrando un gasto en salud per cápita de 4.70% en el 2013, siendo el promedio de los países en la región 6.85% en el mismo año. Por otro lado, según el Banco Mundial (2015), el PBI per cápita de Perú alcanzó los US\$6,549, mientras que el número de habitantes en el país alcanzaría los 32,162 millones de acuerdo con el INEI (2015), con lo que el mercado de retail farmacéutico local tendría un potencial de ingresos de US\$14,410 millones.

El crecimiento económico del país y el crecimiento del mercado farmacéutico, basado en el aumento del consumo, incremento del poder adquisitivo, mayor cuidado de la salud y búsqueda de vida saludable, han generado oportunidades, motivando y elevando la moral de los participantes en el sector en la búsqueda de dominio de mercado, absorción de nuevas empresas, ingreso de nuevos jugadores globales, ingreso a nuevos territorios (provincias),

defensa de participación de mercado mediante alianzas estratégicas y ampliación de la oferta de productos (Maximixe Consult S.A., 2013).

Alafarpe (2013) destacó la suscripción del Tratado de Libre Comercio (TLC) con los Estados Unidos en el año 2009 como un factor positivo que ha impulsado el mercado farmacéutico, permitiendo hacer negocios con otros socios de la región. Chirre, Linares & Salas (2011) identificaron cuatro principales tendencias en esta industria, las cuales serían el soporte de los principales cambios vistos en la dinámica del sector en los últimos años: (a) una integración vertical con los laboratorios y distribuidores mayoristas, (b) competencias entre los formatos del retail moderno y retail tradicional, (c) un proceso de consolidación por parte de las principales cadenas que buscan absorber a las de menor tamaño, y (d) la tendencia a la disminución en participación de mercado de las farmacias independientes.

El mercado de retail farmacéutico peruano se encuentra conformado por cadenas de farmacias, entre las que destacan InkaFarma, Mifarma, Fasa, BTL, Arcángel y farmacias independientes. Al término del último trimestre del año 2015, InkaFarma del grupo Intercorp, cerró el año con 921 tiendas, 84 tiendas más que en diciembre del año 2014, siendo nombrada la marca más reconocida con 52.8%. Por otra parte, el grupo Quicorp, con 75 años en el mercado en el sector farmacéutico, mantiene operaciones en Bolivia, Ecuador, Colombia, República Dominicana y Venezuela, dueños de Química Suiza y de los establecimientos Mifarma, Fasa, BTL, alcanzaron un reconocimiento de marca de 36% en el mismo periodo. Actualmente, existe un total de 651 locales de Mifarma y 370 Boticas Arcángel a nivel nacional bajo el formato de *beauty centers* y tiendas de conveniencia asociado al rubro de atención médica. Por último, se encuentra Boticas y Salud del grupo farmacéutico Deco con un 5.5% de reconocimiento de marca y 175 locales (InRetail, 2016).

Hasta el año 2013, tres cadenas farmacéuticas, InkaFarma, perteneciente al grupo Intercorp, Quicorp, bajo las marcas de Mifarma, BTL y FASA, y Arcángel concentraban el

81.8% de las ventas de medicamentos en el mercado local (Alfarpe, 2013), periodo caracterizado por un agresivo proceso de expansión de las grandes cadenas farmacéuticas, alcanzando 1,816 tiendas en dicho periodo. Solo a inicios del año 2016, el mercado registró mayor dinamismo en términos de fusiones y adquisiciones: Quicorp, con Mifarma, concretó la compra de Punto Farma de Cencosud en febrero y boticas Arcángel en abril, convirtiéndose en el grupo líder por puntos de ventas, desplazando la posición de liderazgo de InkaFarma (“Cencosud cerró la venta de su cadena de farmacias en el Perú a Mifarma”, 2016).

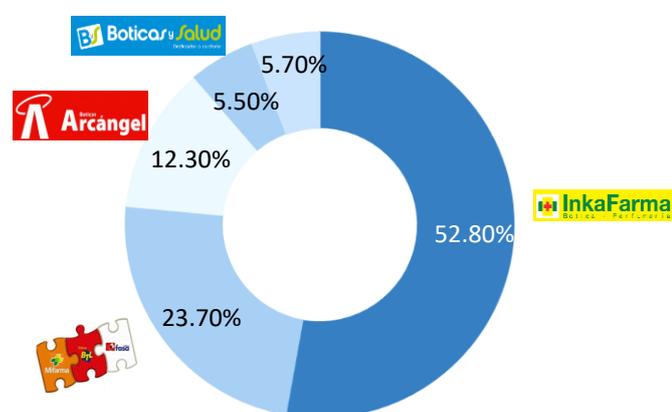


Figura 6. Participación de mercado InRetail en Farmacias. Tomado de “InRetail: Corporate Presentation March 2016” por InRetail, 2016. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf

El modelo del sector retail farmacéutico, en el cual son pocas las cadenas que mantienen una posición competitiva importante, ha llevado al mercado a una situación de oligopolio, como es el caso de Chile y México, donde un pequeño grupo de cadenas de farmacias controla más de 90% de las ventas del sector. Sumado a ello, los movimientos entre los nuevos actores y las sinergias generadas estarían dando paso a una nueva tendencia en el sector de retail farmacéutico. La proliferación de boticas en el Perú ha generado un mercado de volúmenes de venta gigantes con márgenes muy bajos. Así, la guerra de precios

y los márgenes más ajustados estarían llevando a las farmacias a apostar por una estrategia de diversificación de su portafolio (“Mifarma busca conseguir mayor volumen ante más competencia”, 2016).

Para este sector en particular, el proceso de diversificación refiere a que un porcentaje de sus ingresos provienen de la venta de productos distintos a los medicamentos, como un intento por generar fuentes de ingresos distintas al mercado de medicamentos regulados, a lo que se denomina tiendas de conveniencia. A esto, se suma el formato con un enfoque de belleza y cuidado personal o beauty center, con mayor presencia en puntos de venta dentro de los *malls*, donde el hábito del consumidor es diferente al de una farmacia, dado que en las tiendas de conveniencia se tiende a dar más la compra por impulso (Valdiviezo, 2015, junio).

En el año 2006, el 85% de las ventas de farmacias provenían de medicamentos, un mercado cada vez más regulado. En la actualidad, estos representan cerca del 70%, registrando tasas de crecimiento más moderadas, siendo otras categorías enfocadas en la innovación y diferenciación aquellas que presentan mayor potencial, dado que su maduración depende de la capacidad de respuesta del consumidor (Valdiviezo, 2015, junio).

El estudio de Analistas & Consultores [A&C] (2008) destacó que, además, de los productos típicos de una farmacia el 47% suele adquirir productos de aseo e higiene personal, un 26.3% productos para bebés y un 20.2% productos de belleza y cuidado de la piel, lo que evidencia una oportunidad de parte de los ofertantes a implementar estrategias que logren fidelidad y liderazgo del sector. Respecto de la frecuencia de compra, un 44.8% realiza una compra cada dos semanas, mientras que un 22.8% lo hace mensualmente. Por último, 62.5% eligen cadenas de farmacias como el principal establecimiento donde comprar sus medicamentos. BMI Research (2016b) mantuvo una perspectiva optimista respecto del sector. La industria farmacéutica se mantendría en crecimiento en los próximos años, estimando tasas de crecimiento por encima del 10%, soportada por la expectativa de una

mayor inversión por parte del gobierno local. En el año 2016, se espera que el Gobierno continúe implementando medidas de estímulo con la finalidad de mejorar los indicadores de salud en infraestructura pública como hospitales y clínicas y un mayor acceso a medicamentos. Esto, a su vez, tendría un efecto positivo sobre el sentimiento del inversor, lo cual conservaría el optimismo sobre las perspectivas de crecimiento del gasto en salud per cápita.

En el año 2015, el gasto en salud en Perú llegó a US\$10.6 billones (BMI Research, 2016b). También, se proyectó que, para el año 2020, el gasto alcanzaría los US\$16.3 billones, con una tasa de crecimiento compuesta anual de 8.6% (BMI Research, 2016b). En términos de gasto en salud como porcentaje del PBI, significaría un incremento de 5.5% en el año 2015 a 6.2% en el año 2025, mientras que el gasto en salud per cápita pasaría de US\$339 en el año 2015 a US\$755 en el año 2025.

1.1.3 Tendencias en centros comerciales

El sector retail en centros comerciales en nuestro país mantiene una de las tasas más bajas de penetración de centros comerciales por habitante; mientras que, en países vecinos como Chile, existen cinco centros comerciales por cada millón de habitantes. Esto reflejaría una gran oportunidad para el desarrollo de inversiones en proyectos comerciales en el Perú. Desde el año 2007 al año 2014, el número de centros comerciales se incrementó a un ritmo de 30 aperturas en provincias versus 19 centros comerciales en la capital. Sin embargo, hay detalles importantes a notar. Por un lado, el crecimiento en Lima es relativamente constante, con un promedio de tres centros comerciales cada año. Por otro lado, el crecimiento en provincias ha sido explosivo: hoy hay cinco veces más centros comerciales en provincias que hace siete años. Inclusive, a partir del año 2014, hay más centros comerciales en provincias que en la capital. A pesar de este imponente crecimiento en la cantidad de centros

comerciales a nivel nacional, su penetración sigue siendo baja si es comparada con otros países de la región (Reaño, 2015).

Perú es efectivamente un país con grandes oportunidades de crecimiento en el sector de centros comerciales. Si se compara con una muestra de los países de la región (ver Figura 7), el Perú tiene una penetración de 2.9% por millón de habitantes, frente a un promedio de 3.4% que agrupa a Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Ecuador y Uruguay. Asimismo, el incremento de los centros comerciales entre los años 2009 al 2015 en el Perú es notorio tanto en Lima Metropolitana como en provincias. Solo en el año 2009 Perú contaba con 32 centros comerciales, pasando a 77 en el último año. Entre el 2015 y el 2016, se espera alrededor de seis y siete aperturas en Lima y provincias, respectivamente.

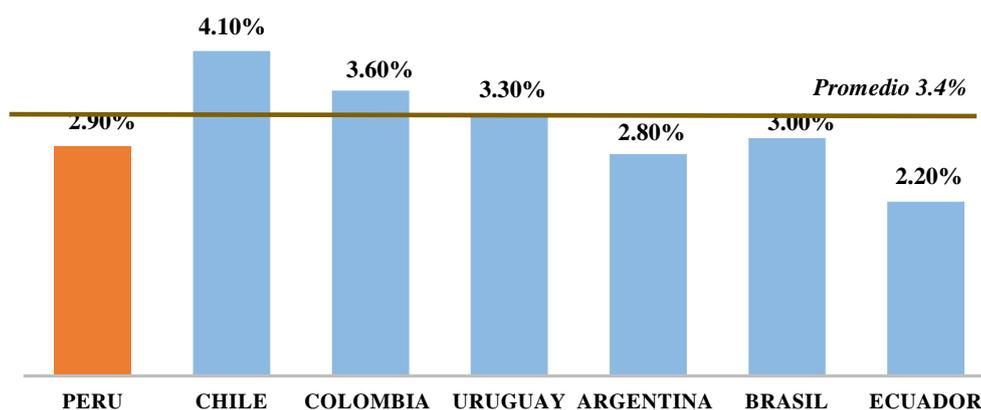


Figura 7. Penetración de centros comerciales en Perú por millón de habitantes al año 2013. Tomado de “Los Centros Comerciales en el Perú” por Acepp, Abrasce, Acecolombia, CASC y CCC, 2014. Recuperado de <http://www.nexofranquicia.com/articulos/los-centros-comerciales-en-peru.html>

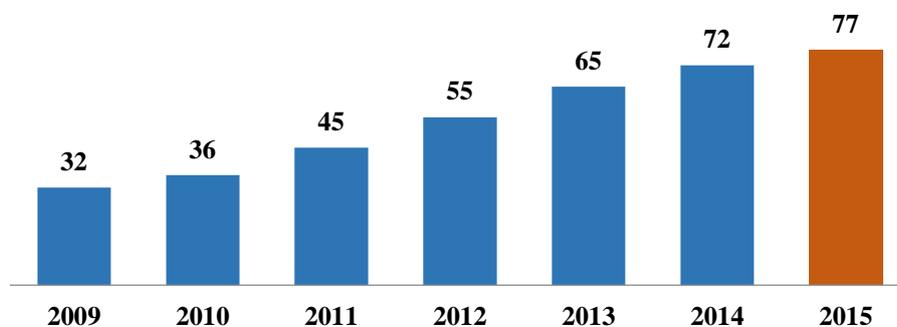


Figura 8. Evolución del número de centros comerciales en el Perú en los últimos seis años. Adaptado de “Los Centros Comerciales en el Perú: Oportunidades de inversión” por Acepp, 2015. Recuperado de http://www.acepp.org.pe/picsdb/ini_1428945746_b2015.pdf

Colliers International (2015) señaló que las inversiones en Lima Metropolitana correspondían a: (a) Real Plaza Puruchuco, un proyecto del grupo InRetail (grupo Intercorp) que contará con un área de 120 mil m² y con tiendas anclas como Oechsle, Saga Falabella, Ripley, Plaza Vea, Tottus, Sodimac; (b) Mall del Sur, un proyecto del grupo Wong, con un área construida de 222 mil m², la edificación tendrá cinco niveles de tiendas y cinco niveles para estacionamientos y contará con tiendas anclas como Saga, Tottus, Paris, Ripley y la cadena *Fast Fashion* H&M; (c) ViaMix Malvinas es un proyecto del grupo Aricsa y la inmobiliaria Estructura, este proyecto será construido en un terreno de siete mil m² y contará con 25 mil m² de área techada arrendable, con 575 locales para alquiler o venta; (d) ViaMix Colonial que entrará en operación en el tercer trimestre del año 2016, sobre un terreno de tres mil m² (con 2,800 m² de área arrendable), tendrá un supermercado, patio de comidas y 27 tiendas comerciales; (e) La Molina Lifestyle Center, un proyecto a cargo de Strip Centers Perú (grupo Parque Arauco) que contará con *boutiques* de lujo como Rolex, Cartier, y restaurantes gourmet; (f) Mall Santa María, proyecto que estará cargo del grupo Wong ubicado en el km 52 de la Panamericana Sur, el terreno es de 16 mil m².

Tabla 4

Próximas Aperturas de Centros Comerciales 2016-2017

Lima Metropolitana		Provincias	
Centro comercial	Ubicación	Centro comercial	Ubicación
Real Plaza Puruchuco	Ate Vitarte	Megaplaza Lambayeque	Lambayeque
Mall del Sur	San Juan de Miraflores	Open Plaza Huancayo	Junín
Mall Santa María	Santa María del Mar	Mall Aventura Plaza Cayma	Arequipa
Viamix Colonial	Cercado de Lima	Megaplaza Tarapoto	San Martín
La Molina Lifestyle Center	La Molina	Megaplaza Trujillo	La Libertad

Nota. Adaptado de “Se abrirán 16 nuevos centros comerciales entre el 2016 y 2018” por Cámara de Comercio de Lima [CCL], 2016, marzo. Recuperado de <http://www.cameralima.org.pe/RepositorioAPS/0/0/par/EDICION717/Ed%20digital%20717.pdf>

Respecto de las inversiones en provincia, estas responden a: (a) Mega Plaza Lambayeque, contará con tiendas anclas como Metro y Estilos, además de salas de cine y entre 25 a 30 locales, el terreno es de 20 mil m², con 8,500 m² de área arrendable y una

inversión de 12 millones de dólares; (b) Open Plaza Huancayo, con un terreno de 34 mil m², el cual contará con tiendas anclas como Saga Falabella, Sodimac y Tottus; (c) Mall Aventura Plaza Cayma, este proyecto comercial contará con tiendas anclas como Ripley, Saga Falabella, Tottus y Cineplanet. Las grandes cadenas de operadores de centros comerciales en el país están compuestas por empresas como Real Plaza, Open Plaza, Parque Arauco, Inmuebles Panamericana, entre otros; solo estos cuatro operadores concentran el 66% de los centros comerciales del país como se aprecia en la Tabla 5.

Tabla 5

Operadores de Centros Comerciales en el Perú - 2015

OPERADOR	En Lima	En Provincia	TOTAL
ACCEP			
Administradora Jockey Plaza Shopping Center	1	0	1
Cencosud Shopping Center	2	1	3
Centenario Retail SAC	1	4	5
Corporación EW SAC	1	0	1
Inmuebles Panamericana	3	7	10
Inversiones Castelar	1	0	1
Mall Aventura Plaza	2	3	5
Open Plaza	4	6	10
Parque Arauco	5	3	8
Plaza San Miguel	1	0	1
Real Plaza	8	12	20
Urbanova	7	0	7
Viva GyM	1	0	1
	37	36	73
OTRO			
Penta Realty Group	2	1	3
Centro Comercial Caminos del Inca	1	0	1
El Polo	1	0	1
InRetail	1	2	3
	5	3	8
TOTAL	42	39	81

Nota. En negrita, número de centros comerciales que acumula el grupo Intercorp. Tomado de “Los Centros Comerciales en el Perú: Oportunidades de inversión” por Asociación de Centros Comerciales y entretenimiento del Perú [Accep], 2016. Recuperado de http://www.accep.org.pe/picsdb/ini_1460665513_BROCHURE%20FINAL%20V2.pdf

El *boom* del crecimiento inmobiliario se ha visto reflejado en el crecimiento acelerado del sector retail de centros comerciales, identificando que para muchos operadores resulta más efectivo comprar más centros comerciales a tener que construirlos, ya que esto último puede demorar entre 30 meses entre las licencias, construcción y el inicio de operaciones del mall. Esta es la estrategia adoptada en los últimos años por la empresa chilena Parque Arauco, que tiene en su poder 18 centros comerciales, 10 de ellos en sociedad con el grupo Wiese y bajo la marca de Megaplaza. La operadora chilena adquirió los malls del grupo Ekimed, El Quinde, donde además compró al grupo Raffo la participación en Strip Center del Perú. Para el año 2017, Parque Arauco podría superar a la empresa peruana Real Plaza (19 centros comerciales), ya que alista la inauguración de cinco malls bajo las marcas Megaplaza y ViaMix. En la actualidad, Real Plaza es el operador que tiene mayor presencia en número de centros comerciales a nivel nacional (Salas, 2016, 18 de enero).

Según Olguín (2011), el International Council of Shopping Center (ICSC), que agrupa a más de 60,000 miembros en 80 países, identificó varias tendencias importantes que afectarán a la región y a la industria de centros comerciales: (a) Los países pioneros en el sector de centros comerciales como Brasil, México y Chile están mostrando, en cierto modo, una situación estable con un crecimiento a pequeña escala y una reducción en el flujo de inversiones minoristas, mientras que países como Perú y Colombia han entrado en escena como centro de atención. Perú tiene proporcionalmente el mayor nivel de centros comerciales en desarrollo, pero Colombia es la principal atracción para minoristas y desarrolladores; (b) Los grandes minoristas en América Latina están teniendo un buen desempeño. De acuerdo con el reporte Global Powers of Retailing (Deloitte, 2016), los minoristas en América Latina son compañías que mostraron los mayores índices de crecimiento en el mundo en cuanto a ingresos y ganancia neta. Este crecimiento no solo se daba en términos financieros, sino también en el valor de las marcas. Según Interbrand (2014), compañía especializada en

gestión de marcas, el valor promedio de una marca era del 38%. En sus reportes recientes, se enlistan las siguientes compañías como las 10 marcas con mayor valor en América Latina: Natura (Brasil), Oxxo (México), Bodega Aurrera (México), Falabella (Chile), Liverpool (México), Casas Bahia (Brasil), Sodimac (Chile), Elektra (México), Renner (Brasil) y Lojas Americanas (Brasil).

Los centros comerciales enfrentan la competencia de otros centros comerciales, comercios en calles principales y venta por Internet, por lo que el entorno y concepto de los mismos deben lograr una percepción de destino dinámico. En pocas palabras, "el cliente debe disfrutar el lugar", es decir, se debe brindar un servicio a los clientes que acuden a los centros comerciales a través del diseño adecuado, ya que este crea una experiencia diferente en los clientes cada que acuden a hacer compras o simplemente a pasear. El diseño es básico, ya que se requiere crear espacios móviles (McMullin, 2011, mayo). El lujo es muy importante porque con el incremento en la economía de la población de grandes ciudades, la gente tiene ganas de comprar cosas caras. El crecimiento de la población "clase C" o clase media baja es aquella que empuja al crecimiento del sector, pues su nivel adquisitivo crece y con ellos sus necesidades de adquirir nuevas marcas de minoristas. Los íconos arquitectónicos hacen que las personas se sientan atraídas y entren a los malls ya que "los centros comerciales son por excelencia, sitios de reunión de las familias y los amigos. Los espacios abiertos les gustan mucho y el diseño es crítico para atraer a las personas a un lugar comercial" (Beame, 2011, mayo). Para atraer a las personas a las tiendas, se necesita crear espacios interiores que hagan que se sientan a gusto. "Los usos mixtos es la tendencia en la construcción" (Soltero, 2011, mayo).

La llegada de la tecnología es una tendencia que viene revolucionando el sector inmobiliario. Para el año 2020, habrá alterado los fundamentos económicos de subsectores enteros del sector y habrá cambiado la forma en que operan los promotores inmobiliarios y la

comunidad inversora. Y lo que resulta aún más sorprendente es que la necesidad de espacio físico ya se está reduciendo en la mayor parte de los subsectores inmobiliarios. Algunas importantes cadenas comerciales están desapareciendo por completo de las calles comerciales en las ciudades occidentales en sectores tales como el vídeo, en donde sus clientes se han trasladado casi por completo a los medios online. Entre tanto, los plazos de entrega para las compras realizadas online se siguen acortando, de manera que está aumentando las necesidades de almacenamiento cercanas a los clientes.

En el ámbito minorista, se estima que los locales comerciales siempre tendrán un papel que desempeñar, aunque en sectores como el de los libros, la música y el vídeo, la mayoría de los artículos se comprarán online. Sectores como la salud y la belleza o los artículos del hogar es probable que sean más resistentes a esta tendencia. El secreto será saber combinar el espacio minorista físico y el espacio online en una única plataforma operativa. Por ejemplo, los centros comerciales que mezclen los locales comerciales con los restaurantes, las zonas de entretenimiento y de interacción social probablemente conserven un mayor atractivo.

Entretanto, las necesidades de espacio para oficinas es probable que se reduzcan. El teletrabajo se encuentra aún en sus fases iniciales de desarrollo y es probable que crezca de manera significativa en los próximos años. A medida que la cultura corporativa acepta cada vez con mejores ojos tecnologías tales como las videoconferencias en sustitución de las reuniones presenciales y, a medida que los archivos digitales sustituyan al papel, un mayor número de personas podrán trabajar desde casa o desde oficinas satélite. Es probable que estas tendencias alteren los fundamentos económicos del sector inmobiliario en mayor medida de lo previsto. Desde el año 2020 en adelante, la generación creció en el mundo digital dominará el gasto destinado al consumo y la cultura del trabajo. Las redes sociales ayudarán a las personas a determinar dónde y cómo quieren vivir, trabajar y disfrutar de su

ocio. Al mismo tiempo, la reducción de las barreras tecnológicas hará que las compras online cobren un atractivo a un mayor, quizá gracias también a la entrega de productos mediante drones. Asimismo, el teletrabajo se adaptará a sus modalidades más prácticas, por ejemplo, a medida que resulte cada vez más fácil acceder a aplicaciones de bases de datos a través de las tablets (PwC, 2016).

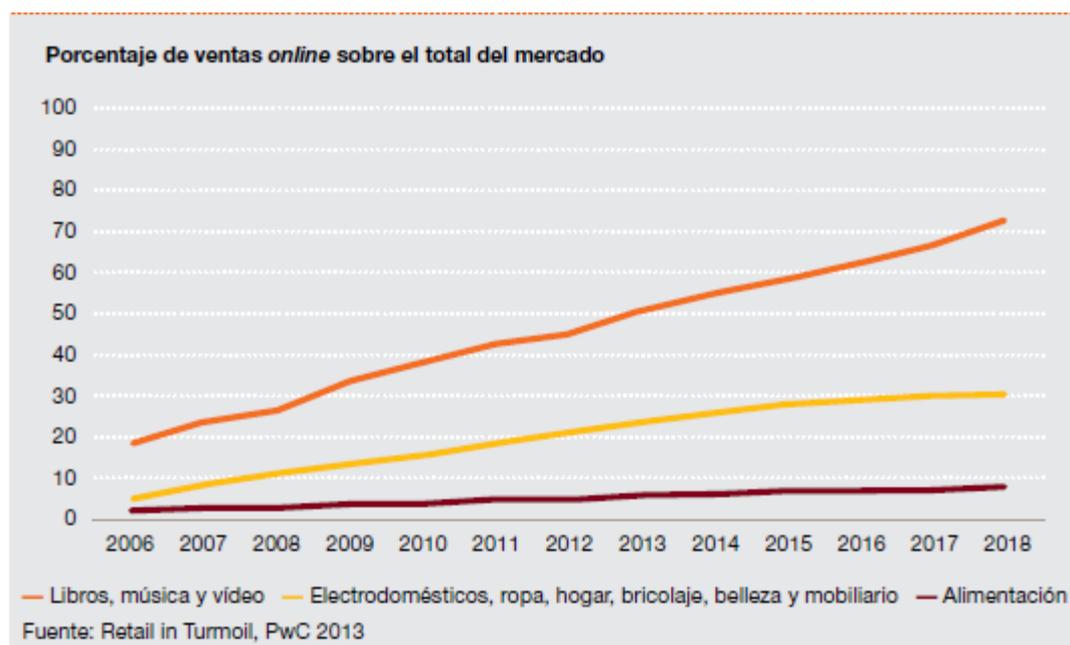


Figura 9. Penetración del mercado online por categoría 2016-2018.

Tomado de “Real State 2020: Construyendo el futuro” por PwC, 2016. Recuperado de <https://www.pwc.es/es/publicaciones/construccion-inmobiliario/assets/real-estate-2020.pdf>

1.2. Composición y Estructura Financiera del Sector

El mayor acceso a los mercados internacionales del sector privado en las economías emergentes es consecuencia natural del fuerte crecimiento observado en estas economías, la mayor capacidad que han mostrado para implementar políticas macroeconómicas más estables y la sofisticación de los sistemas de pensiones. De acuerdo con Luna, Vega, & Castillo (2015), desde el año 2012, se observó una mayor participación de empresas no financieras en las emisiones de deuda del sector privado, producto de una mejora en la percepción de riesgo de los inversionistas globales y las bajas tasas de interés, las cuales han creado condiciones favorables para que las empresas accedan a los mercados internacionales.

Tanto en el sector retail como en otras industrias, existe una preferencia de los emisores por los instrumentos en moneda extranjera sustentado por el menor costo de la deuda en comparación a un financiamiento bancario; el tamaño de la oferta, los cuales superan en promedio los cien millones de dólares; el uso de un cupón fijo, como medida para mitigar el riesgo asociado a los cambios en las tasas de interés internacional.

Adicionalmente, Luna et al. (2015) mencionaron que los mercados emergentes han elevado el uso de instrumentos de cobertura cambiaria, producto de la fluctuación de la moneda americana en los últimos periodos. Solo en el año 2015, las emisiones del sector retail de Latinoamérica en el mercado externo representaron el 5% de los flujos reportados en el año.

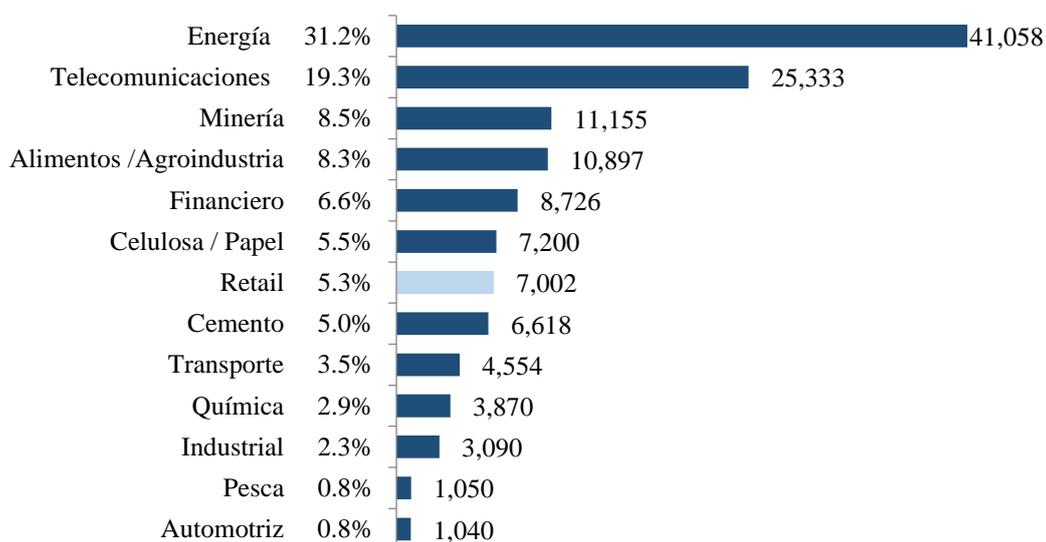


Figura 10. Emisión de bonos LATAM por sector en millones de dólares.

Adaptado de “Tendencias recientes de las emisiones de bonos en el exterior de empresas en América Latina” por Luna et al., 2015. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Estudios-Economicos/30/ree-30-castillo-luna-vega.pdf>

Producto de un mayor acceso al financiamiento en el mercado internacional, se observa cambios en la estructura de capital de las principales empresas del sector, viendo un incremento en la relación deuda largo plazo sobre patrimonio en el último año. Se desarrolló el análisis a partir de la información financiera de tres empresas: InRetail, S.A.C.I. Falabella y Cencosud S.A. Así, al término del año 2015, el ratio deuda de largo plazo a patrimonio fue,

en promedio, 75.24%, lo cual representó un incremento de 24.8% respecto de la información registrada en el año 2012.

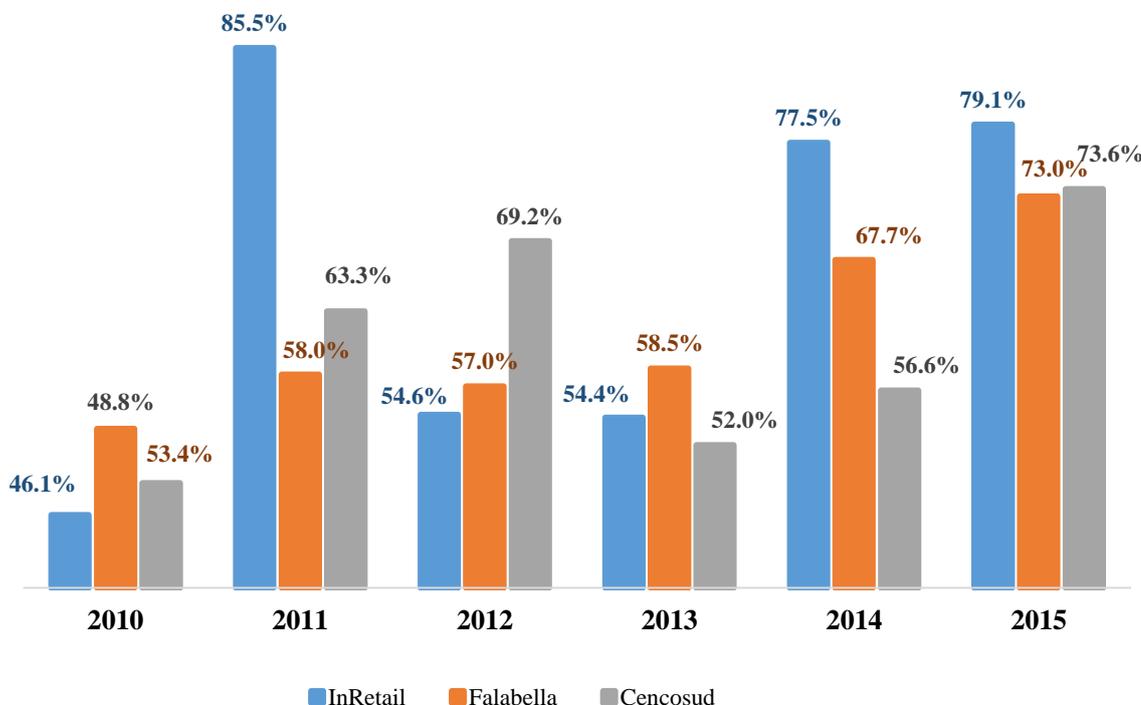


Figura 11. Evolución ratio deuda largo plazo a patrimonio principales compañías sector retail en Latinoamérica.

