

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



Plan Financiero Empresarial para Alicorp S.A.A.

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN
FINANZAS CORPORATIVAS Y RIESGO FINANCIERO**

OTORGADO POR LA

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

PRESENTADA POR

Jose Antonio Elgegren Apuela

Wilder Fuertes Vara

Anamaría Hidalgo Cárdenas

Ángel Méndez Bazalar

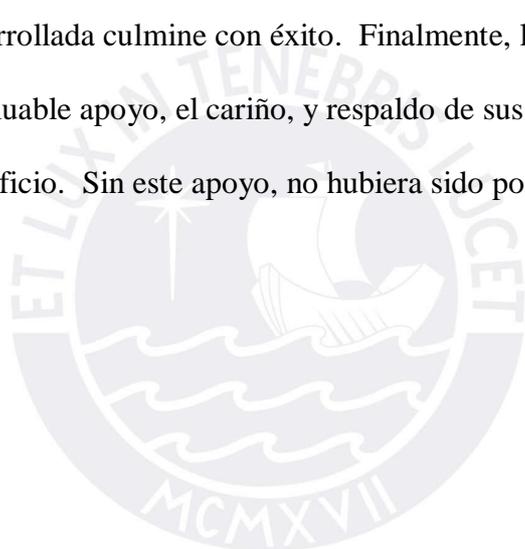
Asesor: Beatrice Avolio Alecchi

Santiago de Surco, abril de 2016

Agradecimientos

Los estudiantes, autores de la presente Tesis, agradecen en primer lugar a su asesora, Profesora Beatrice Avolio Alecchi, por su dedicación y oportunos consejos. Sus conocimientos, sus orientaciones, su paciencia han sido fundamentales para el desarrollo de la presente investigación. Ha sido valioso su sentido de seriedad, responsabilidad, y rigor académico sin los cuales no podríamos haber culminado con éxito el último escalón de nuestra meta.

Asimismo, el grupo agradece de manera especial al profesor, DBA. Juan O'Brien Cáceres, quien mediante su desprendimiento y apoyo constante permitió que la labor desarrollada culmine con éxito. Finalmente, los autores agradecen de manera especial el invaluable apoyo, el cariño, y respaldo de sus familias durante todos estos meses de arduo sacrificio. Sin este apoyo, no hubiera sido posible concluir esta labor con éxito.



Dedicatorias

A mis amados hijos, por ellos toda mi fe y mi esfuerzo. A mis padres Antonio y Olinda
fuentes de inspiración.

Jose Antonio Elgegren Apuela.

Dedico este trabajo a mis queridos padres, Ana y Luis. A mis hermanas y sobrino.

A mi novio Carlos por su apoyo constante.

Anamaría Hidalgo Cárdenas.

Dedico este trabajo a mis padres, Isabel y Elí por su apoyo.

Ángel Méndez Bazalar.

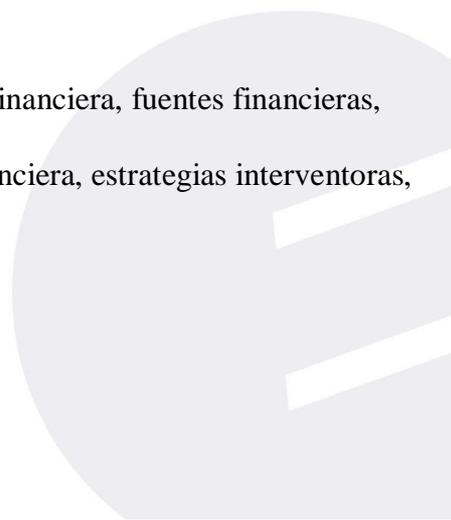
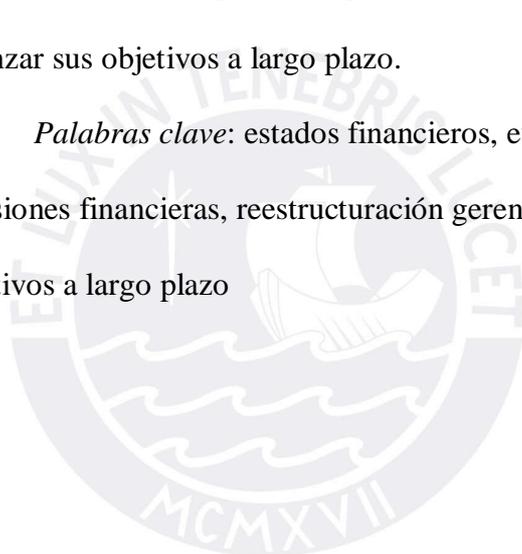
A mis padres Doris y Homero, por el apoyo incondicional. A mis hermanas Maritza y
Vanessa, por darme ejemplos de superación y perseverancia. A Stefany, por entender la falta
de tiempo.

Wilder Fuertes Vara.

Resumen Ejecutivo

El presente estudio examina la situación financiera de Alicorp a partir del análisis de sus estados financieros de los últimos cuatro años y, muestra la proyección financiera hasta 2020. Se exploran las principales fuentes financieras y se evalúan las diversas decisiones financieras que adoptó la Gerencia de esta empresa, así como los principales motivos que generaron la situación en la cual se encuentra a 2015. La información analizada sugiere que las decisiones que se tomaron hasta 2014 redujeron el valor de la empresa, desencadenando en 2015 su reestructuración gerencial y financiera. Finalmente, se describen dos estrategias interventoras: (a) las que se adoptaron hasta 2014, y (b) las que se están desarrollando para alcanzar sus objetivos a largo plazo.

Palabras clave: estados financieros, evolución financiera, fuentes financieras, decisiones financieras, reestructuración gerencial y financiera, estrategias interventoras, objetivos a largo plazo



Abstract

This study examines the financial situation of Alicorp based on the analysis of its financial statements for the last four years and shows the financial projection to 2020. The main financial sources of the firm are explored and the various financial decisions taken by the company's management of this are evaluated as well as the main reasons that led to the situation where Alicorp is in 2015. The information suggests that the decisions taken until 2014 reduced the value of the company, triggering its managerial and financial restructuring in 2015. Finally, two restructuring strategies are described: (a) those adopted until 2014, and (b) those being developed currently to achieve its long-term goals.

Keywords: financial statements, financial developments, financial sources, financial decisions, managerial and financial restructuring, interventionist strategies, long-term goals