Adaptado de “Memoria Anual 2015” por S.A.C.I. Falabella, 2015. Recuperado de <http://www.falabella.com/static/staticContent/content/minisitios/Inversionistas/memoriaWeb/2015/MemoriaFalabellaSVS.pdf>; “Reporte de Resultados 4T15” por Cencosud, 2015. Recuperado de <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/informacion-financiera/reportes-trimestrales/default.aspx>; “Cuarto Trimestre – Reporte de Resultados” por InRetail, 2015a. Recuperado de http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=87

1.3. Análisis Financiero y Comparables Sectoriales

Se seleccionó una muestra de empresas comparables en la industria retail dentro del mercado Latinoamericano, sobre la base de su capitalización bursátil, el tipo de negocio y los riesgos asociados a las operaciones de la compañía. En línea con ello, se obtuvo un grupo de cinco comparables sectoriales para InRetail, dentro de los cuales se encuentran: S.A.C.I. Falabella (Chile), Organización Soriana SAB de CV (México), Almacenes Éxito SA (Colombia), Cencosud SA (Chile) y Wal-Mart Chile SA (Chile).

S.A.C.I. Falabella es uno de los retailers más importantes en el mercado chileno, con una capitalización bursátil en torno a US\$16.48 billones. El negocio de la compañía se encuentra diversificado en una amplia gama de segmentos, dentro de los cuales se encuentran tiendas por departamento, supermercados, tiendas de mejoramiento del hogar, servicios financieros y *real estate*. Falabella mantiene presencia en seis países de Latinoamérica: Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil y Uruguay, siendo sus principales mercados Chile y Perú. En la región, cuentan con un total de 459 tiendas, 40 centros comerciales y 247 sucursales del banco (S.A.C.I. Falabella, 2015) y con una participación de mercado alrededor de 22% en Chile, 19% en Perú, 7% en Colombia y 1% en Argentina.

Organización Soriana S.A.B. de C.V. es una de las empresas líderes del sector retail en México, con una capitalización bursátil de US\$4.14 billones. La compañía mantiene una exposición de cien por ciento al mercado mexicano, con presencia en 32 estados del país y una superficie de venta de 3.2 millones de metros cuadrados distribuidos a través de sus cinco principales formatos de tienda: alimentos, ropa, mercancías generales, productos para la salud y servicios básicos para el hogar. La estrategia de Soriana opera bajo un formato múltiple, contando con 674 tiendas de autoservicio, club de membresías y cadenas de tiendas de conveniencia.

Almacenes Éxito S.A. mantiene liderazgo en todos los segmentos del canal moderno en el mercado colombiano, con una capitalización bursátil de US\$2.20 billones. Los negocios de la compañía se encuentran divididos en cinco segmentos principales: hipermercado, supermercado, *cash&carry*, no alimentos y aliados *Surtimax*; manteniendo presencia en cuatro países de Latinoamérica: Colombia, Uruguay, Brasil y Argentina.

Cencosud S.A., de origen chileno, es uno de los conglomerados retail más grandes de América Latina, con operaciones en Chile, Perú, Argentina, Brasil y Colombia. Sus operaciones principales se extienden a los negocios de supermercados, tiendas de

mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales y servicios financieros, siendo la compañía de capitales latinoamericanos más diversificada del cono sur y con la mayor oferta de metros cuadrados. La capitalización bursátil de Cencosud asciende a US\$6.71 billones.

Wal-Mart Chile S.A. opera bajo el enfoque de precios bajos, desarrollando una estrategia multiformato, con distintas cadenas de supermercados que se diferencian a partir de las características del servicio que ofrecen, cada una dirigida a perfiles de clientes específicos según frecuencia y comportamiento de compra. La compañía cuenta con tres segmentos de negocios: supermercados, servicios financieros y negocio inmobiliario. Al cierre del año 2015, contaba con 394 supermercados y 12 centros comerciales. La capitalización bursátil de Wal-Mart Chile es de US\$5.03 billones.

Para analizar el desempeño de las operaciones del sector retail, se tomó los principales indicadores financieros de cada una de las compañías antes descritas: (a) Margen EBITDA, el cual deriva de la división del resultado de la operación antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones entre las ventas del periodo; (b) Retorno sobre patrimonio (ROE), calculado a partir de Utilidad neta sobre el Patrimonio; (c) Retorno sobre capital invertido (ROIC), medido a partir del NOPAT entre capital más deuda financiera.

En términos de margen EBITDA, en el año 2015, la mayoría de las empresas comparables se vieron afectadas por la desaceleración del ciclo económico en las principales economías de la región. Sumado a ello, en el mismo año, la mayoría de las monedas latinoamericanas reportaron una devaluación importante respecto del dólar americano, lo cual tuvo un impacto negativo tanto en los costos como en los ingresos. Respecto de sus comparables, tanto InRetail como Falabella reportaron importantes márgenes en comparación al resto de las compañías, lo cual se vería explicado por los tipos de negocios que mantienen.

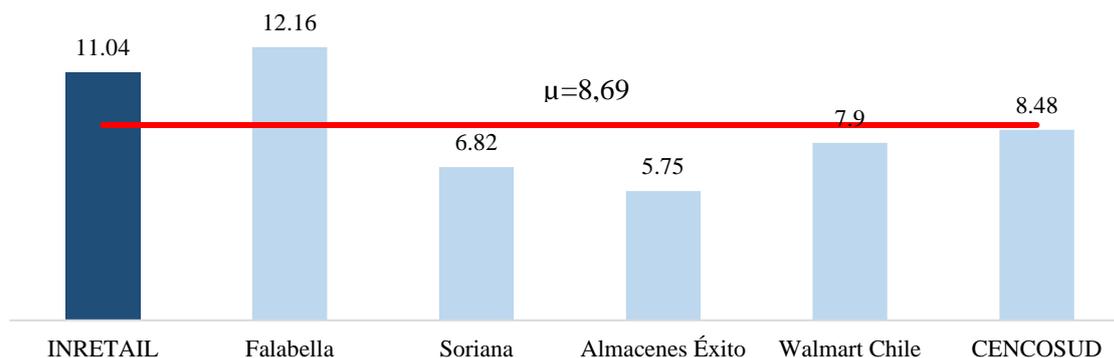


Figura 12. Margen EBITDA comparables sectoriales 2015.

Adaptado de “Memoria Anual 2015” por S.A.C.I. Falabella, 2015. Recuperado de <http://www.falabella.com/static/staticContent/content/minisitios/Inversionistas/memoriaWeb/2015/MemoriaFalabellaSVS.pdf>; “Reporte de Resultados 4T15” por Cencosud, 2015. Recuperado de <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/informacion-financiera/reportes-trimestrales/default.aspx>; “Cuarto Trimestre – Reporte de Resultados” por InRetail, 2015a. Recuperado de http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=87

En contraste con los márgenes de la operación, InRetail pierde liderazgo al comparar el retorno sobre patrimonio (ROE) obtenido en los últimos años, siendo 4.64 en el año 2015. A partir del año 2013, el ROE de la compañía se vio afectado por el agresivo plan de inversiones de la operación, así como los financiamientos asociados a ello. En el caso de Falabella y Cencosud, ambos se mantienen por encima del promedio en 55% y 57%, respectivamente, lo cual sería el resultado del nivel de madurez de sus operaciones, como de la diversificación geográfica de sus negocios, lo que le ayudaría a mitigar los riesgos macroeconómicos.

Se realizó el análisis Dupont con la finalidad de identificar los principales drivers de la operación. Dada las características de la industria retail, consideramos que una mejora tanto en la rotación de activos, como en el margen operativo serían claves para ver un impacto significativo en el ROE. Al observar InRetail y Falabella, ambas compañías reportan los mejores desempeños en el sector. Sin embargo, al analizar el retorno sobre patrimonio, el nivel de rotación de inventarios de sus negocios estaría mermando su crecimiento potencial.

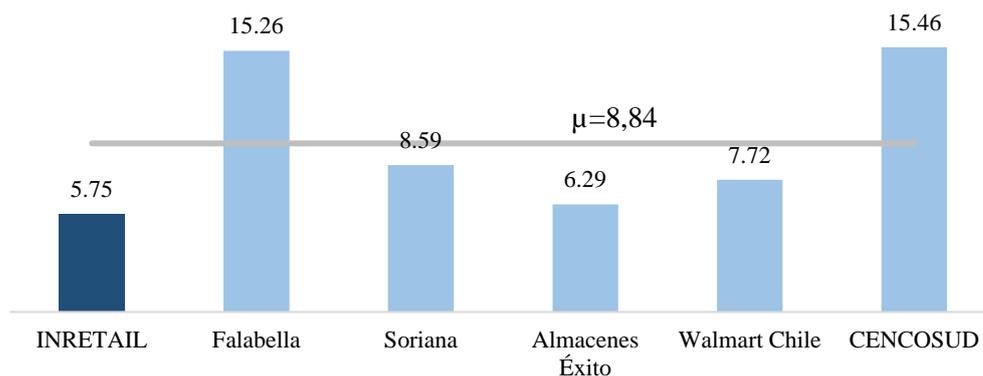


Figura 13. Retorno sobre patrimonio (ROE) promedio histórico cinco años comparables. Adaptado de “Memoria Anual 2015” por S.A.C.I. Falabella, 2015. Recuperado de <http://www.falabella.com/falabella-cl/static/staticContentWithHeader.jsp?title=Inversionistas-Reporte-Anual>; “Reporte de Resultados 4T15” por Cencosud, 2015. Recuperado de <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/informacion-financiera/reportes-trimestrales/default.aspx>; “Cuarto Trimestre – Reporte de Resultados” por InRetail, 2015a. Recuperado de http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=87

Por último, se analizó el retorno sobre capital invertido (ROIC), el cual representa el rendimiento sobre los recursos invertidos en la operación. Así, sin considerar el desempeño de Cencosud, el ROIC promedio de los comparables en el 2015 fue de 6.19. En el último año, esta Compañía reportó una mejora considerable en su rentabilidad, producto de los procesos de desinversión que viene llevando a cabo.

Tabla 6

Análisis Dupont de Comparables 2015

	Margen Operativo	Rotación Activos	Apalancamiento	ROE 2015
INRETAIL	8.8%	0.90	2.44	4.65%
Falabella	10.3%	0.70	3.34	14.53%
Soriana	4.9%	1.20	1.89	7.72%
Almacenes Éxito	4.1%	1.05	4.05	7.30%
Wal-Mart Chile	5.9%	1.06	2.52	5.63%
CENCOSUD	5.7%	1.13	1.92	22.42%

Nota. Adaptado de “Memoria Anual 2015” por S.A.C.I. Falabella, 2015. Recuperado de <http://www.falabella.com/falabella-cl/static/staticContentWithHeader.jsp?title=Inversionistas-Reporte-Anual>; “Reporte de Resultados 4T15” por Cencosud, 2015. Recuperado de <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/informacion-financiera/reportes-trimestrales/default.aspx>; “Cuarto Trimestre – Reporte de Resultados” por InRetail, 2015a. Recuperado de http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=87

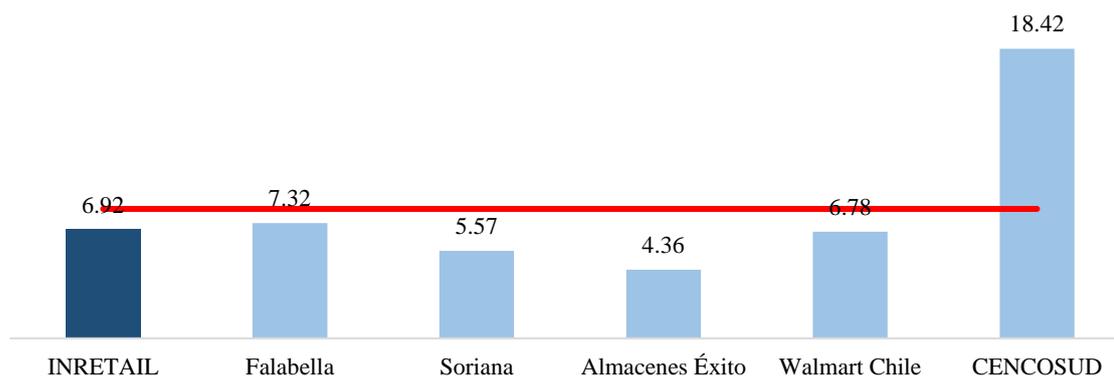


Figura 14. Retorno sobre capital invertido (ROIC) comparables sectoriales InRetail. Adaptado de “Memoria Anual 2015” por S.A.C.I. Falabella, 2015. Recuperado de <http://www.falabella.com/falabella-cl/static/staticContentWithHeader.jsp?title=Inversionistas-Reporte-Anual>; “Reporte de Resultados 4T15” por Cencosud, 2015. Recuperado de <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/informacion-financiera/reportes-trimestrales/default.aspx>; “Cuarto Trimestre – Reporte de Resultados” por InRetail, 2015a. Recuperado de http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=87



Capítulo II: Análisis de la Empresa

2.1. Descripción de la Empresa

2.1.1 Breve historia

InRetail fue fundada el siete de enero del año 2011 en Panamá con la denominación IFH Pharma Corp. Posteriormente, su denominación fue cambiada a Agora Retail Corp. en mayo del año 2012, para ser luego modificada a su actual denominación InRetail Perú Corp. Existen dos periodos marcados en la historia de la compañía. El primero, en el año 2012, periodo en el cual el Grupo Intercorp realizó la reorganización de sus empresas retail, estableciendo a InRetail como empresa controladora de tres compañías: Supermercados Peruanos SA, InkaFarma e InRetail Real State Corp. Y el segundo, en el año 2014, año en el cual InRetail Perú Corp. llevó a cabo una reorganización a nivel de subsidiarias.

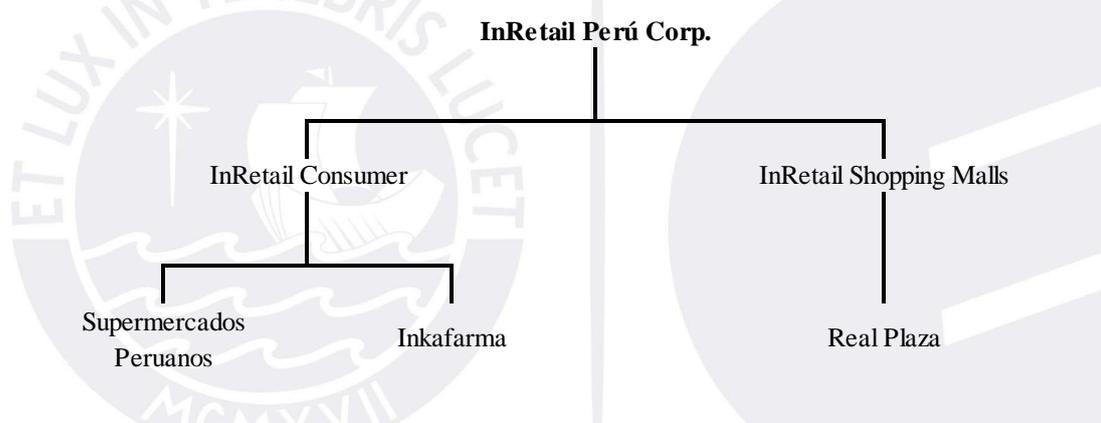


Figura 15. Estructura corporativa actual. Muestra la organización de InRetail y subsidiarias. Tomado de “Documento de Información Anual Ejercicio 2014” por InRetail Perú Corp., 2014. Recuperado de <http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/gc/comites/INRETAIL%20PERU%20DIA%202014.pdf>

El 3 de octubre de 2012 se llevó a cabo la colocación de acciones comunes mediante oferta internacional, logrando la emisión de veinte millones de acciones comunes sin valor nominal y con un valor de emisión de US\$10 por acción (siendo el precio de colocación US\$20, el exceso sobre los US\$10 de valor de emisión fue destinado a capital adicional). Como parte de la oferta internacional, InRetail otorgó una opción a los Coordinadores

Globales para adquirir hasta tres millones de acciones adicionales a un precio de US\$20 por acción (menos comisiones), con el objetivo de cubrir ventas de acciones adicionales.

En mayo del año 2014, la subsidiaria InRetail Real Estate Corp., a cargo de la unidad de centros comerciales, constituyó el Patrimonio en Fideicomiso D.S. N° 093-2002-EF – INRETAIL SHOPPING MALLS, aportando el íntegro de sus participaciones en Patrimonio en Fideicomiso D.S. N° 093-2002-EF – Interproperties Holding, Patrimonio en Fideicomiso D.S. N° 093-2002-EF – Interproperties Holding II, InRetail Properties Management S.R.L. y Real Plaza S.R.L. como una reorganización a nivel de subsidiarias.

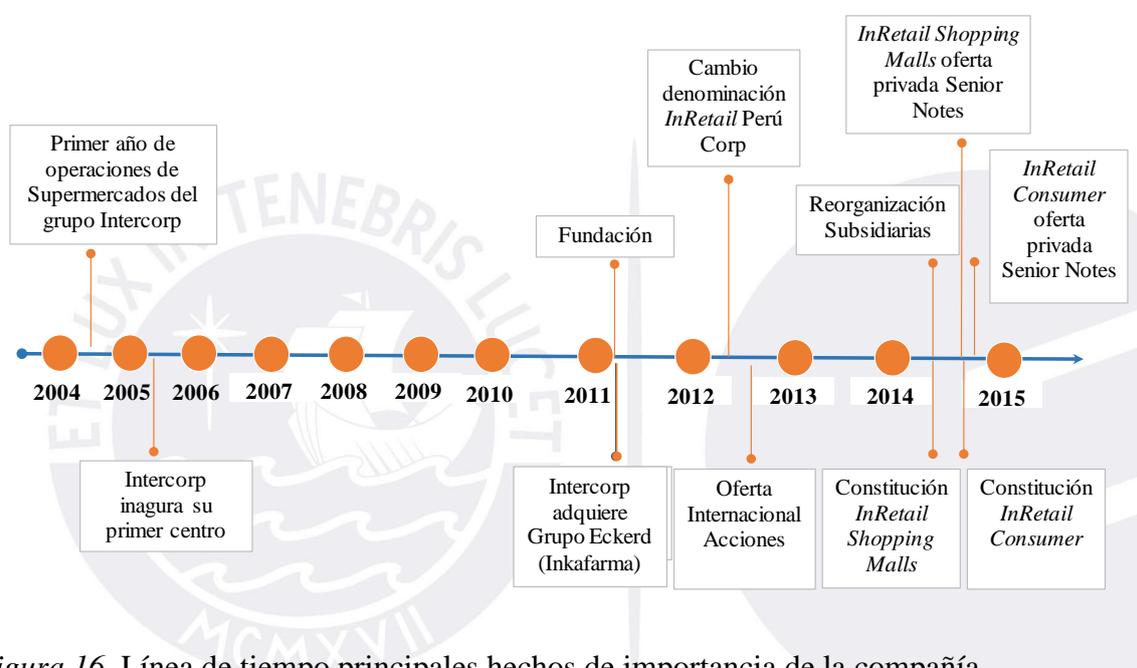


Figura 16. Línea de tiempo principales hechos de importancia de la compañía. Adaptado de “Documento de Información Anual Ejercicio 2014” por InRetail, 2014a. Recuperado de <http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/gc-comites/INRETAIL%20PERU%20DIA%202014.pdf>

Posteriormente, en agosto del mismo año, se constituyó el Patrimonio en Fideicomiso D.S. N° 093-2002-EF – InRetail Consumer, como unidad de negocio administradora de Eckerd Perú S.A. y Supermercados Peruanos S.A., por un valor patrimonial neto de S/.833'260,773. InRetail Consumer es titular del 99.98% de las acciones de Supermercados Peruanos S.A. y del 99.99% de Eckerd Perú S.A. (InkaFarma).

2.1.2 Estrategia de la empresa

La compañía mantiene una exposición del 100% a los sectores más defensivos de la industria retail en el mercado peruano. En línea con ello, InRetail se encuentra organizado en dos unidades de negocio principales, diferenciadas sobre la base de sus productos y servicios: (a) InRetail Consumer, la cual opera los segmentos de Supermercados e Hipermercados a nivel nacional y Farmacias y (b) InRetail Shopping Malls, el cual se encarga de la operación de centros comerciales.

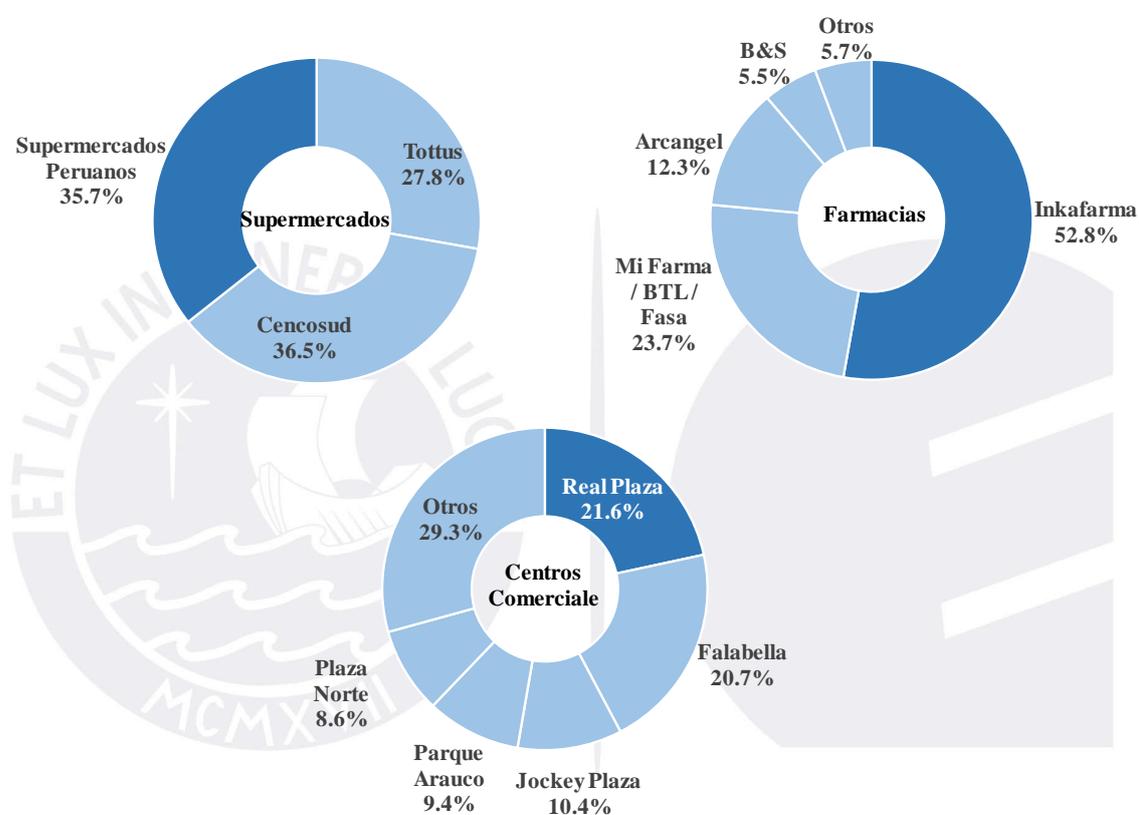


Figura 17. Participación de mercado de InRetail por tipo de negocio.

Adaptado de "InRetail: Corporate Presentation March 2016" por InRetail, 2016. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf

InRetail Consumer opera la segunda mayor cadena de supermercados en Perú, la cual concentra el 35.7% de las ventas en el mercado peruano (InRetail, 2015a). A ello, se suma la operación de farmacias más grande en el mercado local, cuya participación alcanza el 52.8% de las ventas a nivel nacional (InRetail, 2015a). En el negocio de supermercados, la

compañía ha desarrollado una estrategia de múltiples formatos de operación, diferenciados por el *mix* de producto, niveles de precio y experiencia de compra, de acuerdo con el nivel socioeconómico de su público objetivo. Por otra parte, el negocio de farmacias adopta una estrategia de precios bajos, ofreciendo medicamentos y artículos de cuidado personal a clientes que valoran el concepto del ahorro.

La estrategia de InRetail Shopping Malls está basada en el desarrollo de un mix óptimo en cada uno de sus centros comerciales, enfocándose en ofrecer una experiencia de compra de acuerdo con las necesidades del mercado donde se encuentra. Así, en la mayoría de sus centros comerciales, la compañía incluye como locatarios a marcas propias del grupo empresarial, crea un portafolio complementario que atrae más marcas y tiendas por el nivel de tráfico de clientes que se genera.

Tabla 7

Visión, Misión y Valores por Negocio

Compañía	Visión	Misión	Valores
Supermercados Peruanos	Ser la primera opción de compra para todos los peruanos	Generar excelentes experiencias de compra para que nuestros clientes regresen y tengan una mejor calidad de vida	Trabajo en equipo Ordenado y Honesto Muy trabajador Servicial Actitud innovadora
InkaFarma	Cambiar la historia de la salud en todas las comunidades donde operemos, a través de la mejor calidad, el mejor precio y la mejor gente.	Llevar con calidez y optimismo: salud, bienestar y ahorro a todas las comunidades del Perú.	Obsesión por el Análisis Pasión por los Resultados Liderazgo Inspirador Amor por las Personas
Real Plaza	Ser reconocida como la mejor cadena de centros comerciales de la región teniendo la pasión de nuestra gente como pilar principal.	Nos preocupamos por mejorar la calidad de vida de las familias peruanas creando puntos de encuentro que brinden modernidad, entretenimiento y experiencias únicas en todo el Perú.	

Nota. Adaptado de “Supermercados Peruanos – Quiénes somos” por Supermercados Peruanos, 2016. Recuperado de http://www.supermercadosperuanos.com.pe/web/qsomos_empresa-filo; “InkaFarma – Quiénes somos” por InkaFarma, 2016. Recuperado de <http://www.inkafarma.com.pe/quienes-somos/inkafarma>; “Real Plaza – Quiénes somos” por Real Plaza, 2016. Recuperado de <http://realplaza.pe/sobre-real-plaza>

Al término del año 2015, 71.37% de las acciones emitidas por InRetail eran de titularidad de las empresas de su mismo grupo económico.

Tabla 8

Estructura Accionaria de InRetail

Accionista	País	Porcentaje
Intercorp Retail Inc.	Panamá	58.04%
Inteligo Bank Ltd.	Bahamas	7.74%
NG Pharma Corp.	Panamá	6.30%
Otros		27.92%
Total		100.00%

Nota. Tomado de “Documento de Información Anual Ejercicio 2014” por InRetail, 2014a. Recuperado de <http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/gc-comites/INRETAIL%20PERU%20DIA%202014.pdf>

2.1.3 Breve descripción de productos y servicios

Supermercados Peruanos S.A. Supermercados Peruanos S.A. (SPSA) es la segunda cadena de supermercados más grande en el mercado local, la cual opera a través de tres formatos: (a) Supermercados, con las marcas Vivanda y Plaza Ve Super; (b) Hipermercados, con la marca Plaza Ve; (c) Tiendas o supermercados por descuento, con las marcas Plaza Ve Express, Mass y Economax. Al término del año 2015, la empresa operaba cerca de 67 tiendas bajo la marca de Plaza Ve, 29 tiendas Plaza Ve Super y ocho bajo la marca Vivanda, de las cuales el 75% representa tiendas maduras.

SPSA es uno de los operadores de supermercados con mayor presencia en provincias, ingresado a mercados no atendidos, pero de alto potencial comercial, como son las zonas de menor nivel socioeconómico, en donde al ser el primero en ingresar ha logrado fidelizar a sus clientes, logrando un mejor desempeño, de acuerdo con los estándares del negocio de supermercados en nuevos mercados y, con ello, el creciente nivel de penetración en sus diferentes formatos, destacando su presencia en el interior del país.

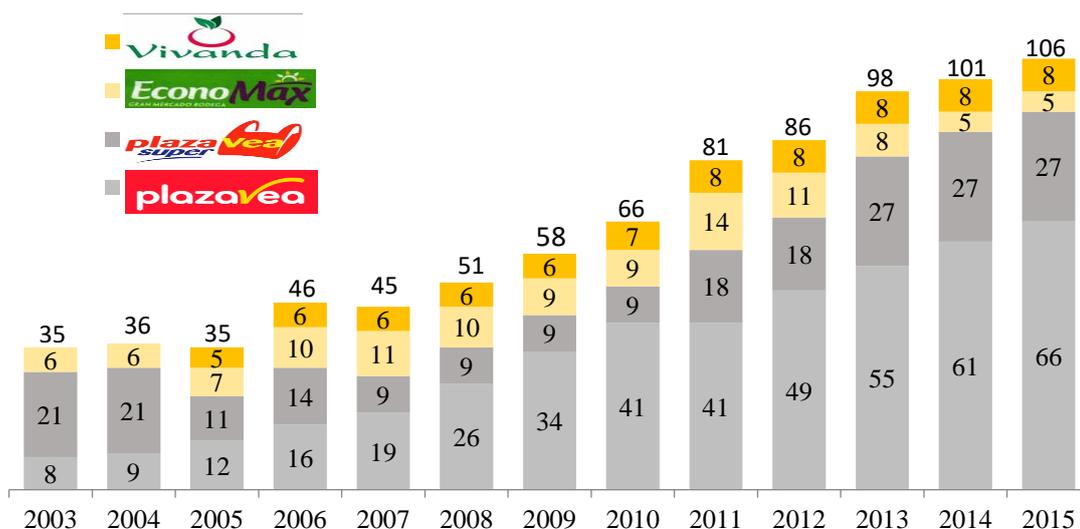


Figura 18. Evolución de número de tiendas por formato 2003 – 2015.

Adaptado de “Documento de información anual 2014” por Supermercados Peruanos, 2014.

Recuperado de

<http://www.bvl.com.pe/hhii/000432/20150305164401/DOCUMENTO32DE32INFORMACI211N322014.PDF>; “Presentación Corporativa de Resultados” por InRetail, 2015b.

Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf



Figura 19. Tiendas SPSA según ubicación geográfica.

Tomado de “InRetail: Corporate Presentation March 2016” por InRetail, 2016. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf

Las provincias son un foco importante para desarrollar la penetración de mercado, lo cual es aprovechado por SPSA dentro de su proceso de expansión. Esta estrategia comercial

se ha visto reflejada en el incremento del área de ventas de las tiendas, a partir del cual existe un potencial incremento en su nivel de penetración de mercado a nivel nacional, reduciendo cada vez más la brecha con Cencosud, tal como se muestra en la Figura 20.

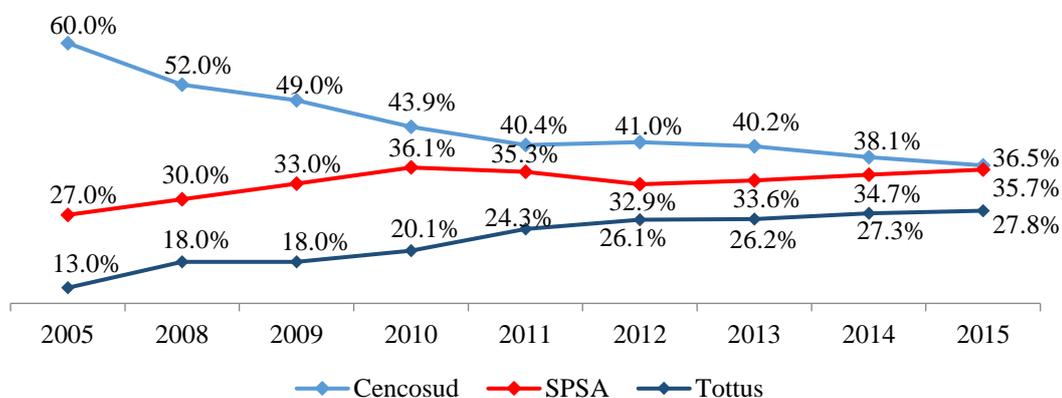


Figura 20. Participación de mercado SPSA a diciembre 2015.

Adaptado de “InRetail: Corporate Presentation March 2016” por InRetail, 2016. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf

SPSA mantiene un crecimiento promedio anual de 11% en los últimos cinco años, debido a la maduración de las tiendas existentes, la apertura de tiendas en el interior del país y el incremento de las ventas por metro cuadrado.

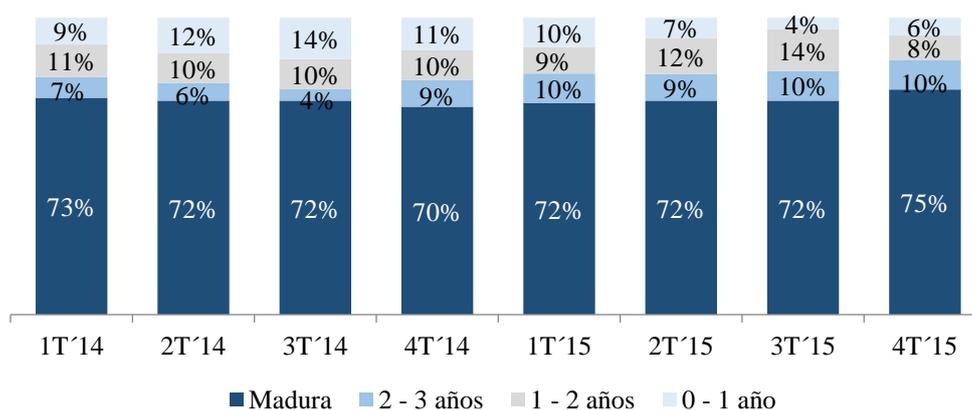


Figura 21. Evolución de la antigüedad de tiendas de Supermercados Peruanos S.A.

Tomado de “InRetail: Corporate Presentation March 2016” por InRetail, 2016. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf

InkaFarma. InkaFarma es la cadena de farmacias más grande operando actualmente en el país, enfocada principalmente en la comercialización de medicamentos y artículos de

cuidado personal, bajo la estrategia de precios bajos. Al cierre del último reporte del año 2015, la empresa contaba con 921 locales operando, bajo formatos estandarizados de 120 metros cuadrados aproximadamente.



Figura 22. Distribución de farmacias en el Perú al 2016.

Tomado de “InRetail: Corporate Presentation March 2016” por InRetail, 2016. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf



Figura 23. Distribución de malls en el Perú – 2016.

Tomado de “InRetail: Corporate Presentation March 2016” por InRetail, 2016. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf

Real Plaza. Real Plaza es la cadena de centros comerciales más grande del Perú. Actualmente, la compañía maneja un portafolio de 18 locaciones, sumando 582 mil metros cuadrados de área de venta arrendable.

2.1.4 Breve descripción de los planes de la empresa

Las iniciativas de crecimiento de InRetail se encuentran enfocadas en tres pilares: mejorar la propuesta de valor al cliente, a través de la optimización de promociones y descuentos y la mejora del portafolio de productos, el lanzamiento de estrategias digitales y el incremento de la penetración de la tarjeta de crédito propio del Grupo; eficiencias operacionales, capturando las sinergias entre los distintos formatos y eficiencias en la cadena de suministro; y la continua expansión de la operación, mediante la apertura de nuevos formatos, manteniendo un banco de terrenos *in-house* como soporte al crecimiento objetivo.

En línea con lo anterior, el plan de inversiones planteado por la compañía para el periodo 2016 – 2018 contempla la apertura de más de 80 nuevas farmacias para el año 2016, traduciéndose en un crecimiento cercano a 8.7% sobre el año anterior; la apertura de 10 mil metros cuadrados de área de venta para supermercados; un crecimiento de 3.5% respecto del 2015 y la construcción de cinco mil metros cuadrados adicionales a ser inaugurados en el primer trimestre del año 2017. Sumado a ello, la empresa mantiene planes de iniciar la construcción de un centro de distribución automatizado y una planta de manufactura, las cuales se esperan entren en operación en el primer semestre del año 2018. Por último, en el negocio de centros comerciales, InRetail apuntaría a un crecimiento de 2.5% al cierre del presente año, lo cual se traduciría en 14 mil metros cuadrados de área bruta arrendable adicionales al nivel actual, así como la construcción del mall de Puruchuco para el periodo 2018.

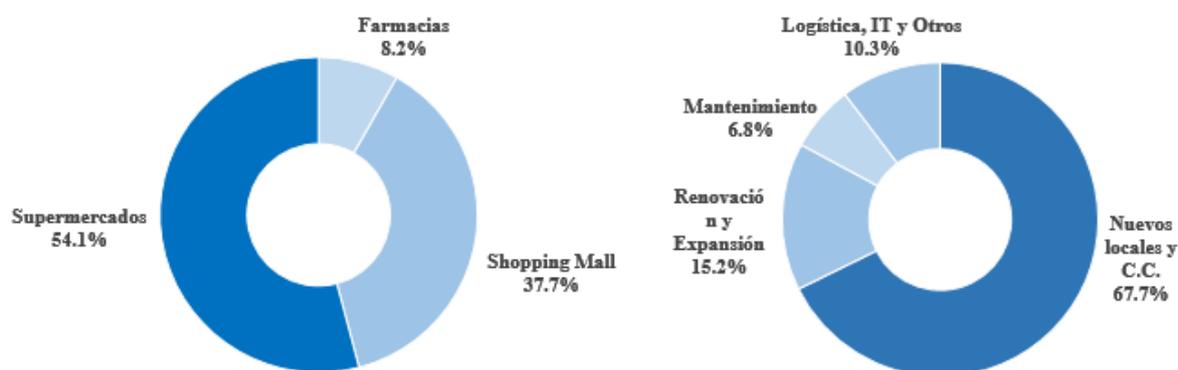


Figura 24. Plan de inversión InRetail 2016-2018 por segmento de negocio y por tipo de inversión.

Tomado de “InRetail: Corporate Presentation March 2016” por InRetail, 2016. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf

2.2. Análisis de la Estructura de Capital

2.2.1 Estructura de capital óptima y análisis de riesgos

Las decisiones de financiación que toman las compañías determinan su composición de capital, a partir del nivel de deuda y recursos propios que mantienen. Así, la existencia de un punto óptimo hace referencia a los beneficios y costos derivados de distintos niveles de apalancamiento y aportes propios de capital. Grajales (2008) hizo mención a dos tendencias que enmarcan las teorías sobre estructura óptima de capital, defendiendo o no la existencia de una estructura óptima. En cuanto a las primeras, el punto de partida es la idea de que un óptimo implica la existencia de costos y beneficios que se pueden derivar de distintos niveles de apalancamiento o estructuras de capital (o de un peso adicional de deuda). Estos costos y beneficios se miden en términos de su efecto sobre el valor de mercado de las empresas o su función objetivo (Grajales, 2008).

Mantener un mayor nivel de endeudamiento deriva en dos principales beneficios para la compañía: ventajas tributarias y solución a problemas de agencia. El enfoque de beneficios tributarios reconoce la posibilidad de deducir impuestos sobre los intereses generados por la deuda financiera actual de una empresa, lo cual sería un incentivo para mantener mayores niveles de apalancamiento. Por otro lado, un mayor nivel de

endeudamiento funcionaría como un mecanismo de los accionistas para controlar a la Gerencia en la asignación de los recursos tanto de gastos como inversiones.

Popescu & Visinescu (2009) destacaron tres principales teorías relacionadas con la estructura óptima de capital. La teoría de *trade-off* trabaja bajo el supuesto que las compañías compensan los beneficios y costos de financiamiento sustituyendo deuda por recursos propios o viceversa y encuentran su estructura óptima de capital después de descontar las imperfecciones del mercado como los impuestos, los costos de quiebra y los costos de agencia. En otras palabras, las compañías mantienen un ratio objetivo de deuda a activos, el cual tratarán de alcanzar mediante movimientos graduales. La teoría de *pecking order* argumenta que las decisiones de financiamiento de las compañías siguen una jerarquía, con la finalidad de minimizar la asimetría de información entre la gerencia y los accionistas de la firma. Por último, la teoría *market timing theory of capital structure* de Baker & Wurgler (2002) defiende el supuesto que las compañías emiten nuevas acciones al mercado cuando estas perciben que se encuentran sobrevaloradas. Por el contrario, realizan la recompra de acciones cuando creen que se encuentran subvaluadas por el mercado.

Delfino (2015) hizo mención a una teoría adicional, denominada la teoría de la información asimétrica. Esta parte del supuesto de la existencia de una diferencia marcada entre la información que manejan los directivos de la compañía y los acreedores sobre las oportunidades de inversión de la empresa. Debido a esta asimetría de información, las decisiones de inversión y financiamiento podrían verse afectadas, ya que los directivos descartan oportunidades de inversión para preservar los intereses de antiguos accionistas.

Salazar (2012) señaló los diferentes tratamientos tributarios entre los distintos tipos de financiamiento que dan origen a la teoría de *trade-off*. Bajo este supuesto, las compañías encuentran un incentivo para adoptar mayores niveles de endeudamiento, dado que el pago de intereses de dicha deuda generaría un escudo fiscal, reduciendo, así, la presión tributaria

sobre los flujos de la firma. No obstante, conforme los niveles de deuda aumentan, el riesgo de quiebra de la compañía se incrementa también, por lo que esta teoría busca el nivel óptimo entre deuda y capital que mantenga el equilibrio entre el incentivo fiscal y el incremento del riesgo de quiebra que asumiría la empresa al aumentar la deuda.

Por otro lado, la teoría de pecking order de Myers (1984) trabajó sobre el supuesto que las compañías prefieren financiarse primero con recursos propios, dada la asimetría de la información y los costos de estructuración que las empresas tendrían que asumir al adquirir un nuevo financiamiento. Delfino (2015) especificó que esta teoría trabaja bajo los supuestos que las firmas financian sus inversiones sobre la base de una jerarquía de fuentes de financiamiento, la cual coloca, en primer lugar, a las utilidades retenidas, en segundo lugar, a la deuda y, finalmente, a las ampliaciones de capital mediante la emisión de acciones.

Grajales (2008) señaló que una estructura óptima de capital se refiere a la combinación entre fuentes de financiamiento de deuda y capital que minimiza el costo de capital o maximiza el valor de la compañía. Cuando la empresa comienza a financiarse con mayor deuda, el costo marginal de esta disminuye al comienzo por el escudo fiscal que generan los intereses. En línea con ello, los inversionistas exigen una prima mayor por el riesgo asociado a un mayor endeudamiento. Así, a partir de este punto, el costo o prima adicional se vuelve mayor al ahorro generado por el escudo fiscal deducido de los intereses pagados.

Para hallar la estructura óptima de capital de InRetail, el análisis parte del enfoque de *Aswath Damodaran*, el cual busca encontrar aquel punto en que la compañía alcanza un costo de capital mínimo dada una combinación entre deuda y capital determinada. Para ello, el modelo trabajado incluye distintos niveles de endeudamiento, buscando sensibilizar los movimientos en el costo de la deuda y capital, conforme la proporción de deuda y capital cambia.

Tabla 9

Relaciones que Predicen las Distintas Teorías sobre Estructura de Capital

Variable	Efecto sobre el Endeudamiento		
	Teoría <i>Trade-Off</i>	Teoría Información Asimétrica	Teoría <i>Pecking - Order</i>
Tangibilidad	Positiva	Positiva	Positiva
Rentabilidad	Positiva	Positiva	Negativa
Tamaño	Positiva	Negativa	Negativa
Oportunidades de crecimiento	Negativa	Negativa	Positiva
Impuestos	Positiva	Positiva	Positiva
Riesgo de negocio	Negativa	Negativa	Negativa

Nota. Tomado de “Determinantes de la estructura de capital de las empresas en América Latina” por Delfino, 2015. Recuperado de http://www.marcelodelfino.net/files/Determinantes_estructura_capital.pdf

La estructura de capital de InRetail ha ido presentado importantes cambios en los últimos años, producto del incremento de los niveles de endeudamiento de la compañía. Así, en el año 2015, el patrimonio registrado en libros representaba cerca de 40.3% del total entre patrimonio y deuda total, siendo 45.4% en el año 2013. Sumado a ello, al término del año 2015, la relación deuda financiera sobre deuda total más patrimonio ascendía a 34.1%. Solo en el año 2014 la empresa realizó dos emisiones importantes en el mercado: (a) en julio de 2014, InRetail Real Estate Corp. emitió, a través de InRetail Shopping Malls, una oferta privada en el mercado local y en el exterior de *Senior Notes Unsecured* por US\$350 millones y S/.141 millones, a una tasa de 6.50 y 7.875 por ciento, con vencimiento en el año 2021 y 2034, respectivamente; (b) en octubre de 2014, InRetail Consumer efectuó una oferta privada en el mercado local y en el exterior de *Senior Notes Unsecured* por US\$300 millones y S/.250 millones, a una tasa nominal de 5.250 por ciento y 6.8125 por ciento, respectivamente, con vencimientos en octubre de 2021.

Para determinar la estructura óptima de capital, el modelo parte de un escenario donde la empresa no se encuentra apalancada, es decir, el nivel de endeudamiento es 0%. A partir de ello, se plantearon nueve intervalos adicionales, los cuales representan los distintos niveles

de endeudamiento que la compañía podría asumir, dado un incremento de 10% en los niveles de deuda financiera sobre la suma de patrimonio y deuda total (D/D+E).

Tabla 10

Beneficio Tributario Derivado de los Distintos Niveles de Deuda

	Deuda como porcentaje del Valor de la Compañía pre reestructuración									
	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Beneficio Tributario derivado de los niveles de deuda										
Utilidad Operativa (EBIT)	612.50	612.50	612.50	612.50	612.50	612.50	612.50	612.50	612.50	612.50
Gastos financieros	-	15.89	40.87	78.33	104.44	201.49	275.85	381.42	435.91	567.02
Utilidad antes de impuestos	612.50	596.61	571.63	534.17	508.06	411.01	336.65	231.08	176.59	45.48
Impuestos	171.50	167.05	160.06	149.57	142.26	115.08	94.26	64.70	49.45	12.73
Utilidad Neta	441.00	429.56	411.58	384.60	365.81	295.92	242.39	166.38	127.15	32.74
Gasto financiero / EBIT	0.0%	2.6%	6.7%	12.8%	17.1%	32.9%	45.0%	62.3%	71.2%	92.6%

El primer bloque del análisis presenta la sensibilización del escudo fiscal generado por los intereses pagados en los distintos niveles de endeudamiento, asumiendo una tasa de impuestos en torno a 28%. Si bien se observa que los impuestos pagados disminuyen conforme los niveles de deuda aumentan, al seguir adquiriendo mayor deuda financiera, el resultado neto de la compañía termina siendo destruido por los gastos financieros derivados del incremento del riesgo de quiebra de la empresa. Por ejemplo, al asumir un nivel deuda financiera sobre patrimonio más deuda total de 90%, la relación gasto financiero sobre utilidad operativa (EBIT), asciende a 92.6%, destruyendo el valor generado por las operaciones de la empresa.

El nivel de endeudamiento y los riesgos de quiebra mantienen una relación directa positiva. En línea con ello, al aumentar los niveles de deuda, la relación de cobertura de intereses se ve afectada. Partiendo de este supuesto, se consideraron los distintos niveles de *spread* sobre un instrumento libre de riesgo calculados a partir de la calificación de riesgo de la deuda financiera para estimar de manera sintética la tasa de interés que esta exigiría. Así,

en un escenario de 40% de deuda financiera sobre la suma de patrimonio y deuda total, la tasa de interés exigida para aquel nivel de endeudamiento se encontraría en 4.60%, mientras que la tasa de interés de la deuda en un escenario de financiamiento más intensivo al 90% alcanzaría el 11.10%.

Tabla 11

Característica de la Deuda en los Distintos Niveles de Endeudamiento

Características de la Deuda	Deuda como porcentaje del Valor de la Compañía pre reestructuración									
	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Deuda	-	567.59	1,135.18	1,702.77	2,270.36	2,837.95	3,405.54	3,973.13	4,540.72	5,108.31
Rating del Bono	AA	AA	A-	BB	BB	B-	CCC	CC	CC	C
Tasa de interés	2.80%	2.80%	3.60%	4.60%	4.60%	7.10%	8.10%	9.60%	9.60%	11.10%
Cobertura de Intereses Actual	2.35									

Tabla 12

Determinación de la Tasa de Interés según Calificación de la Deuda

Cobertura de Intereses		Calificación Deuda	Tasa de interés
Mínimo	Máximo		
-100000	0.199999	D	14.10%
0.2	0.649999	C	11.10%
0.65	0.799999	CC	9.60%
0.8	1.249999	CCC	8.10%
1.25	1.499999	B-	7.10%
1.5	1.749999	B	6.10%
1.75	1.999999	B+	5.10%
2	2.499999	BB	4.60%
2.5	2.999999	BBB	4.10%
3	4.249999	A-	3.60%
4.25	5.499999	A	3.10%
5.5	6.499999	A+	3.10%
6.5	8.499999	AA	2.80%
8.5	100000	AAA	2.40%

Nota. Tomado de "Estimating a synthetic rating and cost of debt" por Damodaran, 2016c. Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/synrating.htm

Por último, la tercera parte del análisis sensibiliza el costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés) a partir de los datos obtenidos en el bloque anterior. Para calcular el costo de la deuda, se incluyó las tasas de interés estimadas dado los distintos niveles de endeudamiento restándole el escudo fiscal generado. Asimismo, se utilizó el modelo CAPM para hallar el costo del patrimonio, considerando el rendimiento de un instrumento libre de riesgo (rendimiento de un bono soberano de Estados Unidos a 10 años) en torno a 2.1%, un *market risk Premium* de 6% y el riesgo país de Perú de 2.4%.

Como resultado del análisis realizado, la estructura óptima de capital para InRetail se encontraría cuando la relación deuda financiera sobre la suma de patrimonio y deuda alcanza un nivel de 40%. Así, el punto óptimo hallado denotaría la existencia de flexibilidad financiera de la compañía para continuar adquiriendo financiamiento sin modificar significativamente su costo promedio ponderado de capital. El monto estimado en que la empresa podría seguir financiándose ascendería a S/.457.6 millones (ver Tabla 13).

2.2.2 Análisis de posible emisión de acciones o recompra de acciones

Ropero (2000) hizo mención a dos enfoques teóricos que explican las causas por las cuales una compañía opta por la recompra de acciones. Dentro del primero, destacan los artículos de Dann (1981) que analizó la importancia de la recompra de acciones como señal de calidad empresarial, mientras que Tsetsekos, Liu & Floros (1996) destacaron el proceso como un mecanismo para evitar que la Gerencia malgaste los recursos de la empresa. Elton & Gruber (1970) resaltaron el tratamiento fiscal más favorable al de los dividendos; en cambio, en el caso de DeAngelo & Masulis (1980) sugirieron que la adquisición de acciones propias serviría para modificar la relación deuda a patrimonio, con la finalidad de ajustarlo al óptimo. Por último, Bagnoli & Gordon (1989) señalaron a la recompra de acciones como una forma de impedir una oferta pública de acciones (OPA). El segundo enfoque se centra más

en los efectos en el mercado. Así, Barclay & Smith (1988) y Hertz (1991) argumentaron que las compañías recompran acciones como señal al mercado de una mejora económica.

Tabla 13

Estimación Estructura Óptima de Capital

Deuda como porcentaje del Valor de la Compañía pre reestructuración										
	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Determinación Estructura óptima de capital										
D/E	0%	11%	25%	43%	67%	100%	150%	233%	400%	900%
Beta	0.77	0.83	0.91	1.01	1.14	1.33	1.60	2.07	2.99	5.76
Costo Patrimonio (Ke)	13.4%	13.8%	14.2%	14.9%	15.7%	16.8%	18.6%	21.5%	27.2%	44.5%
Costo Deuda (Kd)	2.0%	2.0%	2.6%	3.3%	3.3%	5.1%	5.8%	6.9%	6.9%	8.0%
WACC	13.38%	12.59%	11.91%	11.40%	10.74%	10.98%	10.93%	11.27%	10.97%	11.64%
Valor Firma S/. MM	5,676	6,032	6,374	6,663	7,073	6,919	6,950	6,736	6,921	6,522

Nota. D = Deuda; E = Patrimonio.

Yallapragada (2014) centralizó los beneficios de recompra de acciones en el ratio *earnings per share* (EPS), calculado a partir de la división de la utilidad neta entre el número de acciones en circulación. Considerando los mismos niveles de utilidad, si el número de acciones se reduce recomprando las acciones, el ratio EPS se incrementa. Así, una compañía con mayores niveles de EPS resulta más atractiva en el mercado.

El análisis de recompra de acciones parte de los intervalos trabajados en la estructura óptima de capital, incluyendo los beneficios tributarios derivados de los distintos niveles de endeudamiento para sensibilizar los efectos sobre la utilidad neta. El modelo considera la disminución de acciones conforme los niveles de deuda van aumentando y las variaciones de la ganancia por acción (EPS) en cada intervalo. Así, a un nivel de 40% de endeudamiento, el ratio P/E (Price/EPS) de la compañía se desplazaría a 11.05 de 12.87 si tuviera 0% de deuda financiera.

Tabla 14

Escenarios de Recompra de Acciones

	Deuda como porcentaje del Valor de la Compañía pre reestructuración									
	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Beneficio Tributario derivado de los niveles de deuda										
Utilidad Operativa (EBIT)	612.50	612.50	612.50	612.50	612.50	612.50	612.50	612.50	612.50	612.50
Gastos financieros	-	15.89	40.87	78.33	104.44	201.49	275.85	381.42	435.91	567.02
Utilidad antes de impuestos	612.50	596.61	571.63	534.17	508.06	411.01	336.65	231.08	176.59	45.48
Impuestos	171.50	167.05	160.06	149.57	142.26	115.08	94.26	64.70	49.45	12.73
Utilidad Neta	441.00	429.56	411.58	384.60	365.81	295.92	242.39	166.38	127.15	32.74
Gasto financiero / EBIT	0.0%	2.6%	6.7%	12.8%	17.1%	32.9%	45.0%	62.3%	71.2%	92.6%
Precio Acciones										
Nº Acciones en circulación canjeadas	398.31	358.48	318.65	278.82	238.99	199.15	159.32	119.49	79.66	39.83
Ganancia por acción (EPS)	1.11	1.20	1.29	1.38	1.53	1.49	1.52	1.39	1.60	0.82
Patrimonio a valor de mercado	5,675.90	5,267.24	4,858.57	4,449.91	4,041.24	3,632.58	3,223.91	2,815.25	2,406.58	1,997.92
Precio Acciones	14.25	14.69	15.25	15.96	16.91	18.24	20.24	23.56	30.21	50.16
Ratio P/E	12.87	12.26	11.80	11.57	11.05	12.28	13.30	16.92	18.93	61.02

Nota. D = Deuda; E = Patrimonio.

2.2.3 Análisis de posible emisión de deuda y categorización de riesgo de la misma

De lo evaluado en la sección 2.2.1, se determinó que InRetail contaría aún con flexibilidad para elevar su nivel de financiamiento sin alterar significativamente su costo promedio ponderado de capital. Así, el monto estimado en que la empresa podría seguir financiándose ascendería a S/ 457.6 millones, lo que implicaría no sobrepasar un nivel de 40% en la relación deuda financiera sobre patrimonio más deuda.

Considerando la metodología antes mencionada para la estimación de la calificación de la deuda financiera, se halló que el rating actual de la deuda se encontraría en BBB, con un costo de la deuda en torno a 8.01%. Asumiendo la emisión de una deuda por S/ 457.6 millones, se estimó que los gastos financieros se incrementarían en 10%. Manteniendo los márgenes de la operación actual, el ratio de cobertura de intereses pasaría a 2.41 de 2.65 en el

escenario actual, con lo cual el rating de la deuda bajaría a BB con una tasa de interés en torno a 8.51%.

Tabla 15

Resultado Escenario Emisión Nueva Deuda Comparada con Deuda Actual

InRetail Actual		InRetail Nueva deuda	
Utilidad Operativa S./MM	596.98	Utilidad Operativa S./MM	596.98
Gastos financieros S./MM	225.66	Gastos financieros S./MM	248.22
Rendimiento Bono Soberano a largo plazo	6.51%	Rendimiento Bono Soberano a largo plazo	6.51%
Cobertura de Intereses	2.65	Cobertura de Intereses	2.41
Estimación Rating del Bono	BBB	Estimación Rating del Bono	BB
Estimación Default Spread	1.50%	Estimación Default Spread	2.00%
Estimación costo de la deuda	8.01%	Estimación costo de la deuda	8.51%

Cobertura Intereses			
>	≤	Calificación Deuda	Spread
-100000	0.199999	D	10.00%
0.2	0.649999	C	7.50%
0.65	0.799999	CC	6.00%
0.8	1.249999	CCC	5.00%
1.25	1.499999	B-	4.25%
1.5	1.749999	B	3.25%
1.75	1.999999	B+	2.50%
2	2.499999	BB	2.00%
2.5	2.999999	BBB	1.50%
3	4.249999	A-	1.25%
4.25	5.499999	A	1.00%
5.5	6.499999	A+	0.80%
6.5	8.499999	AA	0.50%
8.50	100000	AAA	0.20%

2.3 Análisis de Capital de Trabajo

2.3.1 Óptimos de capital de trabajo

Weston & Brigham (1994) establecieron que la administración del capital de trabajo determinaba la posición de liquidez de la empresa y que la liquidez era necesaria para la sobrevivencia. En ese sentido, el óptimo del capital de trabajo que debe buscar toda empresa debe ser aquella que se derive de la optimización de los inventarios, cuentas por cobrar, cuentas por pagar y del efectivo para operar, es decir, determinar los niveles apropiados que permitan el repago de los préstamos. En el caso de tiendas por departamentos o supermercados, el exceso de inventario que permanece en *stock* representa dinero

inmovilizado que no produce, cuando en otras condiciones posibilita la reinversión en otros activos que generen flujo permanente de ingresos y, por ende, utilidades.

Tabla 16

Capital de Trabajo Operativo

INRETAIL PERU CORP. Y SUBSIDIARIAS (en miles de soles)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cuentas por cobrar comerciales, neto	34,975	46,596	72,313	82,155	83,749	98,314
Otras cuentas por cobrar, neto	15,600	23,027	32,431	32,742	42,463	38,177
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	83,670	19,993	104,477	86,048	95,188	56,404
Existencias, neto	266,947	614,822	601,962	778,988	803,821	891,355
Inversiones disponibles para la venta		70,628	28,319	17,171		55,132
Gastos pagados por adelantado	15,719	27,233	30,942	23,371	19,834	18,790
Impuestos por recuperar	19,513	41,639	48,456	158,721	93,297	85,141
Activos Corrientes	555,230	1,189,660	2,015,787	1,461,767	1,423,373	1,513,618
Cuentas por pagar comerciales	588,714	965,321	1,035,307	1,287,351	1,268,713	1,450,088
Otras cuentas por pagar	71,631	112,402	162,642	203,480	210,531	216,045
Deudas y préstamos que devengan intereses	84,763	58,775	73,938	77,755	75,438	178,689
Cuentas por pagar a partes relacionadas	43,436	25,901	33,828	30,893	18,553	27,002
Impuesto a la renta corriente, neto	10,575	6,514	25,122	416	2,545	3,907
Bonos emitidos	56,254	20,907	9,771	84,449		
Ingresos diferidos	7,039	8,447	2,989	3,557	3,950	4,326
Pasivos Corrientes	862,412	1,198,267	1,343,597	1,687,901	1,579,730	1,880,057
CAPITAL DE TRABAJO NETO	-307,182	-8,607	672,190	-226,134	-156,357	-366,439
Efectivo y equivalentes de efectivo	118,806	325,722	541,864	282,571	284,998	235,409
Cuentas por cobrar comerciales, neto	34,975	46,596	72,313	82,155	83,749	98,314
Otras cuentas por cobrar, neto	15,600	23,027	32,431	32,742	42,463	38,177
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	83,670	19,993	104,477	86,048	95,188	56,404
Existencias, neto	266,947	614,822	601,962	778,988	803,821	891,355
Impuestos por recuperar	19,513	41,639	48,456	158,721	93,297	85,141
Activos Corrientes	539,511	1,071,799	1,401,503	1,421,225	1,403,516	1,404,800
Cuentas por pagar comerciales	588,714	965,321	1,035,307	1,287,351	1,268,713	1,450,088
Otras cuentas por pagar	71,631	112,402	162,642	203,480	210,531	216,045
Cuentas por pagar a partes relacionadas	43,436	25,901	33,828	30,893	18,553	27,002
Pasivos Corrientes	703,781	1,103,624	1,231,777	1,521,724	1,497,797	1,693,135
CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO	-164,270	-31,825	169,726	-100,499	-94,281	-288,335

Nota. Tomado de "Información Financiera Supermercados Peruanos" por Supermercados Peruanos, 2015.

Recuperado de

http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

En esta línea, tan importante como los recursos financieros a largo plazo es importante considerar los recursos financieros a corto plazo por la influencia en los costos financieros (Court, 2012). Si bien la teoría de las finanzas establece tres categorías de políticas de financiación (alto riesgo, agresiva y conservadora), en el sector retail, existe otro origen de financiación, el cual se construye a través de las relaciones comerciales con sus proveedores. Específicamente, en supermercados se denomina financiación espontánea, es decir, aquella que no genera intereses explícitos, aunque sí uno implícito por el hecho de rechazar el beneficio de pagar menos por diferir la deuda.

2.4 Análisis de Valor

2.4.1 Valorización de la empresa

Para determinar el valor de InRetail, se consideraron tres metodologías distintas de valoración: múltiplos comparables, *net asset value* y flujos de caja descontados. Bajo este último enfoque, el valor de la compañía deriva de la suma del valor de sus partes o unidades de negocios.

Mediante la valoración de múltiplos comparables, el valor de la compañía se calcula a partir del valor conocido de empresas comparables que cotizan en el mercado. Para llevar a cabo el análisis, se tomó en cuenta la información trabajada dentro de la sección 1.3., donde fueron seleccionadas como empresas comparables de InRetail a S.A.C.I. Falabella, Organización Soriana, Almacenes Éxito y Wal-Mart Chile.

Tomando en consideración la información financiera del último año, se construyeron los indicadores para sus respectivas comparaciones. El ratio valor de la empresa sobre EBITDA (EV/EBITDA) mide el número de veces que debe repetirse el EBITDA hasta alcanzar el valor de la empresa (EV). Este supone que una empresa es más eficiente al generar beneficios por encima de los recursos invertidos, es decir, se obtiene más beneficios por unidad de valor de la empresa. El ratio precio-utilidad (P/E) es la razón entre el precio de

mercado de la acción dividido por el beneficio por acción de la empresa. Así, una relación precio-utilidad (PE) más elevada indica que los inversores están pagando más por cada unidad de beneficio. Por último, el ratio precio sobre valor en libros (P/Book Value) compara el precio de mercado actual de una empresa con su valor contable, con la finalidad de determinar la rentabilidad de la inversión.

Bajo esta metodología, InRetail se encontraría tranzando actualmente con un descuento de 9.7% en su múltiplo EV/EBITDA, respecto de la mediana del sector. Al incluir el nivel de endeudamiento actual de la compañía y sus valores más líquidos, el valor de la acción se encontraría en US\$11.17 (ver Tabla 17).

Tabla 17

Valoración por Múltiplos Comparables

	Mkt Cap (US\$)	EV/EBITDA	P/E	P/Book	Mg EBITDA	ROIC	ROA	ROE
INRETAIL	1,49B	9.92x	21.95x	1.56x	11.04%	6.02%	1.90%	4.64%
S.A.C.I. Falabella	16,48B	17.28x	20.00x	2.95x	12.65%	7.33%	4.34%	14.50%
Organización Soriana SAB	4,14B	9.18x	18.01x	1.42x	6.82%	5.57%	4.08%	7.31%
Almacenes Éxito	2,20B	8.24x	14.89x	0.80x	5.75%	3.49%	1.81%	7.31%
Wal-Mart Chile SA	5,03B	13.01x	10.47x	4.22x	8.05%	19.49%	10.91%	22.91%
CENCOSUD SA	6,71B	12.04x	17.35x	1.01x	7.86%	6.23%	2.23%	22.23%
Mediana		10.98x	17.68x		7.96%			10.9%
Promedio		11.61x	17.11x					
Mínimo		8.24x	10.47x					
Máximo		17.28x	21.95x					
EBITDA 2015 S./MM		750.4						
(+) Valor Compañía		8,239.39						
(+ Efectivo y otros activos		235.41						
(-) Deuda Consolidado		4'663.57						
(=) Valor Patrimonio		3,811.23						
Número de acciones (millones)		102.81						
(=) Valor Acción US\$		11.17						

Dada las características de InRetail como grupo empresarial, la valoración mediante el enfoque de net asset value parte del supuesto que los *holdings* tranzan con un descuento respecto de sus componentes, definido como el porcentaje en que difiere el patrimonio

bursátil de un conglomerado respecto de su valor neto de activos. El análisis realizado consideró el valor de cada uno de los segmentos de negocio, con lo cual se determinó que InRetail se encontraría tranzando con un descuento de 53.7%, lo cual respaldaría el atractivo de la compañía desde el punto de vista del inversor.

Por último, se determinó el valor de la acción de InRetail como la suma del valor de sus unidades de negocio. Bajo este enfoque, se estimó que el valor de la acción de la compañía se encontraría en US\$21.9, lo cual implica un descuento de 24.7% respecto de su cotización actual, con un múltiplo EV/EBITDA implícito de 10.92x en el año 2016 (ver Tablas 18 y 19).

Tabla 18

Determinación de Descuento por Holding

	N° Acciones	%Propiedad	Cotización actual	Precio objetivo por acción	Total
Efectivo y equivalentes					235.4
Retail:					
InkaFarma	13'783,428	100.0%		151.53	2,089
Centros Comerciales	14'750,000	100.0%		100.87	1,488
Supermercados	320'332,671	100.0%		3.47	1,110
Sum					4,922
Deuda Financiera					2,669
Activos Brutos					4,922
Deuda financiera					(2,669)
Net Assets				NAV	2,253
			NAV por acción US\$	21.91	21.91
InRetail	102'800,000		16.50		1,696
Descuento NAV					-24.71%

Supermercados Peruanos S.A. El análisis financiero y la evaluación de riesgos de Supermercados Peruanos S.A., se ha realizado sobre la base de los siguientes fundamentos:

- La consolidación de sus operaciones basada en el mayor número de locales, lo cual dinamiza el proceso de expansión de mediano y largo plazo.

- El posicionamiento que ha experimentado los diferentes formatos desarrollados, destacando su presencia en provincias.
- El constante crecimiento de los ingresos por ventas, *same sale store* (SSS), logrado a partir de la apertura de nuevas tiendas.
- El respaldo del Grupo Intercorp, lo cual es fortalecido por las sinergias que se presentan por las operaciones conjuntas con las empresas del grupo.
- La sensibilidad del sector consumo frente a situaciones económicas desfavorables.
- El posible ingreso de nuevos competidores atraídos por la baja penetración en el sector de supermercados en el mercado peruano.
- El importante monto de inversión requerido para financiar la expansión de sus negocios.
- Estos elementos alcanzan relevada importancia en la elección y desarrollo de los *inputs* de valor aplicados en la valoración de la empresa.

Comportamiento del consumo privado frente a la tendencia bajista del PBI. Al cierre del año 2015, el Perú descendió tres puestos del GRDI (A.T. Kearney, 2015) por el retroceso de la inversión privada y menores tasas de crecimiento de consumo. En ese sentido, el consumo privado del mercado peruano ha sido afectado por la desaceleración de la economía durante los últimos años. A pesar de ser uno de los componentes del consumo privado, el negocio de supermercados no mantiene una tendencia similar, debido a que los productos que ofrecen son de primera necesidad. Como consecuencia, el nivel de ventas en los tres principales supermercados no ha experimentado un retroceso en sus ingresos, en tanto continúa creciendo a tasas positivas, producto de la expansión territorial que el sector ha venido trabajando.

Tabla 19

Valorización de InRetail por Suma de Partes

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
(+)INKAFARMA	2,570.45									
FCLO	139.61	162.45	170.59	182.65	196.07	214.99	226.93	240.35	251.22	262.97
Perpetuidad	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,712.65
(+)SHOPPING MALL	2,608.86									
FCLO	-53.33	-7.97	187.08	194.24	200.30	206.55	213.00	219.66	226.53	233.25
Perpetuidad	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,015.15
(+)SUPERMERCADOS	2,750.60									
FCLO	68.54	101.75	123.72	150.68	177.93	202.22	226.86	255.11	280.40	307.66
Perpetuidad	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,478.77
(=) Total	154.82	256.23	481.39	527.56	574.30	623.77	666.79	715.11	758.15	13,010.45
WACC INRETAIL	8.81%	8.81%	8.81%	8.81%	8.81%	8.81%	8.81%	8.81%	8.81%	8.81%
factor de descuento	1.09	1.18	1.29	1.40	1.53	1.66	1.81	1.96	2.14	2.33
Valor Presente FCLO	142.28	216.43	373.71	376.40	376.58	375.91	369.31	364.02	354.69	5,594.11
(+) Valor de la Compañía: INRETAIL Consolidado		8,543.45								
(+) Efectivo y otros activos Consolidado		235.41								
(-) Deuda Consolidado	4,663.57									
(=) Valor Patrimonio	4,115.29									
Número de acciones (millones)	102.81									
(=) Valor Acción S/. A Ene 2015	40.03									
(=) Valor Acción US\$ Ene 2015	12.06									
Tipo de cambio	3.32									
(=) Valor Acción US\$ Dic 2016	14.27									
Cotización actual	16.50									
Upside 12 meses	-13.49%									

SPSA ha participado en aperturas de tiendas y remodelación, de ampliación de sala de ventas, desarrollando estrategias de mercado para impulsar las ventas de los productos a través de descuentos, bonos promocionales, de fidelizar a los clientes, de las condiciones de negociación con sus proveedores y el aprovechamiento de sinergias entre las empresas del grupo que lo respalda. De acuerdo con esto, se ha considerado que SPSA tiene un alto potencial de expansión relacionado al incremento de sus ventas por metros cuadrados para los siguientes periodos, lo cual va relacionado al incremento del consumo de productos de primera necesidad.

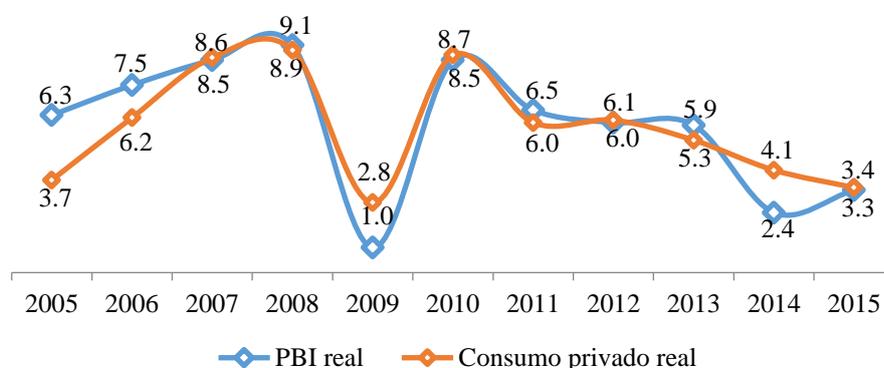


Figura 25. Correlación PBI real – Consumo privado real.

Adaptado de “Fundamentos de Clasificación de Riesgo Supermercados Peruanos S.A.” por Class & Asociados S.A., 2015. Recuperado de <http://www.classrating.com/SPeruanos.pdf>

Método basado en el descuento de flujos de caja descontados. Este método determina el valor de la empresa a través de la estimación de la capacidad que tiene la misma para generar flujos de efectivo o cash flow, actualizando los mismos a una tasa de descuento determinada que considere los riesgos internos y externos del negocio. Este modelo ofrece la ventaja de conocer la disponibilidad efectiva de dinero para los inversionistas. Asimismo, incorpora:

- Aspectos específicos y detallados de las operaciones de la empresa.
- Considera el valor del dinero en el tiempo.
- Considera el riesgo del negocio, del mercado y del país.
- Estima el potencial de crecimiento para la compañía.
- Incluye el análisis de las inversiones.

- Incorpora el valor integral del negocio y su potencial a futuro.

Como resultado de esta metodología, se obtiene el valor de la empresa. El siguiente esquema muestra las fases fundamentales seguidas en la valoración de SPSA:



Figura 26. Análisis de la información y proyección de los resultados.

Según Fernández (2008), el flujo de caja libre es el método general de actualización de flujos, donde se tiene una tasa de descuento particular la cual sirve para traer a valor presente cada uno de los flujos de la empresa según los períodos tomados como supuesto. Sobre la base de ello, también es posible calcular el valor actual de los flujos considerando que estos son indefinidos o a perpetuidad. En la práctica, la mayoría de las valorizaciones considera este supuesto, por lo que una variable relevante a determinar también es la tasa de crecimiento a perpetuidad. Para descontar los flujos de caja libre, la tasa que se debe usar es el WACC. La determinación de la tasa de descuento es un factor de gran importancia, pues en ella se considera, principalmente, los riesgos de la empresa y, además, debe incorporar el costo de los accionistas, el costo de oportunidad y el costo de la deuda, a pesar que el flujo no considera la deuda financiera (sin embargo, sí considera el escudo fiscal producto de la misma).

Inductores de valor del flujo de caja. Los ingresos de Supermercados Peruanos S.A. han mostrado una tendencia creciente en respuesta a la apertura de nuevos locales, al incremento en el área de ventas, al crecimiento de las ventas por m², al importante posicionamiento que está alcanzando en sus diferentes formatos y al alto potencial que existe

en el segmento de supermercados en el Perú. Sobre la base de ello, se sostiene que la evaluación de SPSA considera el gran empuje del sector retail, los inductores que generan valor, el riesgo al cual se enfrenta el negocio, así como factores económicos y legales del país. Siguiendo la estructura del modelo de flujo de caja descontado, se evaluaron determinados inputs de valor para la elaboración de la valorización:

Cálculo y proyección de ingresos. Tomando como base la evolución de las ventas históricas y el alto potencial existente en el segmento de supermercados en el Perú, la empresa continúa en el proceso a través de un agresivo plan de expansión como cadena de autoservicios, incluyendo en su plan comercial un crecimiento orgánico de mediano y largo plazo. SPSA ha registrado, en los últimos cinco periodos, crecimiento en ventas y en m², lo cual está acompañado con la apertura de nuevas tiendas en sus diferentes formatos logrando diversificar la demanda en Lima y Provincias.

Tabla 20

Evolución de los Ingresos, Tiendas y M²

Periodos	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos por ventas	2'815,759	3'054,522	3'325,104	3'756,624	4'077,759
Crecimiento en ventas	17%	8%	9%	13%	9%
Nº de tiendas	75	86	98	101	106
Crecimiento en tiendas	12%	15%	14%	3%	5%
Variación en tiendas	8	11	12	3	5
Miles de m ²	204,278	224,985	248,609	269,718	288,241
Crecimiento en m ²	8%	10%	11%	8%	7%

Nota. Adaptado de “Presentaciones corporativas” por InRetail, 2012; InRetail, 2013; InRetail, 2014b; InRetail, 2015b. Recuperado de http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=88

En función del promedio de tiendas inauguradas anualmente y al crecimiento en ventas realizado los últimos cinco años, se proyectó la apertura de ocho tiendas anuales por los periodos 2016 – 2024 y la apertura de cinco tiendas para el periodo 2015, de acuerdo con lo informado por InRetail (2015a).

Se analizaron otros factores de valor para la proyección de los ingresos. Entre ellos, se encuentra el promedio de metros cuadrados por tienda, el cual asciende a 3,750 m², con un ratio de S/ 14.15 mil de ventas por m², para lo cual se tomó en cuenta los formatos bajo los cuales opera la empresa, siendo el principal el formato Plaza Vea, el cual se ha constituido como el pilar de la expansión de las operaciones de la empresa. Se consideró tanto en el formato de hipermercado como en el de supermercado, los cuales se adecuan a las características de los diferentes segmentos socioeconómicos y zonas geográficas, continuando con su plan estratégico de posicionamiento en provincias.

Otro driver incluido es el indicador de ventas por metro cuadrado, el cual facilita analizar la evolución de las tiendas a lo largo del tiempo midiendo la eficacia de la superficie de ventas, realizando comparaciones entre distintas secciones de una tienda, entre tiendas y entre las tiendas de la competencia. Este ratio es calculado como la división de los ingresos por ventas y la cantidad de metros cuadrados del área de ventas de todos los locales. Para este cálculo, se ha tomado como base la información de ventas por m² al cierre del periodo 2015 de S/ 14.15 mil, por lo que se ha estimado la mejora del indicador ventas por m² en 3% de crecimiento promedio anual, como resultado de la evaluación de los indicadores actuales de la competencia.

El crecimiento de ventas en misma tienda SSS, utilizado como medida de avance para evaluar el desempeño, es un elemento clave en los resultados operativos y que representa la variación de los ingresos generados por las mismas tiendas en un periodo de operación determinado (no se considera las tiendas nuevas). En el análisis realizado en el sector de supermercados, este indicador resultó positivo para Supermercados Peruanos S.A., logrando ventaja sobre sus competidores. El incremento de este indicador fue alcanzado por el aumento del *ticket* promedio aunado a la campaña de promociones y mayores ventas en el segmento mayorista, afinando su estrategia comercial, decidiendo enfocarse en productos

percibles, en lugar de bienes durables en los formatos de hipermercados, lo cual ha contribuido a mejorar el SSS respecto de sus competidores al cierre del año 2015. Sin embargo, se reportó una baja respecto del año 2014, asociado a una menor venta en los productos de temporada por la tardía llegada de la primavera.

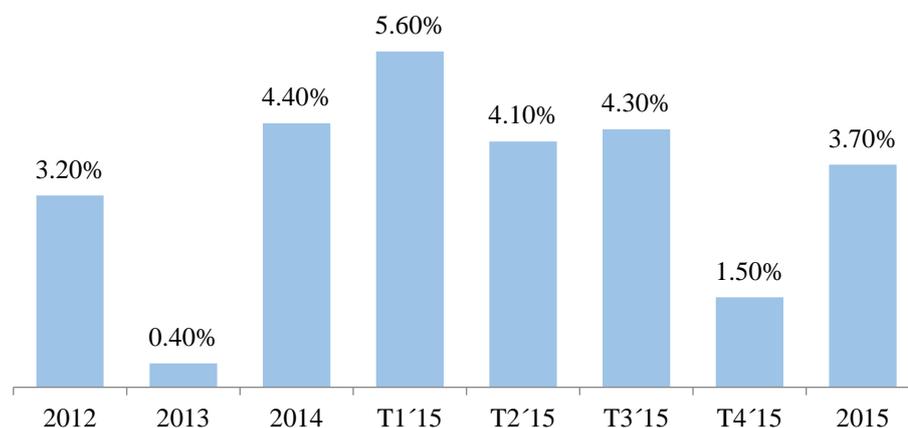


Figura 27. Same Store Sales (SSS) de Supermercados Peruanos S.A.
Tomado de “InRetail: Corporate Presentation March 2016” por InRetail, 2016. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf

A continuación, en las Tablas 21 y 22, se muestra la evolución de las ventas por m² y SSS de los últimos cinco periodos de las tres principales cadenas de supermercados.

Tabla 21

Evolución de los Ingresos, Tiendas y M² en SPSA y Comparables

Periodos	2011	2012	2013	2014	2015 S/.	2015 \$
Prom. de m ² por tienda	3,750					
Prom. de ventas por m ²	13,784	13,577	13,375	13,928	14,147	
Miles de m ²	204,278	224,985	248,609	269,718	288,241	
Total Venta por m ²	2'815,759	3'054,522	3'325,104	3'756,624	4'077,759	
SPSA (3% +)					14,571	4,163
Tottus					16,097	4,599
Wong / Metro					17,437	4,982

En la determinación de los ingresos, los principales inputs de valor que explican el incremento de las ventas son la apertura de nuevas tiendas, el incremento de las ventas por m², el crecimiento de m² del área de ventas por tienda, el positivo indicador SSS y el

posicionamiento en los formatos desarrollados, basado en el crecimiento sostenible y buen desempeño de tiendas maduras (75% al cierre del año 2015).

Tabla 22

Ratio y Same Store Sales (SSS)

Periodos	2011	2012	2013	2014	2015
SSS (Same Store Sales)		3.2%	0.4%	4.4%	3.7%
Prom. Ratio de crecimiento	2.9%				
SPSA				4.4%	3.7%
Tottus				5.1%	0.7%
Wong / Metro				4.6%	0.8%

Estos inputs están acompañados de factores de comportamiento de mercado del sector retail, donde SPSA ha logrado un posicionamiento y expansión en sus diferentes formatos, mostrando una tendencia creciente en cuanto a ingresos totales, no solo por el proceso de expansión planificado, sino por convertirse en una de las más grandes operadoras de supermercados a nivel nacional con mayor presencia en provincias. Otro elemento importante es la baja penetración del sector supermercados que existe en el Perú, donde el mercado peruano posee aún una baja penetración de comercio moderno, alrededor de 20%, lo cual representa un amplio espacio por explorar y un alto potencial de crecimiento durante los próximos periodos.

Cálculo de costo de ventas y gastos operativos. El costo de venta sobre los ingresos en el año 2014 fue de 74.38%, sobre el cual se ha estimado una mejora de 0.05% cada año, por una mayor eficiencia en la gestión operativa de la cadena de suministro, haciendo que el margen bruto promedio de los últimos cuatro periodos mejore de 25.48% a 26.27% en el año 2024. Al no registrar el costo de venta mayor variación, para la proyección de los costos, se determinó utilizar el promedio histórico del costo de ventas de los años 2011 al 2014 (ver Tablas 23 y 24).

Los gastos financieros están en función del plan de expansión programado. El gasto financiero asciende de S/ 66,691 a S/ 149,335, entre los periodos 2014 – 2024 (ver Tabla 25).

Tabla 23

Costo de Venta Histórico SPSA 2011- 2014

Periodos	2011	2012	2013	2014
Ventas	2'815,759	3'054,522	3'325,104	3'756,624
Costos de Ventas	(2'089,019)	(2'253,558)	(2'479,677)	(2'794,002)
(%) CV/Ventas	-74.19%	-73.78%	-74.57%	-74.38%
Promedio	-74.23%			

Tabla 24

Gastos Operativos Históricos SPSA 2011-2014

Periodos	2011	2012	2013	2014
Ventas	2'815,759	3'054,522	3'325,104	3'756,624
Gastos de Ventas	(474,266)	(540,406)	(594,438)	(672,312)
% Gastos de Ventas/Ventas	-16.84%	-17.69%	-17.88%	-17.90%
Promedio	-17.58%			
Gastos de Administración	(65,475)	(61,915)	(69,066)	(71,650)
% Gastos de Administración/Ventas	-2.33%	-2.03%	-2.08%	-1.91%
Promedio	-2.08%			

Tabla 25

Gastos Financieros Estimados SPSA 2015-2024

Obligaciones Financieras	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
(Miles de Soles)	2015	2016	2017	2018	2019
Obligaciones por pagar	586,317	550,913	541,126	510,281	496,764
Total Obligaciones Adquiridas	701,317	796,429	920,004	1'020,181	1'148,821
Gasto Financiero	54,421	61,802	71,391	79,165	89,147
Tasa (kd) 7.76%	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
	2020	2021	2022	2023	2024
Obligaciones por pagar	489,152	511,487	543,785	582,487	595,572
Total Obligaciones Adquiridas	1'284,022	1'447,687	1'611,351	1'782,131	1'924,448
Gasto Financiero	99,638	112,339	125,039	138,291	149,335

Nota. kd = Costo de la deuda.

Elección y cálculo de la tasa de descuento. Según Court (2012), se debe considerar que existe una relación entre la elección de la forma en que una empresa se financia (estructura de

capital) y el costo de obtener financiamiento (costo de capital), debido que al elegir una estructura se influye en la determinación del costo que afectará los beneficios, por afectar el peso relativo que recibe cada uno de los costos de los recursos usados en el cálculo del costo promedio ponderado de capital. El WACC aumentará o disminuirá de acuerdo con la elección entre deuda y capital accionario.

El cálculo del WACC utilizado en la valoración de SPSA representa la tasa de descuento que mide el promedio del coste de capital de deuda / patrimonio asociado al riesgo del negocio, de mercado y país, tal como se presenta en la Figura 28.

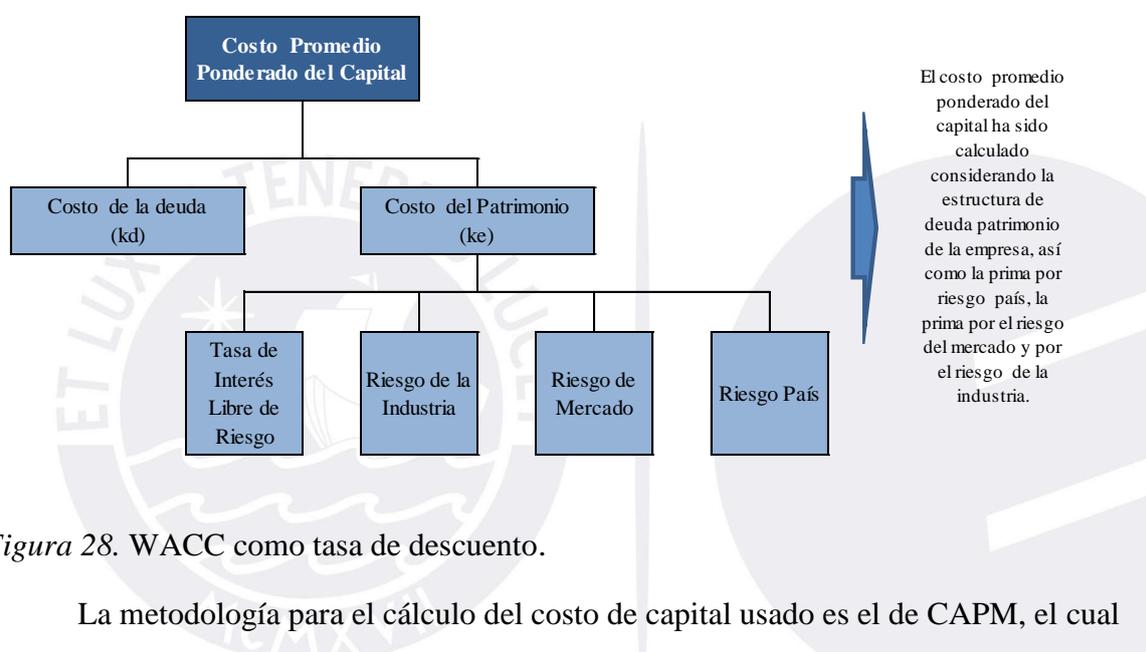


Figura 28. WACC como tasa de descuento.

La metodología para el cálculo del costo de capital usado es el de CAPM, el cual permite realizar una aproximación en la definición de la tasa de descuento, a ser aplicada en la actualización de los flujos de caja proyectados. La elección del método CAPM para la determinación del costo del capital para los accionistas se relaciona con el riesgo medido por el beta al nivel de expectativas o tasa de retorno requerida. Este modelo establece la relación básica existente entre la rentabilidad y riesgo. Por eso, se le denomina también modelo de equilibrio de activos financieros. La interpretación más sencilla del CAPM es la siguiente: la rentabilidad esperada exigida por los inversionistas depende de tres variables (a) compensación por el valor del dinero en el tiempo (tasa libre de riesgo), (b) la prima de

riesgo, que depende del beta y de la prima de riesgo del mercado y (c) la tasa de riesgo país, para trasladar el rendimiento que tienen las empresas de países desarrollados en países emergentes.

Tabla 26

Cálculo de la Tasa de Descuento SPSA

WACC SPSA		10.08%
Pasivos		64.19%
Patrimonio		35.81%
Kd		7.69%
Ke		15.67%
Detalle del Cálculo Ke		
Tasa IR		30%
Tasa Libre de Riesgo		2.17%
Prima de Mercado		6.18%
Beta Unlevered		0.76
Beta Levered		1.72
Riesgo País		2.85%
Cálculo costo de capital promedio ponderado		
% Deuda		64.19%
% Capital		35.81%

Nota. Kd = Costo de la Deuda; Ke = Costo del Patrimonio; IR = Impuesto a la Renta.

Determinación del plan de inversiones – CAPEX. Las ventas de SPSA crecieron 8.55% en el año 2015 respecto del 2014 y crecerán, en promedio, 8.41% durante los próximos 10 años, sustentados en un potente plan de expansión en provincias y mejora en ventas por m². La inversión de capital de SPSA para crecimiento orgánico está basado en el agresivo plan de expansión y remodelación de tiendas. Para el periodo 2015, se consideró la apertura de cinco tiendas y para los años 2016 al 2024 se proyectó un incremento del CAPEX anual considerando la apertura de ocho tiendas por año de aproximadamente 3,750 m² cada local. Este cálculo se obtuvo del promedio histórico e información que se detalla en la Tabla 27.

Tabla 27

Proyección de Tiendas SPSA 2016-2024

Periodos	2011	2012	2013	2014
Nº de tiendas	75	86	98	101
Variación en tiendas	8	11	12	3
Crecimiento en tiendas	12%	15%	14%	3%
Promedio de Crecimiento	8	Tiendas anuales		
	11%	Crecimiento anual		

De acuerdo con la información obtenida del sector de supermercados, el gasto promedio en CAPEX para la apertura de una tienda considerando la construcción del local y los equipos tiene un costo promedio de S/ 3,849 por m², lo cual es distribuido de acuerdo con el formato de la tienda y metros cuadrados considerado en el plan de inversión. En la Tabla 28, se detalla la inversión anual en CAPEX.

Tabla 28

Inversión Promedio CAPEX en Soles por M²

Periodo	Tiendas Anuales	Formato	Costo por m²	m² por tienda	CAPEX Anual (S/)
2015	5 tiendas	3 Hp	3636	5,000	54,545
		2 Sp	4375	2,500	21,875
					76,420
2016-2024	8 tiendas	4 Hp	3636	5,000	72,727
		4 Sp	3750	2,500	37,500
					110,227

Nota. Hp = Hipermercado; Sp = Supermercado.

La depreciación mostrada en el flujo de caja proyectado está basada en función del CAPEX de expansión y de mantenimiento y es calculada sobre la base del método de línea recta, a las tasas permitidas legalmente que se consideren adecuadas, así como en función de la vida útil estimada de los activos de acuerdo con los históricos registrados.

La inversión en CAPEX de mantenimiento está referida a las remodelaciones y expansiones de tiendas actuales, lo cual es fundamental para mantener e incrementar los niveles de ingresos actuales, a través de aumento de sala de ventas e incremento de ventas por m². La asignación de la distribución de los activos del CAPEX de mantenimiento se realizó a través del comportamiento histórico de los últimos cuatro años (ver Tabla 29).

Tabla 29

Activo Fijo y Depreciación Históricos SPSA 2011-2014

Análisis del Activo Fijo y Depreciación	2011	2012	2013	2014	Promedio
Activo fijo neto	1'116,465	1'339,783	1'551,688	1'683,273	1'422,802
Depreciación y amortización	41,064	59,545	63,123	67,885	57,904
Depreciación y amortización / AFN	3.68%	4.44%	4.07%	4.03%	4.06%
Inversión en activos fijos (CAPEX)	181,391	197,193	196,311	186,771	190,417
CAPEX respecto a las ventas	6.44%	6.46%	5.90%	4.97%	5.94%
CAPEX / AFN	16.25%	14.72%	12.65%	11.10%	13.68%
Depreciación / Activo fijo neto	3.68%	4.44%	4.07%	4.03%	4.06%
Depreciación / Activo fijo neto + CAPEX	3.16%	3.87%	3.61%	3.63%	3.57%
Activo Fijo Bruto	1'157,529	1'399,328	1'614,811	1'751,158	1'480,707
Depreciación / Activo fijo bruto	4.48%	4.26%	3.91%	3.88%	4.98%

Los resultados que forman parte de los flujos proyectados referente al CAPEX y depreciación se muestran en la Tabla 30.

Cálculo del NOPAT. Para este cálculo, se consideró el impuesto con escudo tributario (ver Tabla 31).

Cálculo de la variación del capital de trabajo. El capital de trabajo se mantendrá negativo, de S/ 257 mil en el año 2014 a S/ 442 mil en el año 2024, generado por la amplia capacidad de negociación que mantiene SPSA con sus proveedores, debido al gran volumen de ventas, la rotación y ventas de productos de primera necesidad. Esto hace que bajo este escenario los proveedores tengan una alta competencia para ingresar y mantener un espacio en la sala de ventas, otorgando un financiamiento de periodo de pago promedio de 120 días.

Este capital negativo financia el fondo de caja, existencias y parte de las inversiones de activo fijo (ver Tablas 32 y 33).

Tabla 30

Activo Fijo y Depreciación Proyectados SPSA 2015-2024

CAPEX de Expansión	
Edificios y otras construcciones	70%
Maquinaria y Equipo	30%

CAPEX de Mantenimiento	
Asignación de % del Total Activo 2014	
Edificios y otras construcciones	65.31%
Maquinaria y equipos	26.89%
Muebles / Equipos y Otros	7.80%
Asignación de % del Total Activo 2014	
Edificios y otras construcciones	65.31%
Maquinaria y equipos	26.89%

INVERSIÓN CAPEX	2015	2016	2017	2018	2019
CAPEX anual S/ M	137,009	170,513	173,824	172,168	170,513
AFB	1'888,167	2'058,680	2'232,503	2'404,671	2'575,184
Depreciación	94,031	102,522	111,179	119,753	128,244
AFN	1'726,251	1'794,242	1'856,887	1'909,302	1'951,571
CAPEX / Ventas	3.2%	3.6%	3.3%	3.0%	2.8%
CAPEX / AFN	7.9%	9.5%	9.4%	9.0%	8.7%

INVERSIÓN CAPEX	2020	2021	2022	2023	2024
CAPEX anual S/ M	172,168	173,824	172,168	173,824	173,824
AFB	2'747,352	2'921,176	3'093,344	3'267,167	3'440,991
Depreciación	136,818	145,475	154,049	162,705	171,361
AFN	1'986,921	2'015,270	2'033,389	2'044,508	2'046,970
CAPEX / Ventas	2.6%	2.5%	2.3%	2.5%	2.4%
CAPEX / AFN	8.7%	8.6%	8.5%	8.5%	8.5%

Nota. AFB = Activo Fijo Bruto; AFN= Activo Fijo Neto.

En resumen, el periodo de cobro, pago e inventarios que maneja SPSA se mantiene constante y con mejores niveles que la competencia, mostrando un ciclo de conversión de efectivo negativo 37 días, frente a 14 y ocho de Cencosud y Tottus, respectivamente. Esto quiere decir que la empresa cuenta con dinero líquido más rápidamente, el periodo de conversión del inventario es apropiado al generar una rotación de existencias de 52 días,

mantiene los stocks adecuados en tiendas de acuerdo con la demanda del producto y la negociación que se realiza en el plazo de crédito con los proveedores es, en promedio, 93 días. Este indicador es muy importante ya que financia las operaciones de los activos circulantes y parte de los activos fijos, lo cual reduce la necesidad de requerir financiamiento externo, representando un menor costo financiero y una mayor capacidad de generar utilidades.

Tabla 31

NOPAT Proyectado SPSA 2015-2024

CÁLCULO NOPAT	2015	2016	2017	2018	2019
Total de Ingresos Brutos	4'345,041	4'794,965	5'244,890	5'694,814	6'144,738
Costo de Ventas (Operacionales)	-3'225,300	-3'554,481	-3'885,385	-4'215,839	-4'545,844
Utilidad Bruta	1'119,741	1'240,484	1'359,504	1'478,975	1'598,895
Gastos de Ventas	-763,741	-842,826	-921,911	-1'000,995	-1'080,080
Gastos de Administración	-82,133	-90,638	-99,143	-107,648	-116,153
EBIT (Ut. Operativa)	273,866	307,020	338,451	370,332	402,662
Impuesto a la Renta	-35,116	-39,955	-42,088	-46,282	-48,170
NOPAT	238,750	267,065	296,363	324,050	354,492
CÁLCULO NOPAT	2020	2021	2022	2023	2024
Total de Ingresos Brutos	6'594,663	7'044,587	7'494,512	7'944,436	8'394,361
Costo de Ventas	-4'875,398	-5'204,502	-5'533,157	-5'861,361	-6'189,116
Utilidad Bruta	1'719,265	1'840,085	1'961,355	2'083,075	2'205,245
Gastos de Ventas	-1'159,165	-1'238,249	-1'317,334	-1'396,419	-1'475,503
Gastos de Administración	-124,657	-133,162	-141,667	-150,172	-158,677
EBIT (Ut. Operativa)	435,443	468,674	502,354	536,485	571,065
Impuesto a la Renta	-51,736	-54,824	-58,049	-61,227	-65,096
NOPAT	383,707	413,850	444,305	475,258	505,969

Nota. NOPAT = Beneficio de explotación neto después de impuesto.

Valorización de SPSA. Los resultados de SPSA han mejorado considerablemente como consecuencia de los planes de expansión y estrategias comerciales implementadas. Al cierre del año 2015, registró un crecimiento de ingresos de 8.5%, comparado con Cencosud e Hipermercados Tottus con 5.3% y 4.2%, respectivamente. Entre los principales factores que explican estos resultados, se encuentran la apertura de cinco nuevas tiendas de supermercados, totalizando 106 tiendas, la remodelación de 10 tiendas, incluyendo dos

expansiones, el crecimiento en 18,523 m² de sala de ventas, totalizando 289 km² y el aumento de SSS.

Tabla 32

Variación del Capital de Trabajo Proyectado SPSA 2015-2024

Capital de Trabajo	2015	2016	2017	2018	2019
Efectivo	141,506	156,159	170,812	185,465	200,117
Cuentas por cobrar	118,213	130,453	142,694	154,935	167,176
Inventario	511,830	564,069	616,581	669,021	721,390
Otros activos de CP	8,969	8,969	8,969	8,969	8,969
Obligaciones financ CP	-106,587	-115,340	-124,104	-132,865	-141,623
Cuentas por pagar	-909,296	-1,002,100	-1,095,391	-1,188,554	-1,281,591
Otros pasivos de CP	-4,029	-4,110	-4,192	-4,276	-4,361
Capital de trabajo (WC)	-239,394	-261,900	-284,631	-307,305	-329,923
Variación WC	17,961	-22,506	-22,731	-22,674	-22,618
Capital de Trabajo	2020	2021	2022	2023	2024
Efectivo	214,770	229,423	244,076	258,729	273,381
Cuentas por cobrar	179,417	191,657	203,898	216,139	228,380
Inventario	773,688	825,914	878,069	930,153	982,165
Otros activos de CP	8,969	8,969	8,969	8,969	8,969
Obligaciones financ CP	-150,379	-159,132	-167,883	-176,631	-185,376
Cuentas por pagar	-1,374,501	-1,467,284	-1,559,940	-1,652,470	-1,744,872
Otros pasivos de CP	-4,448	-4,537	-4,628	-4,721	-4,815
Capital de trabajo (WC)	-352,485	-374,990	-397,439	-419,831	-442,168
Variación WC	-22,562	-22,505	-22,449	-22,393	-22,336

Nota. CP = Corto Plazo

Tabla 33

Variación del Capital de Trabajo Cuarto Trimestre 2015 SPSA y Comparables

Ratios de Capital de Trabajo	SPSA	TOTTUS	CENCOSUD
	4T 2015	4T 2015	4T 2015
Días por cobrar promedio	4	3	6
Días de Inventario	52	67	40
Días por pagar promedio	93	78	60
Ciclo operativo PPI+PPC	56	70	46
Ciclo de conversión de efectivo	-37	-8	-14

En las Tablas 34 y 35, se desarrolla la valorización de SPSA, basados en los estados financieros auditados e inputs y fundamentos de valor antes descritos. Se tomó 10 años de proyección para el modelo del flujo. El mayor input de valor que genera el crecimiento de ventas en SPSA está vinculado al crecimiento de metros cuadrados, es decir, a la proyección de la apertura de tiendas por los siguientes 10 años. Este crecimiento se encuentra dentro del límite de mercados de los países de la región, los cuales presentan altos niveles de penetración ya maduros, como es el caso de Chile, Colombia, y Argentina.

El supuesto asumido para el caso de la perpetuidad es que SPSA alcanzará un crecimiento máximo y que la perpetuidad será una constante, lo que quiere decir que sus ventas alcanzarán una escala tal que se mantendrán invariables en la perpetuidad. El supuesto asumido para el caso del impuesto a las ganancias es el 28% para el periodo 2015 – 2024.

InkaFarma. Para estimar el precio objetivo de InkaFarma, se utilizó la metodología de flujos de caja descontados, con un horizonte de tiempo a 10 años, considerando una tasa a perpetuidad de 3% sobre la base de las perspectivas de crecimiento de la industria a largo plazo. La valorización está basada en tres principales factores: (a) comportamiento defensivo de mercado farmacéutico frente a otros formatos retail; (b) el nivel de madurez del mercado farmacéutico en el Perú frente a otros países de la región; (c) las características del negocio asociado a la generación de márgenes EBITDA estables.

Se estimó el crecimiento del potencial del mercado farmacéutico considerando como datos relevantes el gasto en salud per cápita de los principales países de la región Latinoamérica y su PBI per cápita. De acuerdo con el Banco Mundial (2015), Perú se encontraría por debajo del promedio de gasto en salud de los países en la región, registrando un gasto en salud per cápita de 4.70% en el 2011, siendo el promedio de los países en la región 6.85% en el mismo año.

Tabla 34

Estado de Resultados Proyectado SPSA 2015-2024

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
N° de tiendas aperturadas por año	5	8	8	8	8	8	8	8	8	8
N° de tiendas acumuladas	106	114	122	130	138	146	154	162	170	178
Metros cuadrados acumulados	289,718	319,718	349,718	379,718	409,718	439,718	469,718	499,718	529,718	559,718
Promedio de ventas por m ² + SSS	14.56	14.56	14.56	14.56	14.56	14.56	14.56	14.56	14.56	14.56
Sub-total Ventas	4'345,041	4'794,965	5'244,890	5'694,814	6'144,738	6'594,663	7'044,587	7'494,512	7'944,436	8'394,361
<i>Margen Bruto</i>	-25.77%	-25.87%	-25.92%	-25.97%	-26.02%	-26.07%	-26.12%	-26.17%	-26.22%	-26.27%
<i>Promedio de costo de ventas</i>										
Costo de venta	3'225,300	3'554,481	3'885,385	4'215,839	4'545,844	4'875,398	5'204,502	5'533,157	5'861,361	6'189,116
Utilidad Bruta	1'119,741	1'240,484	1'359,504	1'478,975	1'598,895	1'719,265	1'840,085	1'961,355	2'083,075	2'205,245
<i>Promedio de gastos operativos</i>										
Gastos de Ventas y Distribución	763,741	842,826	921,911	1'000,995	1'080,080	1'159,165	1'238,249	1'317,334	1'396,419	1'475,503
Gastos de Administración	90,558	99,936	109,313	118,690	128,067	137,444	146,822	156,199	165,576	174,953
Otros Ingresos / Gastos Operativos	8,425	9,297	10,170	11,042	11,915	12,787	13,659	14,532	15,404	16,277
EBIT	273,866	307,020	338,451	370,332	402,662	435,443	468,674	502,354	536,485	571,065
Depreciación	94,031	102,522	111,179	119,753	128,244	136,818	145,475	154,049	162,705	171,361
Utilidad de Operación	179,836	204,498	227,272	250,579	274,418	298,625	323,199	348,306	373,780	399,704
Gastos financieros	54,421	61,802	71,391	79,165	89,147	99,638	112,339	125,039	138,291	149,335
Utilidad Antes de Impuestos	125,414	142,696	155,881	171,414	185,271	198,986	210,861	223,267	235,489	250,369
Impuesto a la renta	35,116	39,955	42,088	46,282	48,170	51,736	54,824	58,049	61,227	65,096
Utilidad Neta	90,298	102,741	113,793	125,132	137,101	147,250	156,037	165,218	174,262	185,273
<i>Margen Neto</i>	2.08%	2.14%	2.17%	2.20%	2.23%	2.23%	2.21%	2.20%	2.19%	2.21%

Tabla 35

Flujo de Caja Proyectado de SPSA 2015-2024

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
# Tiendas Nuevas	5	8	8	8	8	8	8	8	8	8
# Stock Tiendas	106	114	122	130	138	146	154	162	170	178
m ²	289,718	319,718	349,718	379,718	409,718	439,718	469,718	499,718	529,718	559,718
Ventas (Miles de S/.)	4'345,041	4'794,965	5'244,890	5'694,814	6'144,738	6'594,663	7'044,587	7'494,512	7'944,436	8'394,361
% Crecimiento	15.66%	10.35%	9.38%	8.58%	7.90%	7.32%	6.82%	6.39%	6.00%	5.66%
Utilidad Operativa	179,836	204,498	227,272	250,579	274,418	298,625	323,199	348,306	373,780	399,704
(+) Depreciación	94,031	102,522	111,179	119,753	128,244	136,818	145,475	154,049	162,705	171,361
EBITDA	273,866	307,020	338,451	370,332	402,662	435,443	468,674	502,354	536,485	571,065
(-) Depreciación	-94,031	-102,522	-111,179	-119,753	-128,244	-136,818	-145,475	-154,049	-162,705	-171,361
EBIT	179,836	204,498	227,272	250,579	274,418	298,625	323,199	348,306	373,780	399,704
Impuesto	-50,354	-57,259	-63,636	-70,162	-76,837	-83,615	-90,496	-97,526	-104,658	-111,917
(+) Depreciación	94,031	102,522	111,179	119,753	128,244	136,818	145,475	154,049	162,705	171,361
NOPAT	223,512	249,760	274,815	300,169	325,825	351,828	378,178	404,829	431,826	459,148
CAPEX	-137,009	-170,513	-173,824	-172,168	-170,513	-172,168	-173,824	-172,168	-173,824	-173,824
Var de WC	17,961	-22,506	-22,731	-22,674	-22,618	-22,562	-22,505	-22,449	-22,393	-22,336
Perpetuidad										4'478,769
Flujo de Caja libre	68,542	101,754	123,722	150,676	177,931	202,222	226,860	255,109	280,395	4'786,430
WACC	10.08%									
Valor de la Empresa		2'750,602								
EV/ EBITDA	10.04									

Nota. WC = Capital de trabajo

En este contexto, se tomó el último dato como potencial de crecimiento del mercado farmacéutico en el mercado local, multiplicado por el PBI per cápita del país y el nivel de población a nivel nacional. Según el Banco Mundial (2015), el PBI per cápita de Perú alcanzó los US\$6,541, mientras que el número de habitantes en el país alcanzaría los 32.2 millones (INEI, 2015). En línea con ello, el mercado farmacéutico de Perú tendría un potencial de ingresos de US\$14.410 millones.

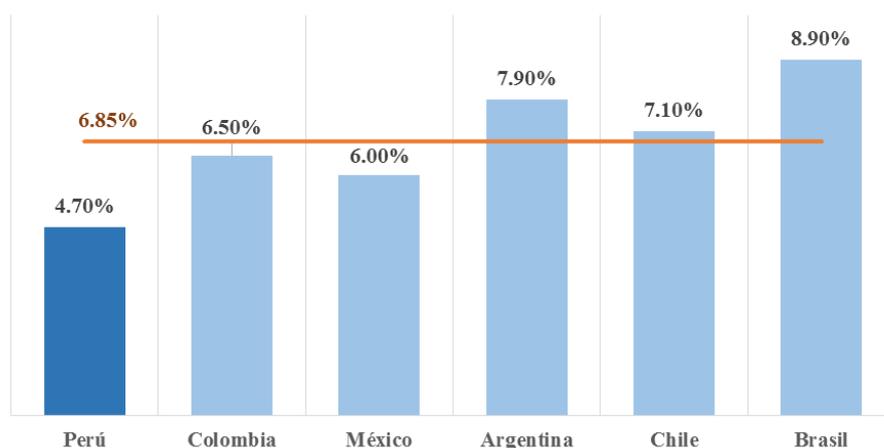


Figura 29. Gasto en salud como porcentaje del PBI en los principales países de la región. Adaptado de “Gasto en salud total (como % de PBI)” por Banco Mundial, 2016. Recuperado de <http://datos.bancomundial.org/indicador/SH.XPD.TOTL.ZS>

Desde la adquisición del Grupo Eckerd en el año 2011 por parte de Intercorp, el crecimiento de tiendas registró una tasa de crecimiento acumulada de 113% al término del año 2015, llegando alcanzar 921 locales en operación. De acuerdo con InRetail (2016), el 54% de estas tiendas ya se encontraría en etapa de madurez. Para estimar los ingresos, se consideraron tres factores principales dentro de la operación: (a) el ingreso promedio anual por tienda, el cual ascendería a US\$0.9 millones (InRetail, 2015b); (b) la evolución del Same Store Sale (SSS) o ventas de mismas tiendas comparables; (c) la elasticidad entre el crecimiento de tiendas no maduras y la evolución esperada del Producto Bruto Interno en los próximos años. Sobre la base de ello, se espera un crecimiento de 9.8% en el número de locales de InkaFarma.



Figura 30. Evolución anual número de locales InkaFarma y proyección de crecimiento número de locales.

Tomado de “InRetail: Corporate Presentation March 2016” por InRetail, 2016. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf

Para la estimación de costos y gastos de la compañía, se tomó en cuenta los datos históricos del desempeño de la operación, que se mantuvo estable en términos de márgenes operacionales. En el caso del costo de ventas, este representaría el 68.7% de las ventas, tomando información del año 2015 donde se visualiza el efecto de subida de tipo de cambio. Los gastos administrativos se mantendrían en niveles de 24.3%, de acuerdo con los resultados obtenidos en los últimos años. Sumado a ello, el análisis incluye un castigo por apertura de nuevas tiendas, el cual se define como el gasto adicional aplicado a los flujos hasta que las nuevas tiendas alcancen la etapa de madurez. Así, para el año 2016, se estima un monto adicional a los gastos recurrentes de S/ 60.9 millones, lo cual resultaría en un margen operativo de 4.7% al cierre del año (ver Tabla 36).

Las principales inversiones de la compañía se concentran en la apertura de nuevos locales, cuyo monto de inversión asciende de US\$0.9 millones cada uno. Una de las ventajas competitivas de la operación es el bajo nivel de inversión de activos, dado que los locales son manejados bajo contratos de arrendamiento. Esto le permite a la compañía mantener flexibilidad financiera para seguir manteniendo el ritmo de expansión, el cual se estima en 90 nuevos locales para el año 2016.

Tabla 36

Proyección de Resultados de InkaFarma

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Ventas Netas	2,133.0	2,521.0	2,715.6	2,924.1	3,189.1	3,524.9	3,810.9	4,135.5	4,488.2	4,866.8
Costo de Ventas	1,465.4	1,732.0	1,865.6	2,008.8	2,190.9	2,421.6	2,618.1	2,841.1	3,083.4	3,343.5
Costo de Ventas %	68.7%	68.7%	68.7%	68.7%	68.7%	68.7%	68.7%	68.7%	68.7%	68.7%
Utilidad Bruta	667.6	789.1	850.0	915.2	998.2	1,103.3	1,192.8	1,294.4	1,404.8	1,523.3
Margen Bruto	31.3%	31.3%	31.3%	31.3%	31.3%	31.3%	31.3%	31.3%	31.3%	31.3%
Gastos de Administración Ventas	518.5	612.8	660.1	710.8	775.2	856.8	926.3	1,005.3	1,091.0	1,183.0
Castigo Gastos de Ventas por apertura de nuevas tiendas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Utilidad Operativa (EBIT)	149.1	176.3	189.9	204.5	223.0	246.5	266.5	289.2	313.8	340.3
Margen Operacional	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Depreciaciones y Amortizaciones	15.2	19.9	28.0	32.8	37.3	42.2	43.7	45.3	42.8	40.3
Depreciaciones nuevas inversiones		3.7	7.7	11.9	16.5	21.4	22.9	24.4	26.1	27.8
Depreciación Activos sin nuevas inversiones	15.2	16.2	20.3	20.9	20.9	20.9	20.9	20.9	16.7	12.5
EBITDA	164.3	196.1	217.9	237.2	260.3	288.7	310.2	334.4	356.6	380.6
Margen EBITDA	7.7%	7.8%	8.0%	8.1%	8.2%	8.2%	8.1%	8.1%	7.9%	7.8%

Tabla 37

Proyección Necesidades de CAPEX de InkaFarma

S/.MM	2015	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Incremental de tiendas costo por tiendas	84.0	90.7	97.3	104.2	111.8	119.6	127.6	135.7	144.3	153.3
CAPEX	17.14	18.50	19.84	21.26	22.81	24.40	26.03	27.68	29.43	31.28

Para determinar el valor de InkaFarma, se descontaron los flujos proyectados a un costo de capital promedio ponderado de 10.25%, utilizando la tasa de un instrumento libre de riesgo en torno a 2.1%, que corresponde al rendimiento de un bono del tesoro americano a diez años. Para la estimación del costo del patrimonio, se consideró el beta desapalancado del sector de 0.90. Para apalancar el beta, se incluyó la relación deuda financiera a patrimonio, tomada de una empresa comparable de InkaFarma. Por último, se multiplicó el resultado por el market premium de 6% y se sumó el riesgo país (ver Tabla 38).

Para estimar el costo de la deuda, se consideró la información de una empresa comparable, cuya tasa de notas senior es cercana al 5%. La misma información se utilizó como referencia para la estructura de capital planteada para InkaFarma. Así, el costo promedio ponderado de capital refleja una mayor preferencia hacia el financiamiento con capital propio, dada la estabilidad de los márgenes de la operación y los bajos niveles de inversión (ver Tabla 39).

Real Plaza. Aunque la desaceleración del consumo genere un importante impacto en el mercado retail, la competencia no se detiene. Esto sucede, sobre todo, en la actividad de los centros comerciales, cuyo crecimiento se mantiene, pero a menor ritmo, donde no cesa las adquisiciones de nuevos espacios por parte de las cadenas en los malls ni el desarrollo de nuevos proyectos. En la Tabla 40, se puede apreciar la evolución en número de tiendas en los últimos cinco años de las cadenas de centros comerciales más grandes en el país y se puede

analizar que si bien el entorno económico en estos últimos dos años no se ha mostrado favorable, el sector ha presentado un comportamiento muy particular en relación con las necesidades de bienes y servicios básicos que esperan los consumidores.

Tabla 38

Estimación Costo Promedio Ponderado de Capital de InkaFarma

	InkaFarma
1. Costo de Patrimonio	
(+) Yield Bonos EE.UU. a 10 años	2.1%
(=) Tasa Libre de Riesgo (en US\$)	2.1%
Beta Apalancado Sector	1.38
Beta Desapalancado Sector	0.90
Deuda/Patrimonio	74%
Tasa Impositiva	28%
(X) Market risk Premium	6%
(=) Beta apalancado x Market risk premium	8.3%
(+) Riesgo País	2.4%
(=) Costo de Patrimonio (Nominal en US\$)	12.8%
Inflación Perú	2.6%
Inflación USA	1.0%
(=) Costo de Patrimonio (Nominal en Soles)	14.6%
2. Costo de Deuda	
Beneficio tributario	28.0%
Costo Promedio Deuda en Dólares, sin Beneficio Tributario	3.6%
Deuda	5.0%
3. Estructura de Capital	
Patrimonio	60.7%
Deuda	39.3%
WACC (Nominal en US\$)	9.20%
WACC (Nominal en soles)	10.30%

El 15.35% de crecimiento en nuevos centros comerciales en los últimos cuatro años se puede complementar con la Tabla 41, que muestra el crecimiento exponencial de este sector y cómo el mercado reacciona de manera positiva, pues la evolución de visitantes promedio por mes en centros comerciales sigue la misma línea. Real Plaza en particular ha pasado de 11.3 millones de visitas en el año 2013 a 16 millones en el año 2014, mostrándose un incremento de 29%.

Tabla 39

Proyección Flujo de Caja Operativo de InkaFarma

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
(+) Utilidad Operativa (EBIT)	149.1	176.3	189.9	204.5	223.0	246.5	266.5	289.2	313.8	340.3
(-) Impuestos	41.8	49.4	53.2	57.2	62.4	69.0	74.6	81.0	87.9	95.3
(=) NOPLAT	107.4	126.9	136.7	147.2	160.5	177.5	191.8	208.2	225.9	245.0
(+) Depreciaciones y Amortizaciones	15.2	19.9	28.0	32.8	37.3	42.2	43.7	45.3	42.8	40.3
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO	122.6	146.8	164.7	180.0	197.9	219.7	235.6	253.5	268.7	285.3
(-) Inversión Capital de Trabajo	-34.2	-34.2	-34.2	-34.2	-34.2	-34.2	-34.2	-34.2	-34.2	-34.2
(-) Inversión CAPEX	17.1	18.5	28.3	31.5	36.0	38.9	42.8	47.3	51.6	56.5
(=) FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO	139.6	162.4	170.6	182.6	196.1	215.0	226.9	240.3	251.2	263.0
PERPETUIDAD										3,712.7
EBITDA	164.33	196.13	217.88	237.23	260.32	288.69	310.18	334.45	356.57	380.57
G	3.0%									
Costo de Capital	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%
Factor de Descuento	1.10	1.22	1.34	1.48	1.63	1.80	1.99	2.19	2.42	2.66
Valor Presente Flujo de Caja Libre Anual	126.57	133.54	127.14	123.42	120.12	119.42	114.28	109.74	104.00	98.70
Valor Presente Flujo de Caja Libre	1176.94									
Valor Presente Perpetuidad	1393.51									
(+) Valor de la Compañía	2,570.45									
(+) Efectivo y otros activos	44.89									
(-) Deuda	526.77									
(=) Valor Patrimonio	2,088.57									
Número de acciones (millones)	13.78									
(=) Valor Acción	151.53									
Múltiplos de Valoración	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Múltiplo EV/EBITDA	15.64	13.11	11.80	10.84	9.87	8.90	8.29	7.69	7.21	6.75

Tabla 40

Evolución del Número de Tiendas por Centro Comercial 2011-2014

Número de tiendas	2011	2012	2013	2014	% variación 2013 -2014
Administradora Jockey Plaza Shopping Center	346	382	423	425	0.47%
Administradora Panamericana	307	451	503	615	22.27%
Cencosud Shopping Center	168	250	250	250	0.00%
Centenario	1,072	1,072	1,075	1,138	5.86%
Cúbica	11	11	115	200	73.91%
El Quinde Shopping Plaza	90	95	174	190	9.20%
Inversiones Castelar	250	260	270	290	7.41%
Mall Aventura Plaza	329	489	562	621	10.50%
Open Plaza	344	447	502	537	6.97%
Viva Gym	98	98	74	-	-
Parque Arauco	222	223	257	-	-
Plaza Norte	247	340	370	430	16.22%
Plaza San Miguel	200	200	220	230	4.55%
Real Plaza	625	697	821	1,293	57.49%
Promedio Total					15.35%

Nota. Tomado de “Los Centros Comerciales en el Perú: Oportunidades de inversión” por Asociación de Centros Comerciales y de Entretenimiento del Perú [Accep], 2015. Recuperado de http://www.accep.org.pe/picsdb/ini_1428945746_b2015.pdf

En cuanto a la valorización de Real Plaza, esta se realizó por medio de flujos de caja descontados, el método más usado y preciso para determinar el valor de una empresa como negocio en marcha. Dicha metodología consiste en la estimación de la capacidad de generación de caja que tienen los activos de la empresa ajustados por su costo de capital. Los flujos de caja proyectados en función al EBITDA (Utilidad antes de intereses, impuestos depreciación y amortización), se ajustan en función de la tasa de impuestos, al plan de inversiones de la empresa (CAPEX) y a la variación del capital de trabajo que se requiere para operar. El resultado obtenido es el flujo de caja libre, el cual representa el flujo de caja disponible para todos los proveedores de fondos de la empresa (acreedores y accionistas). El modelo también supone factores como: (a) horizonte de proyección de los ingresos, (b) tasa de descuento WACC, y (c) valor residual. Al descontar a la tasa WACC, los flujos de caja libre proyectados (incluido el valor residual) se obtiene el valor de la compañía (*Enterprise*

Value) que, al deducir el valor de la deuda financiera estructural asumida por la empresa (neta de efectivo), se obtiene el valor patrimonial de la empresa (valor de las acciones).

Tabla 41

Evolución Visitantes Promedio por Mes a Centros Comerciales 2011-2014.

Visitantes a centros comerciales por mes (en millones)	2011	2012	2013	2014
Administradora Jockey Plaza Shopping Center	2.5	2.5	2.5	2.5
Administradora Panamericana	3.1	4.0	4.5	5.5
Cencosud Shopping Center	1.0	1.2	1.5	1.7
Centenario	4.0	4.6	4.7	5.1
Cúbica	0.2	0.2	0.9	1.5
El Quinde Shopping Plaza	0.6	0.6	1.1	1.5
Inversiones Castelar	0.7	0.8	0.8	0.8
Mall Aventura Plaza	2.8	3.2	4.2	4.5
Open Plaza	3.8	4.4	5.6	6.4
Viva Gym	0.2	0.3	0.3	-
Parque Arauco	1.0	1.0	1.1	-
Plaza Norte	2.0	2.8	3.5	3.9
Plaza San Miguel	2.5	2.5	2.8	3.0
Real Plaza	8.3	8.7	11.3	16.0

Nota. Tomado de “Los Centros Comerciales en el Perú: Oportunidades de inversión” por Asociación de Centros Comerciales y de Entretenimiento del Perú [Accep], 2015. Recuperado de http://www.acep.org.pe/picsdb/ini_1428945746_b2015.pdf

Con esta metodología, se calculó un rango de valor de la unidad de negocio como Real Plaza en tres escenarios: conservador, probable y optimista. En ese sentido, el valor de la compañía se ubicará en uno u otro escenario dependiendo de (a) los supuestos utilizados en la proyección de precios y ocupabilidad de cada centro comercial y (b) la tasa de descuento utilizada para traer al presente los flujos de caja calculados. En cuanto a la valorización de Real Plaza, consideró un horizonte de proyección en 10 años (siendo el último año el 2024) y se tomó en cuenta los rubros indicados en la Tabla 42. Al respecto, los inputs que se tomaron en cuenta para su elaboración fueron perspectivas de la industria y el comportamiento del sector retail, discusión de los *Renueves Drives*, supuestos subyacentes usados para derivar los ítems operativos claves como competencia de precios.

Tabla 42

Rubros Considerados para el Cálculo del Flujo de Caja

Rubros considerados en el Flujo de Caja
Ingresos por arriendo renta fija
Ingresos por arriendo renta variable
Ingresos por alquileres de espacios pub.
Ingresos por derecho llave
Ingresos por servicios de gerenciamiento
Total Ingresos
Costo de Ventas de arriendos
Costos Ventas por servicios de gestión
Total Costos
Margen Operacional
Depreciación y amortización
Gastos de administración y venta
Margen operacional
Ingresos Financieros
Otros Ingresos no Operacionales
Egresos Financieros
Otros Egresos no Operacionales
Diferencia en Cambio
Utilidad antes de Impuestos

Nota. Tomado de “InRetail: Corporate Presentation March 2016” por InRetail, 2016. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf

Cálculo y proyección de ingresos. Dos factores principales para la determinación de las expectativas de flujos futuros proyectos de la unidad de negocio como Real Plaza son el crecimiento en el mercado, el cual se refleja mediante la expansión en área arrendable (m^2) y los precios de venta por m^2 , este último establecido por el mercado.

Cantidades (m^2). Las cantidades (m^2) se proyectan sobre las estimaciones de la industria y la evolución del mercado de shopping mall. Al respecto, se realizaron expectativas de crecimiento en la construcción de centros comerciales en los años 2015 al 2018, pues se espera la culminación de los tres centros comerciales más importantes para el grupo en estos años, que son Real Plaza Puruchuco, Real Plaza Lurín y Real Plaza Piura, cada uno con una expansión de 98 mil m^2 , 70 mil m^2 y 37 mil m^2 , respectivamente. El

primero es el proyecto más grande y ambicioso de todos, pues es un gran proyecto de tres niveles, que equivale a dos de provincias, demandará una inversión de S/ 480 millones y albergará a 420 marcas. En la Figura 31, se muestra la evolución y crecimiento por m² de áreas arrendables proyectados al año 2025 y en la Tabla 43 se muestra el detalle de cada proyecto Real Plaza que tiene la superficie arrendable en m² por cada tienda que mantiene al año 2015 la compañía.

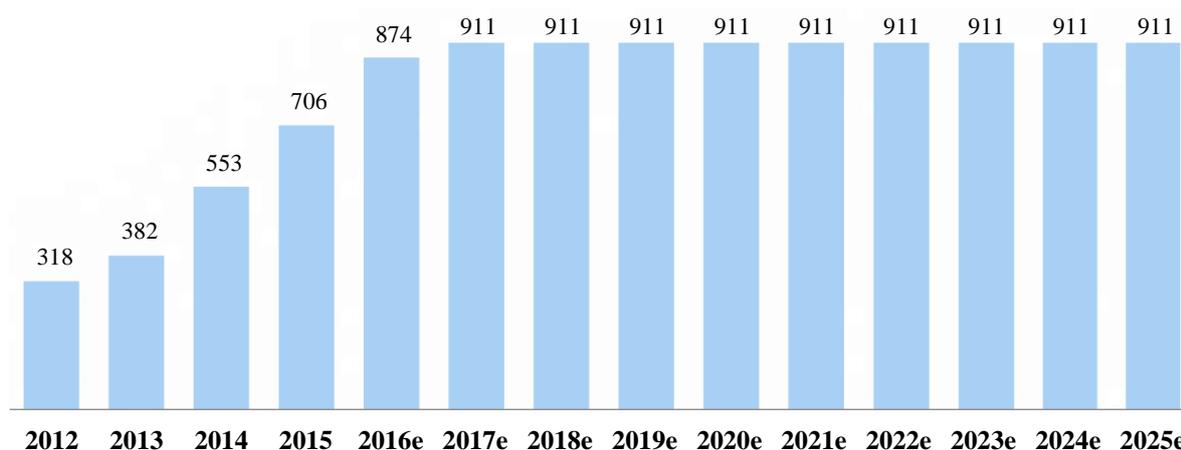


Figura 31. Superficie arrendable en miles de m². Adaptado de “Presentación corporativa” por InRetail, 2012; InRetail, 2013; InRetail, 2014b.; InRetail, 2015b. Recuperado de http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=88

Precios. Los precios promedio de renta se encuentran diferenciados según los tipos de local comercial. Por ejemplo, en el tipo súper regional, los precios son, en promedio, en US\$ 61.25 por m² y el costo de mantenimiento en US\$ 9.33 por m². Sin embargo, esta es la categoría que mayor oscilación de precios registra, encontrándose en un rango desde US\$ 45.00 por m² hasta US\$ 120.00 por m². En el caso de los centros comerciales regionales, el precio de renta promedio para local típico se encuentra en US\$ 46.80 por m² y el costo de mantenimiento en US\$ 9.56 por m².

Tabla 43

Superficie Arrendable en M² por Centro Comercial – Real Plaza

N°	Centro Comercial	Inicio Operaciones	Superficie Arrendable (m ²)
1	Real Plaza Salaverry shopping mall (i)	2014	72,525
2	Real Plaza Primavera shopping mall (ii)	2009	40,000
3	Real Plaza Centro Cívico shopping mall (ii)	2013	49,688
4	Real Plaza Pro shopping mall (ii)	2008	19,000
5	Real Plaza Santa Clara - Altamirano shopping mall	2009	22,000
6	Real Plaza Chorrillos shopping mall (ii)	2011	15,000
7	Real Plaza Chiclayo shopping mall (ii)	2006	46,026
8	Real Plaza Cusco shopping mall	2013	39,186
9	Real Plaza Piura shopping mall	2010	46,950
10	Real Plaza Cajamarca shopping mall	2013	34,465
11	Real Plaza Trujillo shopping mall	2007	80,000
12	Real Plaza Huancayo shopping mall	2008	39,751
13	Real Plaza Huánuco shopping mall	2012	40,000
14	Real Plaza Arequipa shopping mall	2010	55,000
15	Real Plaza Juliaca shopping mall	2010	35,000
16	Real Plaza Santa Sullana shopping mall	2013	15,000
17	Real Plaza Nuevo Chimbote shopping mall	2010	28,000
18	Real Plaza Jr. de la Unión stores	2010	28,000
19	Real Plaza Puruchuco project	2017/2018	98,000
20	Real Plaza Lurín	2016	70,000
21	Real Plaza Piura - Paita shopping mall	2017	37,000

Nota. Tomado de “InRetail: Corporate Presentation March 2016” por InRetail, 2016. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf

Este tipo de malls presenta un rango de precios homogéneo. Por su parte, en los centros comerciales comunitarios, la renta promedio es de US\$ 38.67 por m² y US\$ 5.67 por m² para el mantenimiento y en centros de estilo de vida el precio promedio de renta es de US\$ 60 por m² y el costo de mantenimiento y publicidad es de US\$ 7.50 por m² (Accep, 2015).

Los ingresos más representativos mantienen, en promedio, el 65% del total, los cuales corresponden a ingresos por arrendamiento mediante renta fija y variable, siendo el primero determinado mediante un precio por cantidad (precio de arrendamiento por m² de área arrendable) y el segundo se determina sobre un porcentaje de las ventas facturadas

mensualmente por cada cliente que opere mediante contratos en los centros comerciales Real Plaza a nivel nacional. Como se aprecia en la Tabla 44, ambos ingresos tienen la mayor representatividad en el Estado de Resultados. Los otros ingresos que componen la estructura de proyección de flujos de caja de la valorización son los servicios de gerenciamiento, derecho llave y, en menor medida, los alquileres por espacio publicitario. Para la determinación de estos, se tomó en cuenta su crecimiento promedio de los últimos cuatro años (2011 al 2014) en 6%, debido a que no se contó con información más detallada para emplearlos en la proyección de estos ingresos.

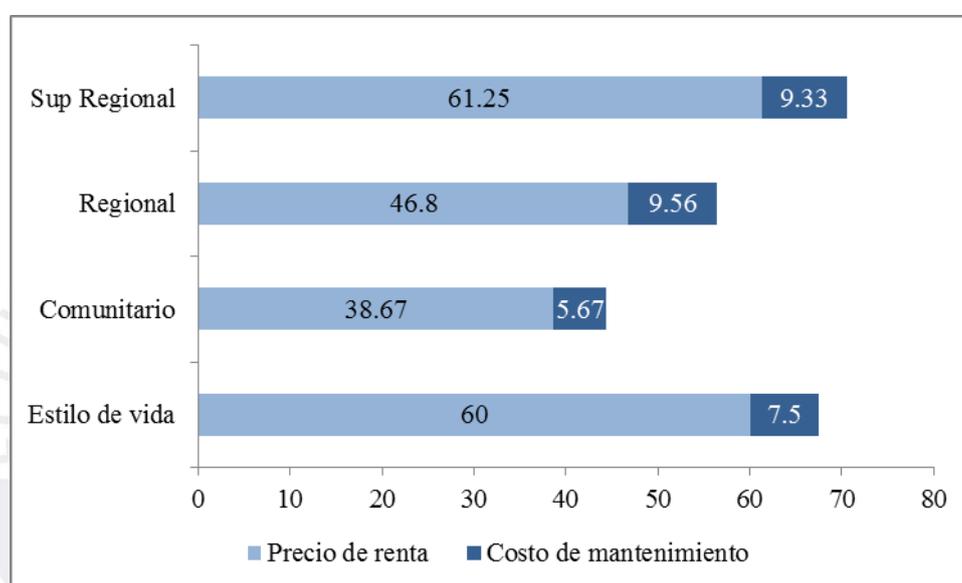


Figura 32. Precios por m².

Tomado de “Reporte de investigación y pronóstico comercial 3T 2015” por Colliers International, 2015. Recuperado de http://www.colliers.com/-/media/files/latam/peru/tkr%20retail%203t-%202015_v3.pdf

Tabla 44

Estructura de Participación de los Ingresos de Real Plaza Años 2011 al 2014

	2011	2012	2013	2014
Arriendo renta fija	56%	52%	50%	55%
Arriendo renta variable	8%	9%	8%	6%
Alquileres de espacios públicos	0%	1%	1%	3%
Derecho llave	1%	1%	1%	2%
Servicios de gerenciamiento	35%	37%	40%	34%

Determinación del plan de inversiones – CAPEX. Los planes de inversión de la compañía continúan en marcha pese a la desaceleración económica que se muestra en estos últimos dos años. Se espera el ingreso de nuevos formatos novedosos que incrementarán la competencia del sector y empujarán al crecimiento de los flujos futuros esperados en los próximos 10 años. Como se ha mencionado anteriormente, en los próximos tres años, se espera la construcción y culminación de tres proyectos de centros comerciales importantes como Real Plaza Puruchuco, Real Plaza Lurín y Real Plaza Piura, los cuales requieren una inversión total de US\$ 134 millones durante los años 2015 al 2017, periodo de duración de las construcciones de los principales proyectos.



Figura 33. Inversión en CAPEX – Real Plaza en millones de soles. Inversión estimada para los próximos proyectos de construcción de centros comerciales Real Plaza durante los años 2015 al 2025.

Elección y cálculo de la tasa de descuento. Para evaluar la razonabilidad de la tasa de descuento, es importante realizar un cálculo independiente con información observable del mercado. La estimación se realizó con la información disponible al 31 de diciembre de 2015. La tasa de descuento se desglosa de la siguiente manera: Tasa de descuento = WACC + prima de riesgo específico. La WACC es la tasa de descuento (ver Tabla 45) utilizada para calcular el valor presente de los flujos de caja proyectados el cual incluye componentes como el Costo de la Deuda (Kd) y Costo de patrimonio (Ke).

Tabla 45

Costo Promedio Ponderado de Capital de Real Plaza

1. COSTO DE PATRIMONIO	
(+) Yield Bonos EE.UU. a 10 años	2.1%
(=) Tasa Libre de Riesgo (en US\$)	2.1%
Beta Apalancado Sector	0.87
Beta Desapalancado Sector	0.55
Deuda/Patrimonio	83%
Tasa Impositiva	28.0%
(X) Market risk premium	6.0%
(=) Beta apalancado x Market risk premium	5.2%
(+) Riesgo País	2.4%
(=) Costo de Patrimonio (Nominal en US\$)	9.8%
Inflación Perú	2.6%
Inflación USA	1.0%
(=) Costo de Patrimonio (Nominal en Soles)	11.5%
2. COSTO DEUDA	
Beneficio tributario	28.0%
Costo Promedio Deuda en Soles, sin Beneficio Tributario	5.6%
Deuda	7.8%
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL	
Patrimonio	54.8%
Deuda	45.2%
WACC (Nominal en US\$)	7.90%
WACC (Nominal en Soles)	8.98%

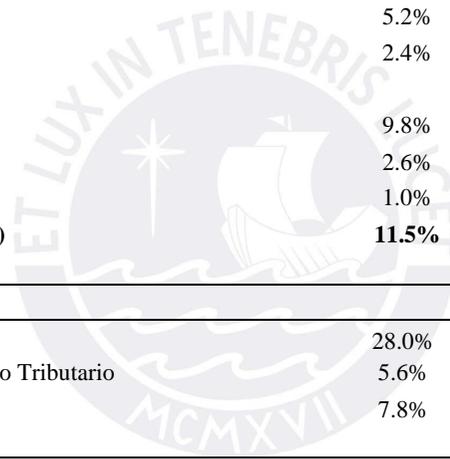


Tabla 46

Proyección de Resultados de Real Plaza

	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
<i>(expresado en miles de soles)</i>	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/.	S/
Arriendo renta fija	65,601	79,970	108,238	193,833	213,498	295,290	310,336	316,543	322,874	329,331	335,918	342,636	349,489	356,479
Arriendo renta variable	9,905	14,340	16,775	20,924	23,047	31,876	33,500	34,170	34,854	35,551	36,262	36,987	37,727	38,481
Alquileres de espacios pub	295	1,445	1,833	11,157	11,799	12,478	13,197	13,956	14,760	15,609	16,508	17,458	18,463	19,525
Derecho llave	1,098	1,567	2,250	5,539	5,858	6,195	6,552	6,929	7,328	7,749	8,195	8,667	9,166	9,694
Ingr. Serv. gerenciamiento	40,899	56,788	85,592	117,937	124,725	131,905	139,497	147,526	156,018	164,998	174,496	184,540	195,162	206,395
CV de arriendo	-6,474	-8,018	-12,804	-20,979	-22,649	-30,814	-32,395	-33,109	-33,841	-34,592	-35,362	-36,152	-36,962	-37,794
CV servicios de gestión	-32,246	-44,464	-63,013	-97,369	-97,698	-103,321	-109,269	-115,558	-122,210	-129,244	-136,683	-144,551	-152,871	-161,670
Utilidad bruta	79,078	101,628	138,871	231,042	258,580	343,609	361,418	370,457	379,782	389,403	399,333	409,585	420,173	431,110
Como % de ingresos	67%	66%	65%	66%	68%	72%	72%	71%	71%	70%	70%	69%	69%	68%
Dep. y amortización	-469	-643	-1,087	-1,467	-22,312	-44,113	-47,970	-51,867	-55,889	-60,041	-64,329	-68,758	-73,335	-76,738
Gastos de adm. y venta	-19,596	-17,483	-25,119	-28,110	-47,694	-64,239	-66,860	-67,650	-68,454	-69,273	-70,107	-70,956	-71,821	-72,703
Margen operacional	59,013	83,502	112,665	201,465	188,574	235,257	246,588	250,941	255,439	260,089	264,897	269,870	275,016	281,668
Como % de ingresos	77%	86%	87%	87%	74%	68%	68%	68%	67%	67%	67%	67%	66%	66%
Ingresos Financieros	818	13,293	13,549	8,492	9,955	10,154	10,357	10,361	10,361	10,361	10,361	10,361	10,361	10,154
Otros Ingresos no Op.	60,973	78,152	43,821	150,021	153,021	156,082	159,203	162,388	165,635	168,948	172,327	175,774	179,289	182,875
Egresos Financieros	-27,119	-63,825	-64,104	-89,302	-91,088	-92,910	-94,768	-96,663	-98,597	-100,569	-102,580	-104,632	-106,724	-108,859
Otros Egresos no Op.	-1,990	-	-	-851	-868	-885	-903	-921	-940	-958	-978	-997	-1,017	-1,037
Diferencia en Cambio	3,946	32,761	-49,903	-54,850	-55,947	-57,066	-58,207	-59,371	-60,559	-61,770	-63,005	-64,266	-65,551	-66,862
Ut. antes de Impuestos	95,642	143,884	56,029	214,976	203,648	250,632	262,271	266,734	271,341	276,102	281,023	286,112	291,375	297,940
Impuesto a la renta	-14,767	-39,165	-17,233	-39,885	-40,683	-41,496	-42,326	-43,173	-44,036	-44,917	-45,815	-46,732	-47,666	-48,620
Utilidad Neta	80,875	104,719	38,796	175,091	162,965	209,136	219,945	223,561	227,305	231,185	235,208	239,380	243,708	249,320

Tabla 47

Proyección Flujo de Caja Operativo Real Plaza

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
<i>(expresado en millones de soles)</i>	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/
(+) Utilidad Operativa (EBIT)	188.6	235.3	246.6	250.9	255.4	260.1	264.9	269.9	275.0	281.7
(-) Impuestos	52.8	65.9	69.0	70.3	71.5	72.8	74.2	75.6	77.0	78.9
(=) NOPLAT	135.8	169.4	177.5	180.7	183.9	187.3	190.7	194.3	198.0	202.8
(+) Depreciaciones y Amortizaciones	22.3	44.1	48.0	51.9	55.9	60.0	64.3	68.8	73.3	76.7
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO	158.1	213.5	225.5	232.5	239.8	247.3	255.1	263.1	271.3	279.5
(-) Inversión Capital de Trabajo	1.6	3.5	-0.1	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0
(-) Inversión CAPEX	209.8	218.0	38.6	39.0	40.2	41.5	42.9	44.3	45.8	47.3
(=) FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO (FCLO)	-53.3	-8.0	187.1	194.2	200.3	206.6	213.0	219.7	226.5	233.2
PERPETUIDAD										4,015.2
EBITDA	210.89	279.37	294.56	302.81	311.33	320.13	329.23	338.63	348.35	358.41
G	3.0%									
Costo de Capital	8.98%	8.98%	8.98%	8.98%	8.98%	8.98%	8.98%	8.98%	8.98%	8.98%
Factor de Descuento	1.09	1.19	1.29	1.41	1.54	1.68	1.83	1.99	2.17	2.36
Valor Presente Flujo de Caja Libre Anual	-48.94	-6.71	144.53	137.69	130.28	123.27	116.64	110.37	104.44	98.68
Valor Presente Flujo de Caja Libre	910.25									
Valor Presente Perpetuidad	1698.61									
(+) Valor de la Compañía	2,608.86									
(+) Efectivo y otros activos	110.00									
(-) Deuda	1,231.00									
(=) Valor Patrimonio	1,487.86									
Número de acciones (millones)	14.75									
(=) Valor Acción	100.87									

Se le asignó al primero una tasa de 7.8% anual, debido a que los principales pasivos de la compañía se están pagando con este costo de financiamiento. Estas obligaciones financieras corresponden en un 88% a instrumentos financieros como bonos senior notes unsecured, pagadero en un plazo de más de seis años para ambas monedas (locales y del exterior). Para el segundo, se asignó un costo de patrimonio, utilizando el modelo CAPM, utilizando la tasa del bono soberano de Estados Unidos a 10 años; el beta del sector (Real Estate) se tomó de Damodaran (2016a); retorno del mercado de Estados Unidos, utilizando como proxy el promedio geométrico de los retornos anuales del S&P 500 de los últimos 10 años (Damodaran, 2016b); la prima por riesgo país se estimó en 2.44% (BCRP, 2016c).

Impuestos. La tasa de impuestos a la renta peruana para cada año es aquella otorgada según el tipo de compañía que enmarca las leyes peruanas para las empresas del sector retail (antes de 2014: 30%, 2015-2016: 28%, 2017-2018: 27% y 26% en 2019 en adelante). Se tomó esta tasa impositiva en cada año de la proyección para considerar el escudo fiscal generado por los intereses de los préstamos requeridos para financiar el proyecto. Dicha tasa es también utilizada para determinar el costo de la deuda post-tax aplicado para estimar la tasa de descuento. Bajo estos supuestos y tomando en cuenta los estados financieros auditados del período 2010 – 2014, se elaboró la proyección del estado de resultados y del flujo de caja descontado (tal como se apreció en las Tablas 46 y 47), cada uno de ellos con un horizonte de 10 años.

2.4.2 Análisis de riesgo

Sensibilidad precio objetivo Supermercados Peruanos. De acuerdo con la valoración realizada de SPSA sobre un planteamiento base, las perspectivas respecto de los inputs y riesgo asignado son estables, debido al proceso de consolidación de sus operaciones basado en contar con un creciente número de locales y posicionamiento de sus diferentes formatos en cada una de sus áreas de influencia, mostrado en el creciente nivel de ingresos y en los

resultados operacionales. Sobre el escenario base, se incluyó variaciones en los supuestos de los inputs utilizados en el flujo de caja proyectado, asociando a ello ciertos riesgos de mercado que la empresa puede asumir. El valor de la empresa se encuentra entre S/ 2,025 y S/ 3,380 millones, lo cual se ha visto reflejado en los cambios de número de tiendas aperturadas, el incremento de los m² por tienda, la venta por m², la mejora en el ratio de costo de venta, la inversión realizada por m² y la tasa de descuento.

Se consideró un escenario con un incremento o disminución de tiendas y ventas por m², que depende de la eficiencia en que se muestren los ratios de penetración y participación de mercado. La cantidad de metros cuadrados se va a desarrollar en función de los formatos en que la empresa pretenda seguir desarrollando su modelo comercial y corporativo. Otro escenario considerado es el promedio de inversión en CAPEX, lo cual puede mejorar o empeorar por cambio de formatos y condiciones de mercado. A su vez, se ha determinado una variación en el WACC calculado, asumiendo una mayor estructura deuda/capital y cambios en la prima de mercado, lo cual ha generado los impactos que se muestran en la Tabla 48.

Sensibilidad precio objetivo Real Plaza. Los criterios de evaluación mencionados hasta el momento para calcular la rentabilidad del proyecto tienen supuestos o escenarios base como: (a) precios de mercado, (b) ocupabilidad de los centros comerciales y (c) el crecimiento de mercado para cada año [tasa de inflación (BCRP, 2016d)]. Sobre estos, se consideró la elaboración de un análisis de sensibilidad del precio objetivo de Real Plaza que permita reflejar el impacto que se genera ante cambios en una variable relevante de riesgo a los que la compañía se encuentra expuesto. Para efectos del análisis, se realizó la simulación de una exposición a riesgos de mercados que visiblemente son los que impactan de manera positiva o negativa en la valorización de la empresa. En la Tabla 49, se muestra los cambios en las variables como (a) la tasa de ocupabilidad, que presenta fluctuaciones en un 0.05% en

positivo y negativo, donde se muestra un escenario base con 98% de ocupación y que su cambio va a depender de las mejoras en las políticas comerciales de la compañía como colocar mayores tiendas ancla en los centros comerciales y esto les permita incrementar sus ingresos por arriendo variable que se generan según los volúmenes de venta en este tipo de tienda; y (b) el crecimiento de mercado que se refleja mediante la fluctuación en la tasa de inflación que va a depender del comportamiento del sector retail, la confianza y de la capacidad de consumo del consumidor, que conllevará a mejores índices de volumen de ventas y, por ende, una mejor rentabilidad y EBITDA de la compañía.

Tabla 48

Análisis de Sensibilidad de SPSA

Input de Valor	Unidad	Escenario Pesimista	Escenario Base 2015	Escenario Optimista
N° Tiendas	Unidades	6.00	8.00	10.00
Metros cuadrados	m ²	4,125.00	3,750.00	3,375.00
Ventas por m ²	Miles de S/	13.32	14.56	15.43
Crecimiento de ventas por m ²	tasa	0.00%	3.00%	4.00%
Mejora del ratio costo venta	tasa	0.00%	-0.05%	-0.10%
Mejora del ratio PPI	días	0.00%	0.00	-1.00
CAPEX por tienda	Miles de S/	15,156.25	13,778.41	12,997.16
WACC	%	10.65%	10.08%	9.60%
Valor de la empresa	Miles de S/	2'025,304	2'750,602	3'380,300
VAN/ EBITDA		8.33	10.04	11.54

Tabla 49

Análisis de Sensibilidad de Real Plaza

	Escenario Pesimista		Escenario Base 2015	Escenario Optimista	
	1.90%	1.95%	2.00%	2.05%	2.10%
97.00%	S/. 2,593	S/. 2,595	S/. 2,598	S/. 2,600	S/. 2,602
97.50%	S/. 2,599	S/. 2,601	S/. 2,603	S/. 2,606	S/. 2,608
98.00%	S/. 2,605	S/. 2,607	S/. 2,609	S/. 2,611	S/. 2,614
98.50%	S/. 2,610	S/. 2,612	S/. 2,615	S/. 2,617	S/. 2,619
99.00%	S/. 2,616	S/. 2,618	S/. 2,620	S/. 2,623	S/. 2,625

Riesgos InRetail. InRetail gestiona los riesgos inherentes al negocio bajo un proceso de identificación, medición y monitoreo continuo. Este proceso es crítico para la rentabilidad continua del grupo InRetail. Asimismo, cada individuo dentro del grupo es responsable del riesgo propio y que opera a cargo de cada puesto. El grupo InRetail se encuentra expuesto al riesgo de mercado, riesgo de crédito y riesgo de liquidez. Es el directorio quien revisa y acuerda las políticas para el manejo de cada uno de los riesgos que se resumen a continuación:

- Riesgo de crédito: El riesgo de crédito se puede definir como la probable pérdida a raíz del incumplimiento de la contraparte en una operación que involucra un compromiso de pago (De Lara, 2005, p.16). El grupo InRetail se encuentra expuesto al riesgo de crédito que deviene de sus actividades operativas, principalmente, por sus cuentas por cobrar, y por sus actividades financieras, incluyendo sus depósitos en bancos. Este riesgo es manejado por los gerentes financieros de acuerdo con los principios proporcionados por el Directorio para minimizar la concentración de riesgo y, por consiguiente, mitigar pérdidas financieras provenientes de incumplimientos potenciales de la contraparte. El riesgo de crédito está asociado con las cuentas por cobrar comerciales, así como por los depósitos en bancos, instrumentos financieros derivados e inversiones.

Cuentas por cobrar comerciales. El grupo InRetail evalúa la concentración de riesgo respecto de las cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar. En general, no se mantienen concentraciones significativas de cuentas por cobrar con alguna entidad en particular. El grupo realiza una evaluación sobre el riesgo de cobrabilidad de las cuentas por cobrar para determinar la respectiva provisión. En el caso de las cuentas por cobrar comerciales por ventas minoristas, que se generan principalmente por las ventas con tarjetas de crédito, el riesgo crediticio es mínimo, pues tienen un periodo de dos a siete días para

convertirse en efectivo. En el caso de los alquileres por cobrar y vales de mercadería, se mantienen contratos vigentes de pago.

Depósitos en bancos, instrumentos financieros derivados e inversiones a valor razonable con cambios en resultados y en otros resultados integrales. Los saldos de equivalentes de efectivo y los instrumentos financieros derivados se mantienen en y con entidades financieras de primer nivel, incluyendo una entidad financiera vinculada. En el caso de las inversiones disponibles para venta, corresponden a notas emitidas por una entidad relacionada.

- **Riesgo de mercado:** El riesgo de mercado es el riesgo de sufrir pérdidas ocasionado por la diferencia en los precios de mercado (De Lara, 2005), estos incluyen: (a) tasas de interés, (b) tipo de cambio y (c) precios de *commodities* principalmente. Los instrumentos financieros de la compañía y sus subsidiarias están afectados por los riesgos de tasas de interés y tipo de cambio.
- **Riesgo de tasa de interés:** El riesgo de tasa de interés es el riesgo de que el valor razonable o flujos de caja futuros de un instrumento financiero fluctúen por cambios en las tasas de interés del mercado. El grupo InRetail administra su riesgo de tasa de interés basados en la experiencia de la gerencia, balanceando las tasas de intereses activas y pasivas.
- **Riesgo de tipo de cambio:** El riesgo de tipo de cambio es el riesgo que el valor razonable de los flujos de caja futuros de un instrumento financiero fluctúe por variaciones en los tipos de cambio. Las gerencias de finanzas de las subsidiarias son las responsables de identificar, medir, controlar e informar la exposición al riesgo cambiario global del grupo InRetail.
- **Riesgo de liquidez:** El riesgo de liquidez es referido a las pérdidas que puede sufrir la institución frente a requerir más recursos para financiar sus activos a un

costo probablemente inaceptable (De Lara, 2005). Para el grupo InRetail, este riesgo implica no poder cumplir con sus obligaciones de pago relacionadas con pasivos financieros al vencimiento. La administración del riesgo de liquidez implica mantener suficiente efectivo y disponibilidad de financiamiento, a través de una adecuada cantidad de fuentes de crédito comprometidas y la capacidad de liquidar transacciones, principalmente, de endeudamiento. Al respecto, la gerencia del grupo InRetail orienta sus esfuerzos a mantener fuentes de financiamiento a través de la disponibilidad de líneas de crédito.

El proceso independiente de control de riesgos no incluye riesgos de negocio como cambios en el medio ambiente, tecnología e industria. Estos son monitoreados a través del proceso de planificación estratégica del grupo. Sin embargo, se enumeran alguno de ellos por ser inherentes al negocio del grupo. Estos factores de riesgo son los siguientes.

- La economía peruana podría verse afectada negativamente por la evolución económica de los mercados regionales o globales.
- El cambio en las condiciones económicas que impactan en el gasto del consumidor y que, a su vez, podrían afectar los resultados esperados de la compañía.
- La disminución del poder adquisitivo de los consumidores de medianos y bajos ingresos resultantes de los ciclos económicos desfavorables que pone en peligro el éxito de las operaciones de la compañía, puesto que depende, en gran medida, de la estabilidad o incremento del gasto de los consumidores, sobre todo, por miembros de las categorías socioeconómicas de ingresos medios y bajos.
- El aumento de la competencia en los mercados en los que opera la compañía, ya sea a través de nuevos competidores o competidores existentes con expansión de

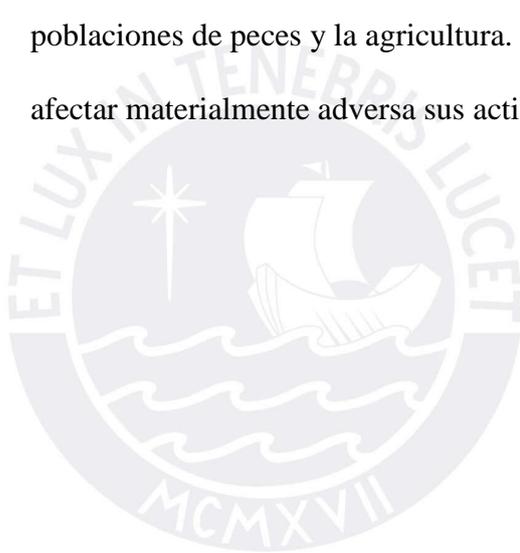
sus operaciones que podría afectar negativamente la participación de mercado, márgenes de ganancia y el negocio de la compañía.

- Los existentes y nuevos requerimientos regulatorios que pueden afectar adversamente al negocio. Los negocios de la compañía están sujetos a numerosas regulaciones gubernamentales y locales, incluidas las normas de funcionamiento y del Instituto Nacional de Defensa Civil (INDECI), de la Dirección General de Medicamentos Insumos y Drogas (DIGEMID) y de las agencias gubernamentales y locales, así como las leyes y reglamentos relativos a la protección del medio ambiente, protección del consumidor y cuestiones de salud y seguridad, que incluyen las que rigen la exposición, la gestión y la eliminación de las sustancias peligrosas.
- El desarrollo de centros comerciales y supermercados están sujetos a las leyes nacionales y municipales, además de las regulaciones, autorizaciones y licencias necesarias respecto de la construcción, zonificación, uso del suelo, la protección del medio ambiente y el patrimonio histórico, la protección del consumidor y otros requisitos, los cuales afectan la capacidad para adquirir tierras, desarrollo y construcción de proyectos y negociar con los clientes.
- El crecimiento de la compañía que depende de la capacidad para atraer nuevos clientes y aumentar las ventas a los clientes actuales. Si la compañía no es capaz de aumentar la base de clientes y la tasa de lealtad de los clientes, los resultados de la compañía podrían verse afectados de manera adversa.
- Los centros comerciales que se desarrollan pueden no alcanzar los niveles de ocupación dentro de los plazos que se proyectan o alcanzar las tasas de alquiler esperados, lo que puede resultar en el fracaso de las propiedades para lograr los rendimientos que se proyectan.

- El daño reputacional ocasionado por el caso de responsabilidad de productos vendidos o demanda por lesiones personales o sentencia en contra de la compañía y sus subsidiarias o un retiro de productos podría tener un efecto adverso en los resultados esperados.
- El segmento de centros comerciales está sujeto a riesgos comunes a las propiedades comerciales en general, muchos de los cuales son exógenos. Tales son los casos de disturbios civiles, terremotos y otros desastres naturales o actos terroristas o de guerra que podría resultar en pérdidas no aseguradas o con seguro insuficiente.
- Los supermercados tienen un enfoque significativo en productos perecederos. El grupo InRetail diversifica en varios proveedores y vendedores para ofrecer y entregar inventario de productos sobre una base continua. La interrupción de la red de distribución, cortes de energía prolongados, desastres naturales o por otros acontecimientos catastróficos son impredecibles.
- La interrupción o falla en los sistemas operativos que pueden afectar de manera adversa los resultados del grupo InRetail.
- El aumento de los impuestos y los controles de importación que pueden tener un efecto material adverso en los resultados esperados.
- Las marcas comerciales y nombres comerciales del grupo InRetail que pueden ser objeto de apropiación indebida o desafiada por otros.
- Perú se encuentra en una zona propensa a la actividad sísmica y, de vez en cuando, se ve afectada por los terremotos. Por ejemplo, en 2007, un terremoto con una magnitud de 7,9 grados en la escala de Richter sacudió la costa central del Perú, dañando severamente la región sur de Lima. Tales condiciones pueden

resultar en daño físico a las propiedades del grupo, el cierre de una o más tiendas, centros comerciales o instalaciones de distribución.

- Las condiciones climáticas adversas (por efecto del cambio climático o de otro tipo) y los patrones climáticos adversos, tales como sequías o inundaciones que las condiciones de impacto de cultivo y la cantidad y calidad de los cultivos, pueden materialmente afectar negativamente la disponibilidad o el costo de determinadas materias primas u otros productos dentro de la cadena de suministro. Por ejemplo, una afectación por El Niño, fenómeno que provoca un calentamiento de las temperaturas en el Océano Pacífico, resulta en fuertes lluvias en las costas de Perú y, potencialmente, genera inundaciones y la destrucción de las poblaciones de peces y la agricultura. Cualquiera de estos factores puede alterar y afectar materialmente adversa sus actividades.



Capítulo III: Plan Financiero

3.1. Objetivos y Metas del Plan

El plan financiero formulado para InRetail tiene como objetivo obtener el capital necesario para financiar las inversiones identificadas en cada unidad de negocio, dentro de los parámetros establecidos en el análisis de determinación de estructura óptima de capital. De acuerdo con ello, la compañía alcanzaría un mayor valor dentro de una relación deuda/capital de 40%, lo cual se traslada en una capacidad de endeudamiento adicional por un monto aproximado de S/ 457 millones. Asimismo, la propuesta a implementar busca: (a) mejorar la rentabilidad de la operación con la finalidad de elevar el actual rating crediticio y así obtener mejores condiciones de financiamiento en el mediano plazo; (b) incrementar la rentabilidad del accionista.

3.2. Propuestas

3.2.1 Propuestas de reestructuración

A partir del análisis realizado, el plan financiero desarrollado plantea dos propuestas para la compañía: (a) financiar las necesidades de capital identificadas mediante una nueva emisión de deuda, continuando las prácticas actuales del grupo; (b) priorizar la rentabilización de la operación y retrasar los niveles de inversión, con la finalidad de mejorar la capacidad financiera actual de InRetail, traduciéndose en una mejora de su calificación crediticia en el mediano plazo. Para continuar con sus objetivos estratégicos, se estima que InRetail requeriría cerca de S/ 948 millones en los próximos tres años, con la finalidad de mantener el crecimiento orgánico de sus ingresos. La primera propuesta de financiamiento parte del análisis de la estructura óptima de capital desarrollado previamente, la cual aún no habría sido alcanzado por la compañía. Solo en el último año la compañía reportó una relación deuda/capital de 32%, con lo cual se estima que esta podría endeudarse por un monto de S/ 457 millones sin alterar su costo de capital.

La primera propuesta considera una nueva emisión de deuda, aprovechando el escudo fiscal que esta generaría. De acuerdo con el análisis financiero realizado, los flujos operativos del negocio alcanzarían a cubrir cerca del 40% de las necesidades de inversiones en los próximos tres años, con lo cual la nueva emisión de deuda ascendería a S/ 569 millones. Considerando el impacto del incremento del nivel de deuda en el ratio de cobertura de intereses de la compañía y su estructura de capital, se estimó un costo sintético de la deuda de 8.51% con una calificación crediticia de BB.

La segunda propuesta parte del análisis de la rentabilidad de la operación, tanto por segmento de negocio, como la posición de InRetail frente a otras compañías del sector. Para ello, se tomó en cuenta la información trabajada en la sección 1.3., en la cual se identificaron una serie de empresas comparables con operaciones y riesgos similares a las de InRetail: (a) Falabella, (b) Soriana (c) Wal-Mart Chile y (d) Cencosud.

El retorno sobre el patrimonio (ROE) de InRetail se ha visto deteriorado por el agresivo plan de inversiones que viene implementando la compañía en línea con su plan estratégico de crecimiento. Se realizó el análisis Dupont (ver Figura 34) para identificar los principales drivers que impactan el retorno de la operación, el cual descompone el retorno sobre el patrimonio en tres principales factores: margen neto (utilidad neta sobre ingresos netos), rotación de activos (ingresos totales sobre total activos) y apalancamiento financiero (total activos sobre patrimonio). Al cierre del año 2015, el ROE de InRetail se encontraría en 4.6%, mientras que el de sus principales negocios, Consumer y Shopping Mall, ascenderían a 1.9% y 6.0%, respectivamente. En términos de margen neto, la utilidad neta de la operación de Consumer se mostró reducida por el desempeño de la operación de supermercados, alcanzando niveles por debajo del 1%. En comparación, el negocio de Shopping Mall reportó un margen neto de 40.92%, resultando en un margen neto consolidado del grupo de 2.1%. Por otro lado, al analizar el multiplicador financiero, se observó un mayor apalancamiento

por el lado de Consumer que de Shopping Mall, cuyo apalancamiento se encuentra en una relación de 3.37.

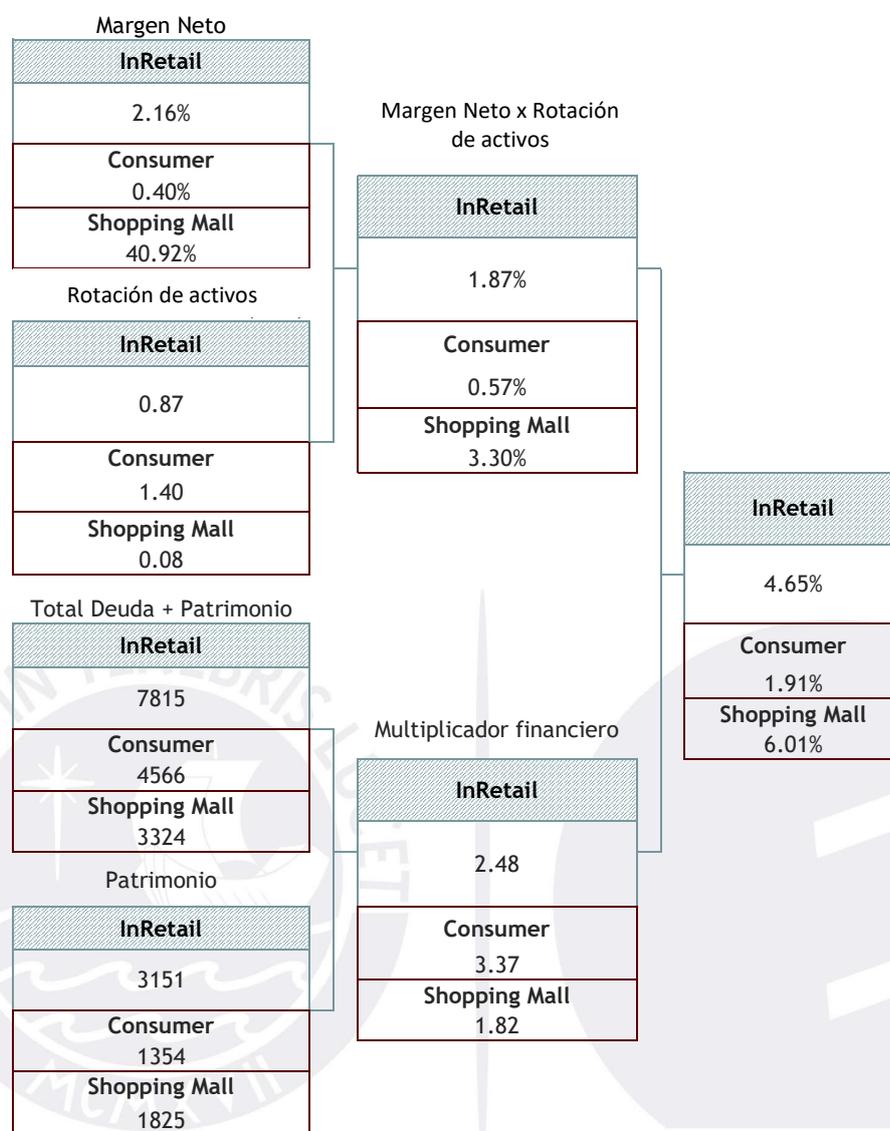


Figura 34. Análisis Dupont de InRetail.

Respecto del desempeño de sus comparables, los márgenes actuales de la operación de InRetail aún no son los adecuados para observar una recuperación de la rentabilidad sobre patrimonio a los niveles promedio alcanzados hace cuatro años, por encima de 6%. En términos de rentabilidad sobre activos, la operación de los negocios de la compañía se encontraría por debajo del promedio de sus comparables en los últimos cinco años en 42%, afectada por el nivel de inversiones que viene ejecutando el grupo en los últimos años sin generar los retornos adecuados que soporten el nivel de activos actual.

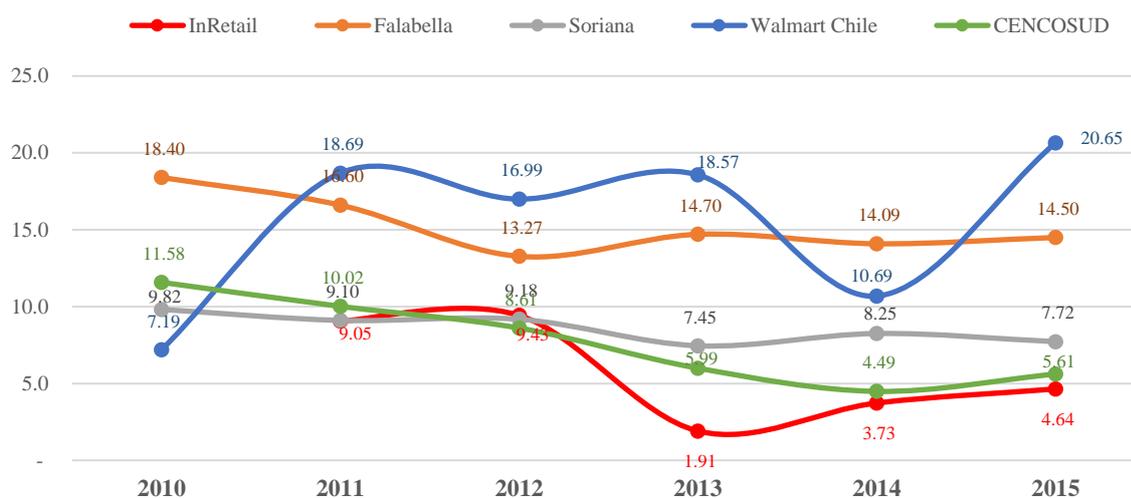


Figura 35. Retorno sobre Patrimonio (ROE) Histórico de InRetail y comparables. Adaptado de “Memoria Anual 2015” por S.A.C.I. Falabella, 2015. Recuperado de <http://www.falabella.com/falabella-cl/static/staticContentWithHeader.jsp?title=Inversionistas-Reporte-Anual>; “Reporte de Resultados 4T15” por Cencosud, 2015. Recuperado de <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/informacion-financiera/reportes-trimestrales/default.aspx>; “Cuarto Trimestre – Reporte de Resultados”, por InRetail, 2015a. Recuperado de http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=87

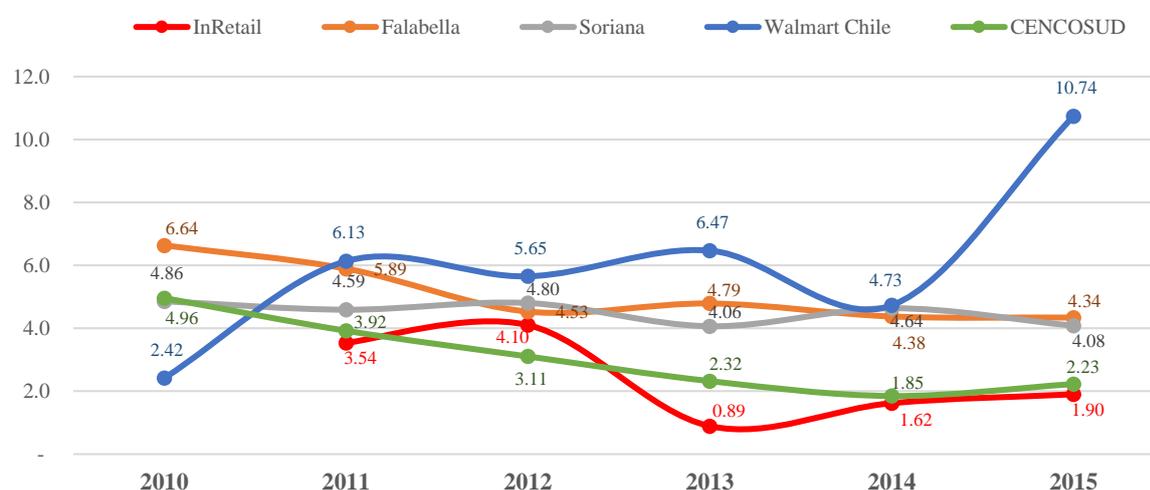


Figura 36. Retorno sobre activos (ROA) histórico de InRetail y comparables. Adaptado de “Memoria Anual 2015” por S.A.C.I. Falabella, 2015. Recuperado de <http://www.falabella.com/falabella-cl/static/staticContentWithHeader.jsp?title=Inversionistas-Reporte-Anual>; “Reporte de Resultados 4T15” por Cencosud, 2015. Recuperado de <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/informacion-financiera/reportes-trimestrales/default.aspx>; “Cuarto Trimestre – Reporte de Resultados” por InRetail, 2015a. Recuperado de http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=87

Se analizó el retorno sobre capital invertido (ROIC), el cual, a diferencia del ROE y ROA, toma como referencia el resultado operativo sin incluir los gastos financieros. Solo en los últimos cinco años, el ROIC de la compañía fue de 6.17%, ubicándose 11% por debajo del promedio de su competencia (sin considerar Wal-Mart Chile).

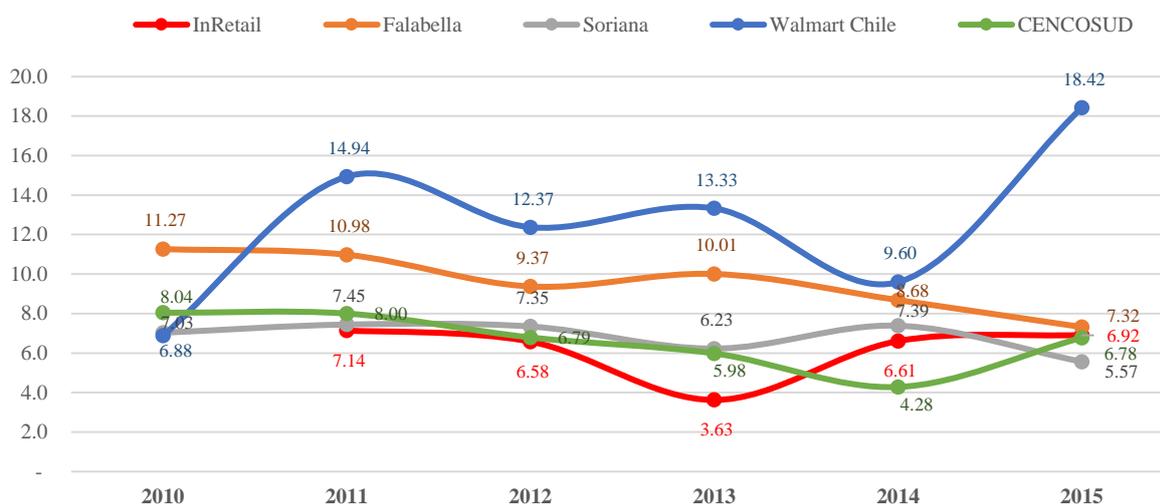


Figura 37. Retorno sobre capital invertido (ROIC) histórico de InRetail y comparables. Adaptado de “Memoria Anual 2015” por S.A.C.I. Falabella, 2015. Recuperado de <http://www.falabella.com/falabella-cl/static/staticContentWithHeader.jsp?title=Inversionistas-Reporte-Anual>; “Reporte de Resultados 4T15”, por Cencosud, 2015. Recuperado de <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/informacion-financiera/reportes-trimestrales/default.aspx>; “Cuarto Trimestre – Reporte de Resultados”, por InRetail, 2015a. Recuperado de http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=87

Dada la participación del negocio de supermercados en los ingresos totales del grupo, se determinó que una mejora en la rentabilidad de InRetail Consumer sería un factor clave para observar cambios significativos en los resultados de la operación consolidada, específicamente, en la mejora de los márgenes operativos. Así, la segunda propuesta se enfoca en una mejora operacional de Supermercados Peruanos, con la finalidad de incrementar su margen operativo de 4.3% en el segundo año de proyección a 6.8%. La rentabilización de este negocio tiene como argumento tres principales factores: (a) un incremento en los ingresos por m² en miles de soles de 14.56 a 15.93, considerando el

desempeño de compañías comparables en la industria peruana; (b) una reducción de los costos operativos, basada en una reducción de tres días de inventarios, eficiencias que se verían incorporadas una vez que entre en funcionamiento el nuevo centro logístico; (c) retraso del plan de inversión actual, el cual contempla la apertura de ocho nuevas tiendas anual en promedio. Un incremento del margen operativo mejoraría la capacidad de financiamiento de la compañía, dándole una mayor flexibilidad financiera en el futuro y mayor atractivo del negocio desde el punto de vista de un inversionista externo.

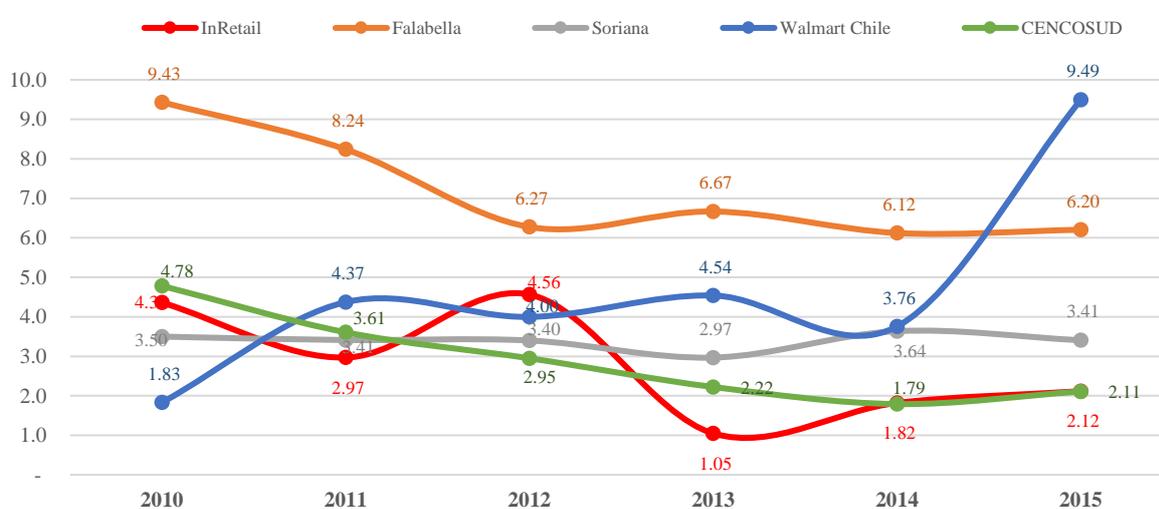


Figura 38. Margen neto histórico de InRetail y comparables. Adaptado de “Memoria Anual 2015” por S.A.C.I. Falabella, 2015. Recuperado de <http://www.falabella.com/falabella-cl/static/staticContentWithHeader.jsp?title=Inversionistas-Reporte-Anual>; “Reporte de Resultados 4T15” por Cencosud, 2015. Recuperado de <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/informacion-financiera/reportes-trimestrales/default.aspx>; “Cuarto Trimestre – Reporte de Resultados” por InRetail, 2015a. Recuperado de http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=87

Adicionalmente, se evaluó un escenario de desinversión para InRetail, lo cual implicaría la venta de una de sus unidades de negocio. Desde el punto de vista financiero, el actual mix de negocios genera sinergias para el grupo, la cual se ve plasmada, principalmente, en su tasa de descuento. En un escenario de venta de InkaFarma, el negocio de supermercados vería afectada su flexibilidad financiera. Los flujos estables que genera el

negocio de retail farmacéutico les permite a Supermercados Peruanos poder financiarse a una tasa de deuda menor, ya que balancea el riesgo asociado a este negocio. Sumado a ello, si InkaFarma funcionara individualmente, parecería que el valor de la compañía se vería castigado por una mayor tasa de descuento, dado que estos negocios no son intensivos en capital y, por lo tanto, tienden a financiarse con capital propio. Para el negocio farmacéutico de InRetail, se determinó un costo de capital promedio ponderado nominal en soles de 10.30%, mientras que para el grupo consolidado el costo de capital se encontraría en 8.81%.

Tabla 50

Comparativo Tasas de Descuento Consolidadas y por Unidades de Negocio

	Inkafarma	SPSA	InRetail Consumer	Shopping Mall	InRetail
1. Costo de Patrimonio					
(+) Yield Bonos EE.UU. a 10 años	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
(=) Tasa Libre de Riesgo (en USD)	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
Beta Apalancado Sector	1.38	1.75	2.45	0.87	1.29
Beta Desapalancado Sector	0.90	0.76	0.90	0.55	0.90
Deuda/Patrimonio	74%	179%	239%	83%	59.7%
Tasa Impositiva	28%	28%	28%	28%	28%
(X) Market risk premium	6%	6%	6%	6%	6%
(=) Beta apalancado x Market risk premium	8.3%	10.5%	14.7%	5.2%	7.7%
(+) Riesgo País	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
(=) Costo de Patrimonio (Nominal en USD)	12.8%	15.1%	19.3%	9.8%	12.3%
Inflación Perú	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
Inflación USA	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
(=) Costo de Patrimonio (Nominal en Soles)	14.6%	16.8%	21.1%	11.5%	14.0%
2. Costo de Deuda					
Beneficio tributario	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
Costo Promedio Deuda en Dólares, sin Beneficio	3.6%	5.6%	4.7%	5.6%	4.7%
Deuda	5.0%	7.8%	6.5%	7.8%	6.1%
3. Estructura de Capital					
Patrimonio	60.7%	35.8%	31.5%	54.8%	40.3%
Deuda	39.3%	64.2%	68.5%	45.2%	59.7%
WACC (Nominal en USD)	9.20%	8.99%	9.28%	7.90%	7.73%
WACC (Nominal en soles)	10.30%	10.08%	10.37%	8.98%	8.81%

3.2.2 Propuestas de implementación

La actual posición financiera de la compañía evidencia que esta aún se encontraría en condiciones para asumir un nuevo financiamiento. Tanto el ratio de cobertura de gastos financieros como el de Deuda financiera /EBITDA, se encuentran por encima de los *covenants* establecidos para InRetail. Sumado a ello, el análisis de estructura óptima de capital daría indicios que la empresa aún no se encontraría por encima de su estructura

óptima. La propuesta implementada se enfoca en una mejora de la operación del negocio de supermercados y un retraso de la inversión inicialmente estimada, con la finalidad de mejorar la calificación crediticia de la compañía y, como consecuencia de ello, obtener mejores condiciones de financiamiento en el mediano plazo y elevar el retorno del accionista. La propuesta de financiamiento se basa en el desarrollo de tres principales supuestos: (a) maximización de los ingresos por espacio disponible para la venta, (b) reducción del costo de ventas actual, (c) retraso de las inversiones de capital respecto al plan planteado inicialmente.

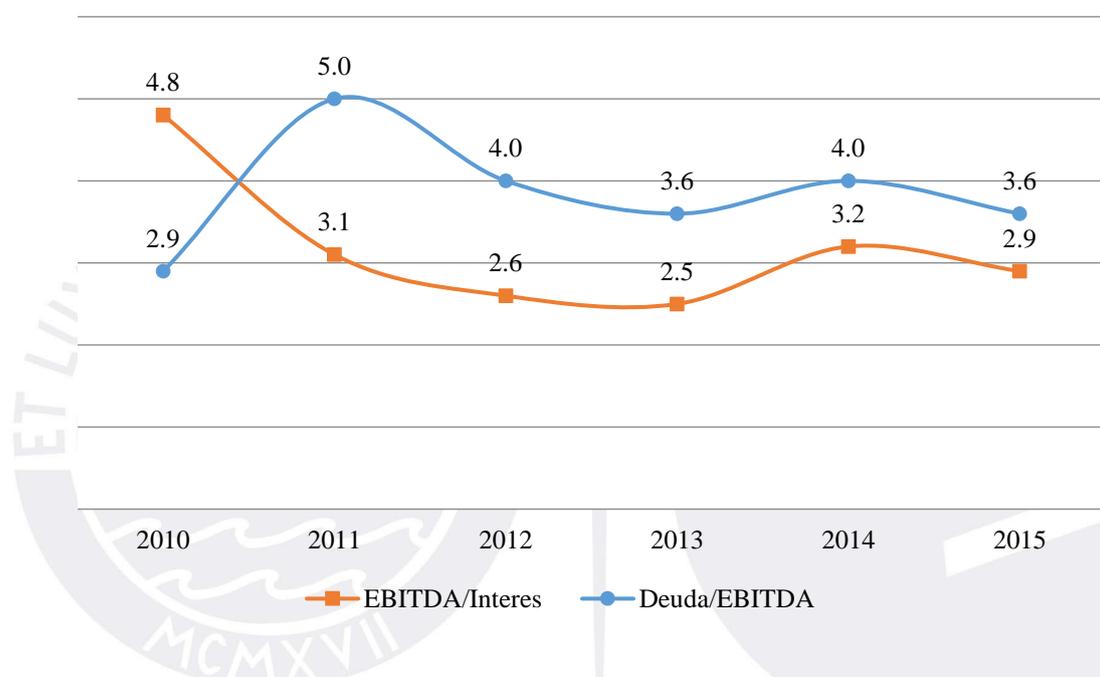


Figura 39. Ratios de endeudamiento.

Adaptado de “InRetail Perú Corp.” por Kallpa SAB, 2014. Recuperado de <http://kallpasab.com/reportes/InRetail%20Peru%20Corp.%20-%20Inicio%20de%20Cobertura%20-%20VF%20@%20USD%20%20%20-%20Mantener.pdf>

La mejora de la rentabilidad del negocio de supermercados busca incrementar el ingreso por m² disponible para la venta. En términos comparables, el ingreso por ventas por m² de Supermercados Peruanos se encuentra por debajo de sus principales competidores en el mercado peruano, dando indicios del potencial de crecimiento. La propuesta implementada considera un incremento cercano a 9% sobre los ingresos por m² promedio histórico. Así,

este pasaría de S/ 14,561 a S/ 15,928. El segundo supuesto utilizado asume una reducción del costo de ventas de Supermercados Peruanos, sobre la base de las expectativas de mejora en los días de rotación de inventarios de 56 a 53 días. Se consideró el impacto que tendría la implementación de un nuevo centro de distribución, así como la incorporación de eficiencias de la operación actual. La implementación de la propuesta evidencia una reducción de 3% en el costo de venta, pasando de 74.23% a 71.78%. Adicionalmente, se analizó el costo de ventas de sus principales competidores en el mercado peruano, observándose que Supermercados Peruanos se encontraría por encima del promedio del sector.

Tabla 51

Ingresos por M² de Comparables y SPSA en Soles

Periodos (en miles)	2011 S/	2012 S/	2013 S/	2014 S/	2015 S/	2015 US\$
Ventas por m ²	13,784	13,577	13,375	13,928		
Promedio de ventas por m²					S/ 14,561	
SPSA (promedio comparables)					S/ 15,928	4,791
Tottus					S/ 16,097	4,599
Wong / Metro					S/ 17,437	4,982

Por último, se consideró una reducción de la inversión en capital estimada en el plan inicialmente descrito. En el escenario base, la inversión en activos tiene como objetivo la apertura de ocho nuevas tiendas anualmente, que se traduce en un desembolso de S/ 481 millones en los próximos tres años. La propuesta implementada considera un retraso de las inversiones a un nivel de cinco tiendas anuales, viéndose compensado los resultados por una mejora del margen operativo. Con ello, se espera una reducción del CAPEX en S/.70.3 millones y la disminución de los costos de depreciación en 6%, cuyo efecto se ve reflejado en el EBITDA, principalmente. Para analizar que la propuesta implementada cumpliera con los objetivos del plan financiero planteado, se realizó la comparación de los dos escenarios

propuestos. El primero bajo los inputs reflejados en la valorización (ver acápite 2.4.), el cual continúa los planes de inversión con una necesidad de financiamiento por S/ 569 millones entre el periodo 2015 al 2017 (60% de la inversión total necesaria S/ 948 millones); y el segundo (propuesta implementada) que considera un financiamiento de S/ 263 millones, el cual representa el 30% de la inversión en el mismo periodo (inversión total en CAPEX S/ 877 millones).

La diferencia en el nivel de riesgo que implicaría llevar a cabo ambas propuestas se ve reflejada en la estimación de los costos de la deuda, basados en tres factores principales: (a) cálculo del ratio de cobertura (EBITDA/gastos financieros) según el EBITDA calculado y proyectado en cada valorización; (b) tasa libre de riesgo, para la cual se consideró el rendimiento de los bonos soberanos peruanos a mediano plazo (6 años); (c) un spread de acuerdo a los niveles de cobertura de gastos financieros. En el primer escenario propuesto, se estimó que la utilidad operativa de la compañía ascendería en S/ 518 millones en el primer año de proyección, con lo cual la cobertura de intereses se encontraría en 2.29 veces. A este nivel de cobertura, se esperaba que una futura emisión de deuda de la empresa mantenga una calificación cercana al BB, con un costo de deuda sintético de 8.51%. En la propuesta implementada, la utilidad operativa se incrementó a niveles de S/ 647.58 millones, producto de la mayor eficiencia asumida en la operación de Supermercados Peruanos. Con ello, se estimó que la cobertura de intereses sería de 2.87 veces, fortaleciendo su perfil crediticio a BBB. Esta menor percepción de riesgo se ve trasladada a un costo de deuda sintético de 8.01%.

Se consideraron ambos costos de financiamiento para proyectar los cronogramas de deuda que la empresa mantendría en los próximos años. Al evaluar el flujo del accionista de los dos escenarios, se obtuvo un mayor retorno en la propuesta implementada (S/ 5,065 millones, siendo S/ 2,136 en el primer escenario) como consecuencia de menores costos de

financiamiento, un menor ritmo de inversiones y el fortalecimiento de la utilidad de la operación, explicada por el negocio de supermercados. Por último, un punto importante que no se ve reflejado en el flujo del accionista proyectado es el impacto de un mejor perfil crediticio desde el punto de vista de un inversionista externo, siendo más atractivo una compañía con flujos más sólidos. Todo ello se refleja en las Tablas 52 a 56.

Tabla 52

Estimación del Rating de Deuda para la Construcción de la Tasa de Interés

Escenario 1

Descripción	Datos	Ref.
EBIT S/.MM	517.55	[a]
Gastos financieros S/.MM	225.66	[b]
Rendimiento bono soberano a largo plazo	6.51%	
Cobertura de intereses	2.29	[a]/[b]
Estimación rating del bono	BB	
Estimación default spread		
Estimación costo de la deuda	8.51%	

Nota. Rendimiento bono soberano a largo plazo tomado de “Perú - Bonos del Estado” por Investing.com, 2016. Recuperado de <http://es.investing.com/rates-bonds/peru-government-bonds>

Escenario 2

Descripción	Datos	Ref.
EBIT S/.MM	647.58	[a]
Gastos financieros S/.MM	225.66	[b]
Rendimiento Bono Soberano a Largo plazo	6.51%	
Cobertura de Intereses	2.87	[a]/[b]
Estimación Rating del Bono	BBB	
Estimación costo de la deuda	8.01%	

Nota. Rendimiento bono soberano a largo plazo tomado de “Perú - Bonos del Estado” por Investing.com, 2016. Recuperado de <http://es.investing.com/rates-bonds/peru-government-bonds>

Tabla 53

Cronograma de Financiamiento de Bono – Escenario 1

Periodo	Fecha	Saldo Inicial	Amortización	Saldo Final	Intereses	Cuota
0	29/12/2015	569	-	569		
1	29/03/2016	569	24	545	12	35
2	29/06/2016	545	24	521	11	35
3	29/09/2016	521	24	498	11	34
4	29/12/2016	498	24	474	10	34
5	29/03/2017	474	24	450	10	33
6	29/06/2017	450	24	426	9	33
7	29/09/2017	426	24	403	9	32
8	29/12/2017	403	24	379	8	32
9	29/03/2018	379	24	355	8	32
10	29/06/2018	355	24	332	7	31
11	29/09/2018	332	24	308	7	31
12	29/12/2018	308	24	284	6	30
13	29/03/2019	284	24	261	6	30
14	29/06/2019	261	24	237	5	29
15	29/09/2019	237	24	213	5	29
16	29/12/2019	213	24	190	4	28
17	29/03/2020	190	24	166	4	28
18	29/06/2020	166	24	142	3	27
19	29/09/2020	142	24	118	3	27
20	29/12/2020	118	24	95	2	26
21	29/03/2021	95	24	71	2	26
22	29/06/2021	71	24	47	1	25
23	29/09/2021	47	24	24	1	25
24	29/12/2021	24	24	(0)	0	24
Total S/			569			715

Por último, considerando los resultados de la propuesta implementada, se realizó el análisis Dupont de ambos negocios, Consumer y Shopping Mall y del grupo consolidado. Sobre la base de ello, se estimaron indicadores objetivo que la compañía debería cumplir para incrementar su retorno sobre patrimonio a niveles por encima del 6% en los próximos años. A través de un análisis de sensibilidad, se determinó que el principal driver de valor del retorno sobre patrimonio para el negocio de Consumer sería el margen neto. En línea con ello, el principal objetivo para este segmento radicaría en incorporar eficiencias a la operación,

manteniendo un margen neto en niveles por encima del 1%. Por otra parte, el actual desempeño del segmento de Shopping Mall reporta un margen neto de 40%, el cual refleja la estabilidad de los flujos de operación propios de este negocio. Dado el nivel de activos que maneja Real Plaza, su principal driver de valor se encontraría en la mejora de la eficiencia en la gestión de sus activos, con lo cual su rotación sobre activos debería mantenerse en niveles mayores a 0.14 para observar un ROE por encima del 10%.

Tabla 54

Cronograma de Financiamiento de Bono – Escenario 2

Periodo	Fecha	Saldo Inicial	Amortización	Saldo Final	Intereses	Cuota
0	29/12/2015	263	-	263		
1	29/03/2016	263	11	252	5	16
2	29/06/2016	252	11	241	5	16
3	29/09/2016	241	11	230	5	16
4	29/12/2016	230	11	219	4	15
5	29/03/2017	219	11	208	4	15
6	29/06/2017	208	11	197	4	15
7	29/09/2017	197	11	186	4	15
8	29/12/2017	186	11	175	4	15
9	29/03/2018	175	11	165	3	14
10	29/06/2018	165	11	154	3	14
11	29/09/2018	154	11	143	3	14
12	29/12/2018	143	11	132	3	14
13	29/03/2019	132	11	121	3	14
14	29/06/2019	121	11	110	2	13
15	29/09/2019	110	11	99	2	13
16	29/12/2019	99	11	88	2	13
17	29/03/2020	88	11	77	2	13
18	29/06/2020	77	11	66	1	12
19	29/09/2020	66	11	55	1	12
20	29/12/2020	55	11	44	1	12
21	29/03/2021	44	11	33	1	12
22	29/06/2021	33	11	22	1	12
23	29/09/2021	22	11	11	0	11
24	29/12/2021	11	11	(0)	0	11
Total S/			263			327

Tabla 55

Flujo de Caja de Accionista – Escenario 1

Descripción	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
(+) Utilidad Operativa (EBIT)	518	616	664	706	753	805	855	907	963	1,022
(-) Impuestos	145	172	186	198	211	225	239	254	270	286
(=) NOPLAT	373	444	478	508	542	580	615	653	693	736
(+) Depreciaciones y Amortizaciones	132	166	187	204	221	239	254	268	279	288
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO	504	610	665	713	764	819	869	921	972	1,024
(-) Inversión Capital de Trabajo	-15	-53	-57	-58	-58	-57	-58	-58	-58	-58
(-) Inversión CAPEX	364	407	241	243	247	253	260	264	271	278
(=) FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO (FCLO)	155	256	481	528	574	624	667	715	758	804
(+) Desembolsos de Deuda	569									
(-) Pago principal	-	-95	-95	-95	-95	-95	-95			
(-) intereses	-	-32	-26	-21	-15	-9	-4			
(+) Comisión de estructuración	-11	-	-	-	-	-	-			
(-) Pago principal (vigente)	-445	-445	-445	-445	-445	-445	-			
(-) intereses (vigente)	-21	-21	-21	-21	-21	-21	-			
(=) FLUJO DE CAJA FINANCIAMIENTO	92	-593	-587	-581	-576	-570	-98			
(=) FLUJO DE CAJA NETO	246	-336	-106	-54	-2	53	568	715	758	804
SALDO DE CAJA										
Caja Inicial	284	530	194	88	35	33	86	655	1,370	2,128
Flujo de Caja Neto	246	-336	-106	-54	-2	53	568	715	758	804
Capital Social Inicial	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aportes Adicionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Distribución de Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caja final	530	194	88	35	33	86	655	1,370	2,128	2,932
Flujo de Caja Accionista	530	194	88	35	33	86	655	1,370	2,128	2,932
Ke	14.01%									
Valor del accionista	2,936									

Nota. NOPLAT = Non operating profit adjusted after taxes; Ke = Costo del Patrimonio. Elaboración con datos del Free Cash Flow (FCF) proyectado desde el 2015 al 2024

Tabla 56

Flujo de Caja de Accionista – Escenario 2

Descripción	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
(+) Utilidad Operativa (EBIT)	648	746	793	834	880	931	980	1,031	1,085	1,142
(-) Impuestos	181	209	222	234	246	261	274	289	304	320
(=) NOPLAT	466	537	571	601	634	671	705	742	781	822
(+) Depreciaciones y Amortizaciones	132	165	184	199	214	230	243	256	265	273
(=) FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO (FCLO)	598	702	754	800	848	901	948	998	1,046	1,095
(-) Inversión Capital de Trabajo	-15	-53	-57	-58	-58	-57	-58	-58	-58	-58
(-) Inversión CAPEX	364	372	205	207	212	217	224	229	236	242
(=) FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO (FCLO)	248	383	606	650	694	741	782	827	868	910
(+) Desembolsos de Deuda	263									
(-) Pago principal	-	-44	-44	-44	-44	-44	-44	-	-	-
(-) intereses	-	-14	-12	-9	-7	-4	-2	-	-	-
(+) Comisión de estructuración	-5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Pago principal (vigente)	-445	-445	-445	-445	-445	-445	-	-	-	-
(-) intereses (vigente)	-21	-21	-21	-21	-21	-21	-	-	-	-
(=) FLUJO DE CAJA FINANCIAMIENTO	-208	-524	-521	-519	-517	-514	-45	-	-	-
(=) FLUJO DE CAJA NETO	41	-141	85	131	177	227	736	827	868	910
SALDO DE CAJA										
Caja Inicial	284	325	184	269	400	577	804	1,540	2,367	3,235
Flujo de Caja Net	41	-141	85	131	177	227	736	827	868	910
Capital Social Inicial	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aportes Adicionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Distribución de Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caja final	325	184	269	400	577	804	1,540	2,367	3,235	4,145
Flujo de Caja Accionista	325	184	269	400	577	804	1,540	2,367	3,235	4,145
Ke	14.01%									
Valor del accionista	5,065									

Nota. NOPLAT = Non operating profit adjusted after taxes; Ke = Costo del Patrimonio. Elaboración con datos del Free Cash Flow (FCF) proyectado desde el 2015 al 2024.

Tabla 57

Indicadores Objetivo para InRetail y Principales Segmentos de Negocio

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
Análisis Dupont	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Margen Neto	2.6%	2.7%	2.8%	2.5%	2.6%	2.8%	2.7%	2.8%	2.8%	2.9%
Rotación de Activos	0.88	0.88	0.90	0.92	0.94	0.96	0.98	1.00	1.01	1.03
Multiplicador Financiero	2.48	2.67	2.71	2.74	2.76	2.76	2.75	2.73	2.70	2.66
ROE InRetail	5.6%	6.4%	6.8%	6.2%	6.7%	7.5%	7.4%	7.6%	7.7%	8.0%
Margen Neto - Consumer	0.8%	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
Rotación de Activos - Consumer	1.68	1.69	1.73	1.76	1.79	1.84	1.87	1.91	1.94	1.98
Multiplicador Financiero - Consumer	3.35	3.61	3.65	3.70	3.73	3.72	3.71	3.68	3.65	3.59
ROE - Consumer	4.6%	6.3%	6.7%	6.1%	6.7%	7.5%	7.3%	7.5%	7.6%	7.9%
Margen Neto - Consumer	35.2%	28.8%	29.6%	26.3%	27.8%	30.4%	29.3%	29.7%	29.9%	31.1%
Rotación de Activos - Consumer	0.14	0.14	0.14	0.14	0.15	0.15	0.15	0.16	0.16	0.16
Multiplicador Financiero - Consumer	2.27	2.44	2.47	2.51	2.52	2.52	2.51	2.50	2.47	2.43
ROE - Shopping Mall	11.1%	9.8%	10.4%	9.6%	10.4%	11.6%	11.4%	11.7%	11.8%	12.4%

Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones

A partir del análisis desarrollado, se identificaron los principales drivers de valor de InRetail, así como las sinergias generadas entre sus unidades de negocio, determinando, a partir de ello, una alternativa financiera más adecuada para que la compañía recupere la rentabilidad sobre el patrimonio a niveles en los que se encontraba hace cuatro años. A continuación, se presentan las conclusiones derivadas del análisis realizado, así como la exposición de las recomendaciones que InRetail debiera seguir para incrementar el valor de sus accionistas.

4.1. Conclusiones

1. El sector retail en el Perú mantiene un alto potencial de crecimiento basado, principalmente, en dos factores que son el grado de madurez del sector respecto de otros países de la región como Chile y Brasil, así como de las oportunidades de expansión que aún existen hacia el interior del país. No obstante, el mercado presenta indicios de una alta concentración en grandes grupos económicos, por lo cual la entrada de nuevos competidores se dificulta, apuntando más hacia la compra de actores locales. En el caso de retail farmacéutico, se espera que el mercado tienda a concentrarse en tres cadenas principales, las cuales absorberían a los formatos independientes. Por otro lado, la disponibilidad de terrenos continuaría siendo una restricción importante en los negocios de supermercados y centros comerciales, lo cual obligaría a las compañías a desarrollar otros formatos de conveniencia para seguir creciendo a largo plazo.
2. InRetail Perú Corp. mantiene una importante exposición hacia los sectores defensivos del retail peruano, siendo el único grupo empresarial dentro de esta industria con operaciones desarrolladas netamente en Perú. En línea con ello, la compañía presenta una relación positiva con los cambios que pudieran sufrir las principales variables macroeconómicas del país, como lo son el empleo formal, la inflación, la

depreciación de la moneda local y la expansión del crédito de consumo. Sin embargo, dado el mix y las características de sus actuales unidades de negocio (supermercados, farmacias y centros comerciales), InRetail tiende a verse menos afectado que otros actores de la industria (como lo son las tiendas por departamento) ante cambios en los ciclos económicos.

3. El actual mix de negocios crea importantes sinergias para InRetail. Desde el punto de vista financiero, la capacidad de endeudamiento de InRetail Consumer (el cual agrupa los negocios de supermercado y farmacias) se ve incrementado, obteniendo un mejor rating de financiamiento. Desde el punto de vista operativo, el pertenecer al mismo grupo económico les permite a estos negocios aprovechar las ubicaciones estratégicas y facilitar su diversificación geográfica. Por último, las sinergias también se ven representadas en las tasas de descuento ponderadas de cada unidad. Una separación del negocio farmacéutico demandaría castigar la actual tasa de descuento, dado que estos negocios se caracterizan tienden a financiarse con una mayor proporción de capital propio.
4. InkaFarma no se caracteriza por ser un negocio intensivo en inversiones de capital, cuyas tiendas presentan ciclos cortos de maduración, lo cual le permite mantener un periodo de recupero de la inversión en torno a un año y sus márgenes con mayor rapidez. Su alta exposición a las fluctuaciones de tipo de cambio, dado que el gran porcentaje de su inventario proviene de mercadería de importación, se mantiene como uno de los principales riesgos del negocio.
5. El principal reto del negocio de supermercados de cara al futuro se encontraría en incrementar la eficiencia de la operación en dos principales frentes que son la rotación de inventarios y el incremento del ingreso por metro cuadrado. Así, la compañía

debería mantener su margen neto por encima de 1% para incrementar el retorno sobre el patrimonio a niveles mayores a 6%.

6. En centros comerciales, la estabilidad de sus flujos operativos le permite al negocio un periodo de recuperación entre ocho a diez años. Dado el nivel de activos que maneja Real Plaza, su principal driver de valor se encontraría en la mejora de la eficiencia en la gestión de sus activos, con lo cual su rotación sobre activos debería mantenerse en niveles mayores a 0.14 para observar un ROE por encima del 10%. Por otro lado, la disposición de espacios continúa siendo uno de los principales riesgos que mermaría el crecimiento actual de la operación, con lo cual la compañía podría verse obligada a explorar otros tipos de formatos (como, por ejemplo, Strip Malls) en los próximos años.
7. La posición financiera de InRetail se ha visto deteriorada por tres factores. En primer lugar, el agresivo plan de inversión que viene implementando la compañía desde hace tres años. En segundo lugar, la rentabilidad de supermercados, la cual aún se encuentra por debajo de sus comparables. Por último, su exposición a las fluctuaciones de tipo de cambio, lo cual se vio reflejado en los resultados del año pasado.
8. Las decisiones de financiamiento de la compañía se encuentran en línea con el crecimiento de los mercados de bonos corporativos en la región. La actual política de financiamiento mediante bonos le permite a la compañía obtener el capital necesario para cumplir el plan de inversiones planteado. Asimismo, no cede propiedad sobre las unidades de negocio.
9. La estructura óptima de capital de InRetail se encontraría en una relación de 40% deuda/capital. Sobre la base de ello, la compañía aún tendría espacio para financiarse por valores menores a S/ 457 millones, sin alterar su costo de capital.

10. El análisis Dupont permitió identificar los principales drivers de la operación. Dadas las características de la industria retail, se considera que una mejora tanto en la rotación de activos, como en el margen operativo de supermercados serían claves para ver un impacto significativo en el retorno sobre el patrimonio del grupo.
11. Para determinar el valor de InRetail, se consideró tres metodologías distintas de valoración: múltiplos comparables, net asset value y flujos de caja descontados. Desde el punto de vista de comparables, InRetail se encontraría tranzando con un múltiplo menor a la mediana del grupo analizado en 10%, lo cual daría indicios de una oportunidad de inversión. En contraste, los resultados mediante la metodología de flujos descontados indicarían que el *fair value* de la acción se encontraría 13% por debajo de su valor actual en el mercado. Se considera que, para observar un cambio en el valor de la compañía, la mejora de la operatividad en supermercados sería clave.
12. La compañía mantiene una importante exposición al riesgo de tipo de cambio, la cual deviene de sus actividades operativas, principalmente, por la presencia de productos importados dentro de su oferta y los financiamientos adquiridos para continuar con sus planes de expansión.

4.2. Recomendaciones

1. La alternativa de financiamiento propuesta apunta hacia una mejora en la operatividad del negocio de supermercados, considerando el desempeño de sus comparables en términos de rotación de inventarios e ingresos de venta por metro cuadrado. En línea con ello, se recomienda que la compañía opte por la rentabilización de la operación actual, retrasando el ritmo de inversiones planteado inicialmente (el cual baja el nivel de apertura de tiendas de ocho a cinco en promedio anual). Esto tendría un efecto directo sobre la mejora de las condiciones de financiamiento a mediano plazo, así como de la rentabilidad sobre el patrimonio.

2. Las últimas transacciones en el sector de retail farmacéutico han comenzado a modificar la estructura actual del sector, manteniendo una mayor concentración en dos principales grupos económicos. En este contexto, se considera que Inkafarma debiera enfocar su estrategia en la fidelización de clientes, con la finalidad de defender su posicionamiento en el mercado.
3. La eficiencia operativa de Supermercados Peruanos aún no se encontraría en línea con sus principales competidores. Sobre la base de ello, la configuración del mix de productos en tienda y la mejora de la experiencia de compra serían factores clave para ver un incremento de los ingresos por m². En el caso de la rotación de inventarios, priorizar los proyectos de eficiencias logísticas (existe actualmente un proyecto de plataforma logística) sería importante para ver un impacto significativo en el objetivo de reducir sus costos de ventas.
4. Para asegurar la sostenibilidad del negocio de Real Plaza a largo plazo, considerando las limitaciones de espacios para el desarrollo de nuevos centros comerciales, la compañía debería optar por la exploración de nuevos formatos retail, como los son los strip malls.
5. A largo plazo, InRetail debiera explorar otras opciones de formatos retail de canal moderno para seguir agregando valor a su negocio y aprovechar las oportunidades que ofrece el mercado.
6. InRetail debiera continuar adoptando medidas de cobertura para mitigar el riesgo de tipo de cambio.

Referencias

Accep, Abrasce, Acecolombia, CASC, & CCC. (2014). *Los Centros Comerciales en el Perú*.

Recuperado de <http://www.nexofranquicia.com/articulos/los-centros-comerciales-en-peru.html>

Analistas & Consultores S.R.L. (2008). *Imagen y Posicionamiento de Cadenas de*

Farmacias, síntesis de principales resultados Gran Lima. Recuperado de www.ayc-investigacion.net/download.php?link=Sintesis_Imagen_de_Farmacias.pdf

Asociación de Centros Comerciales y de Entretenimiento del Perú [Accep]. (2015). *Los*

Centros Comerciales en el Perú: Oportunidades de inversión. Recuperado de http://www.acep.org.pe/picsdb/ini_1428945746_b2015.pdf

Asociación de Centros Comerciales y de Entretenimiento del Perú [Accep]. (2016). *Los*

Centros Comerciales en el Perú: Oportunidades de inversión. Recuperado de

http://www.acep.org.pe/picsdb/ini_1460665513_BROCHURE%20FINAL%20V2.pdf.

Asociación Nacional de Laboratorios Farmacéuticos [Alafarpe]. (2013, 2 de setiembre).

Mercado farmacéutico retail creció en 15.8% a junio de 2013. Recuperado de

<http://alafarpe.org.pe/mercado-farmaceutico-retail-crecio-en-15-8-a-junio-de-2013/>

Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados [APEIM]. (2011). *Niveles*

Socioeconómicos 2011. Recuperado de <http://apeim.com.pe/niveles.php>

Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados [APEIM]. (2012). *Niveles*

Socioeconómicos 2012. Recuperado de <http://apeim.com.pe/niveles.php>

Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados [APEIM]. (2013). *Niveles*

Socioeconómicos 2013. Recuperado de <http://apeim.com.pe/niveles.php>

Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados [APEIM]. (2014). *Niveles*

Socioeconómicos 2014. Recuperado de <http://apeim.com.pe/niveles.php>

- Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados [APEIM]. (2015). *Niveles Socioeconómicos*. Recuperado de <http://apeim.com.pe/niveles.php>
- A.T. Kearney. (2015). *The 2015 Global Retail Development Index [GRDI]*. Recuperado de <https://www.atkearney.com/consumer-products-retail/global-retail-development-index/2015>
- Bagnoli, M., & Gordon, R. (1989). Stock Repurchase as a Takeover Defense. *The Review of Financial Studies*, 2(3), 423-443.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2016a). *Cuadros Anuales Históricos: Producto bruto interno desde 1951 (Variaciones porcentuales reales)*. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-anales-historicos.html>
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2016b). *Cuadros Anuales Históricos: Producto bruto interno por sectores productivos desde 1951*. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-anales-historicos.html>
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2016c). *Indicadores de riesgo para países emergentes: Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG)*. Recuperado de http://www.bcrp.gob.pe/docs/Estadisticas/Cuadros-Estadisticos/NC_037.xls
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2016d). *Reporte de inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2016-2018*. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2016/junio/report-de-inflacion-junio-2016.pdf>
- Banco Mundial. (2015). *Datos de libre acceso del Banco Mundial*. Recuperado de <http://datos.bancomundial.org/>

- Banco Mundial. (2016). *Gasto en salud total (como % de PBI)*. Recuperado de <http://datos.bancomundial.org/indicador/SH.XPD.TOTL.ZS>
- Barclay, M.J., & Smith, W. (1988). Corporate payout policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 22(1), 61-82.
- Beame, L. (2011, mayo). Diseño: clave para el futuro de centros comerciales. En *El poder del diseño de centros comerciales para atraer clientes*. Convención RECON Latin America en el International Council of Shopping Center, Ciudad de México, México.
- BMI Research. (2016a). *Industry Trend Analysis: Peruvian Consumer Increasingly Attractive Amid LatAm Slowdown*. Recuperado de <http://www.bmiresearch.com/news-and-views/peruvian-consumer-increasingly-attractive-amid-latam-slowdown>
- BMI Research. (2016b). *Perú Pharmaceuticals & Healthcare Report*. Recuperado de <http://store.bmiresearch.com/peru-pharmaceuticals-healthcare-report.html>
- Cámara de Comercio de Lima [CCL]. (2016, marzo). Se abrirán 16 nuevos centros comerciales entre el 2016 y 2018. *La Cámara*. Recuperado de <http://www.camaralima.org.pe/RepositorioAPS/0/0/par/EDICION717/Ed%20digital%20717.pdf>
- Cencosud. (2015). *Reporte de Resultados 4T15*. Recuperado de <http://investors.cencosud.com/Spanish/inversionistas/informacion-financiera/reportes-trimestrales/default.aspx>
- Centro de Documentación para la Innovación de la Cadena de Suministros. (2012). *El Perú como oportunidad en el retail moderno*. Recuperado de <http://innovasupplychain.pe/articulos/5454-el-peru-como-oportunidad-en-el-retail-moderno>

- Chirre, M., Linares, S., & Salas, V. (2011). *Plan estratégico para el sector farmacéutico* (Tesis de maestría no publicada). Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM, Lima, Perú.
- Class & Asociados S.A. (2015). Fundamentos de Clasificación de Riesgo Supermercados Peruanos S.A. Recuperado de <http://www.classrating.com/SPeruanos.pdf>
- Colliers International. (2015). *Reporte de investigación y pronóstico comercial 3T 2015*. Recuperado de http://www.colliers.com/-/media/files/latam/peru/tkr%20retail%203t-%202015_v3.pdf
- Court, E. (2012). *Finanzas Corporativas* (2a ed.). Buenos Aires: Cengage Learning Argentina.
- Damodaran, A. (2016a). *Betas by Sector (US)*. Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Damodaran, A. (2016b). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Damodaran, A. (2016c). *Estimating a synthetic rating and cost of debt*. Recuperado de http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm
- Dann, L.Y. (1981). Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 113-138.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-30.
- Delfino, M. (2015). *Determinantes de la estructura de capital de las empresas en América Latina*. Recuperado de http://www.marcelodelfino.net/files/Determinantes_estructura_capital.pdf

- Deloitte. (2016). *Global Powers of Retailing 2016: Navigating the new digital divide*. Recuperado de <http://www2.deloitte.com/global/en/pages/consumer-business/articles/global-powers-of-retailing.html>
- De Lara, A. (2005). *Medición y control de riesgos financieros* (3a. ed.). México D.F., México: Limusa.
- Elton, E.J., & Gruber, M.J. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *The Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68-74.
- Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. (2013). *Análisis del Sector Retail: Supermercados*. Recuperado <http://www.equilibrium.com.pe/sectorialsuperjun13.pdf>
- Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. (2015). *Análisis del Sector Retail: Supermercados, Tiendas por Departamento y Mejoramiento de Hogar*. Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/sectorialretailmar15.pdf>
- Euromonitor International. (2016a). *Retailing en las Américas: Historias claves en la región 2015*. Recuperado de http://go.euromonitor.com/rs/805-KOK-719/images/FR_%20RET_2016%20Top%20trends_Americas_SP.pdf
- Euromonitor International. (2016b). *Mercados emergentes en crisis: Estrategias de negocios para tiempos de incertidumbre*. Recuperado de <https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2016/04/Retail-Abril-2016-FI.pdf>
- Fernández, P. (2008). *Valoración de empresas por descuento de flujos: Diez métodos y siete teorías*. Documento de investigación DI-766. Recuperado de <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0766.pdf>
- Grajales, D. (2008). Medición y análisis de un modelo para determinar la estructura óptima de capital. *Revista Soluciones de Postgrado EIA*, 1(1), 93-111. Recuperado de <http://repository.eia.edu.co/bitstream/11190/623/1/RSO00007.pdf>

- Hertzel, M.G. (1991). The Effects of Stock Repurchases on Rival Firms. *The Journal of Finance*, 46(2), 707-716.
- InkaFarma. (2016). *InkaFarma – Quiénes somos*. Recuperado de <http://www.inkafarma.com.pe/quienes-somos/inkafarma>
- InRetail Perú Corp. (2012). *Presentación Corporativa*. Recuperado de http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=88
- InRetail Perú Corp. (2013). *Presentación Corporativa*. Recuperado de http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=88
- InRetail Perú Corp. (2014a). *Documento de Información Anual Ejercicio 2014*. Recuperado de <http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/gc-comites/INRETAIL%20PERU%20DIA%202014.pdf>
- InRetail Perú Corp. (2014b). *Presentación Corporativa*. Recuperado de http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=88
- InRetail Perú Corp. (2015a). *Cuarto Trimestre – Reporte de Resultados*. Recuperado de http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=87
- InRetail Perú Corp. (2015b). *Presentación Corporativa*. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf
- InRetail Perú Corp. (2016). *InRetail: Corporate Presentation March 2016*. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/0/jer/inv-presentaciones/Corporate%20Presentation_InRetail%202015%20vf%20-%20Chile.pdf

- Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (2015). *Estimaciones y proyecciones de la población 2000 – 2050*. Recuperado de <https://www.inei.gov.pe/media/MenuRecursivo/Cap03020.xls>
- Interbrand. (2014). *Cómo valorar marcas*. Recuperado de http://www.oepm.es/comun/documentos_relacionados/Ponencias/66_2014_02_04_4-INTERBRAND_CuantificarLoIntangible.pdf
- Investing.com. (2016). *Perú - Bonos del Estado*. Recuperado de <http://es.investing.com/rates-bonds/peru-government-bonds>
- Kallpa SAB. (2014). *InRetail Perú Corp*. Recuperado de <http://kallpasab.com/reportes/InRetail%20Peru%20Corp.%20-%20Inicio%20de%20Cobertura%20-%20VF%20@%20USD%2015.20%20-%20Mantener.pdf>
- Luna, M., Vega, H., & Castillo, P. (2015). Tendencias recientes de las emisiones de bonos en el exterior de empresas en América Latina. *Revista de Estudios Económicos*, 30, 57-72. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Estudios-Economicos/30/ree-30-castillo-luna-vega.pdf>
- Maximixe Consult S.A. (2013). *Estudio del Mercado Farmacéutico en el Perú*. Recuperado de http://www.proecuador.gob.ec/wp-content/uploads/2015/02/PROECU_PPM2012_FARMAC%C3%89UTICO_PER%C3%9A.pdf
- McMullin, J. (2011, mayo). Diseño: clave para el futuro de centros comerciales. En *El poder del diseño de centros comerciales para atraer clientes*. Convención RECON Latin America en el International Council of Shopping Center, Ciudad de México, México.

- Mellado, C. (2016, 18 de marzo). Perspectivas de crecimiento en un nuevo entorno competitivo. *MarketerosPE*. Recuperado de <https://marketerospe.com.pe/2016/03/18/retailperu-perspectivas-crecimiento/>
- Mifarma busca conseguir mayor volumen ante más competencia. (2016, mayo). *Gestión*. Recuperado de <http://gestion.pe/empresas/mifarma-busca-conseguir-mayor-volumen-ante-mas-competencia-2160342>
- Ministerio de la Producción. (2015). *Anuario estadístico industrial mipyme y comercio interno 2014*. Recuperado de <http://www.produce.gob.pe/images/stories/Repositorio/estadistica/anuario/anuario-estadistico-mype-2014.pdf>
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Nielsen. (2014). *Global E-commerce Report: Evolution or Revolution in the fast-moving consumer goods world?* Recuperado de http://s1.q4cdn.com/199638165/files/doc_financials/Nielsen-Global-E-commerce-Report-August-2014.pdf
- Nielsen. (2015). *Estudio global sobre Origen de las Marcas*. Recuperado de <http://www.nielsen.com/mx/es/insights/reports/2016/Estudio-global-marcas-globales-versus-locales.html>
- Nielsen. (2015, diciembre). *6 Tendencias del Retail en América Latina*. Recuperado de <http://www.nielsen.com/content/dam/niensenglobal/latam/docs/reports/2016/Report6TendenciasdelRetailenLatinoamerica.pdf>
- Olguín, C. (2011). México lidera centros comerciales en América Latina: ICSC. *Real Estate, MARKET & LIFESTYLE*, 75, 69-72.

- Popescu, L., & Visinescu, S. (2009). *A Review of the capital structure theories*. Recuperado de <http://steconomice.uoradea.ro/anale/volume/2009/v3-finances-banks-and-accountancy/53.pdf>
- PwC. (2016). *Real Estate 2020: Construyendo el futuro*. Recuperado de <https://www.pwc.es/es/publicaciones/construccion-inmobiliario/assets/real-estate-2020.pdf>
- Real Plaza. (2016). *Real Plaza – Quiénes somos*. Recuperado de <http://realplaza.pe/sobre-real-plaza>
- Reaño, M. (2015). *La industria del retail en el Perú*. Recuperado de <http://es.slideshare.net/martinreano/libro-la-industria-del-retail-en-el-per-capitulo-por-martin-reao>
- Ropero, M.A. (2000). Adquisiciones de acciones propias: Factores explicativos para el caso español. *Investigaciones Económicas*, XXIV(2), 329-355. Recuperado de <ftp://ftp.fundacionsepi.es/InvEcon/paperArchive/May2000/v24i2a3.pdf>
- S.A.C.I. Falabella. (2015). *Memoria Anual 2015*. Recuperado de <http://www.falabella.com/static/staticContent/content/minisitios/Inversionistas/memoriaWeb/2015/MemoriaFalabellaSVS.pdf>
- Salas, L. (2016, 18 de enero). *¿Qué tácticas preparan los 'malls' para liderar el mercado?* Recuperado de <http://elcomercio.pe/economia/dia-1/que-tacticas-preparan-centros-comerciales-malls-liderar-mercado-noticia-1871631>
- Salazar, M. (2012). *La Optimización de la Estructura de Capital de la Empresa: Un Modelo Práctico de Trade-off y su validación empírica* (tesis doctoral), Universitat de Lleida, Lleida, España. Recuperado de <http://www.tesisenred.net/bitstream/handle/10803/96530/Tms1de1.pdf?sequence=1>
<https://tampub.uta.fi/bitstream/handle/10024/92870/gradu00664.pdf?sequence=1>

- Soltero, R. (mayo, 2011). Diseño: clave para el futuro de centros comerciales. En *El poder del diseño de centros comerciales para atraer clientes*. Convención RECON Latin America en el International Council of Shopping Center, Ciudad de México, México.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP [SBS]. (2016). *Información Estadística de Banca Múltiple*. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=1#>
- Supermercados Peruanos. (2014). *Documento de información anual 2014*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/hhii/000432/20150305164401/DOCUMENTO32DE32INFORMACI211N322014.PDF>
- Supermercados Peruanos. (2015). *Información Financiera Supermercados Peruanos*. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C
- Supermercados Peruanos. (2016). *Supermercados Peruanos – Quiénes somos*. Recuperado de http://www.supermercadosperuanos.com.pe/web/qsomos_empresa-filo
- Tsetsekos, G., Liu, F., & Floros, N. (1996). An examination of open market stock repurchases: cash flow signalling, investments, and Tobin's Q, *Applied Financial Economics*, 6(1), 9-18.
- Valdiviezo, C. (2015, junio). MiFarma se diversifica para crecer y lanza tiendas por conveniencia. *Semana Económica*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/comercio/161870-mifarma-se-diversifica-para-crecer-y-lanza-tiendas-de-conveniencia/>
- Velapatiño, V., Broncano, M., Crispin, Y., & Perea, H. (2016). Sector Retail. *BBVA Research*. Recuperado de <https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2016/04/Retail-Abril-2016-FI.pdf>

Weston, F., & Brigham, E. (1994). *Fundamentos de administración financiera* (10a ed.).

México: Mc Graw-Hill.

Yallapragada, R. (2014). Stock buybacks: Good or bad for investors? *Journal of Business &*

Economics Research, 12(12).

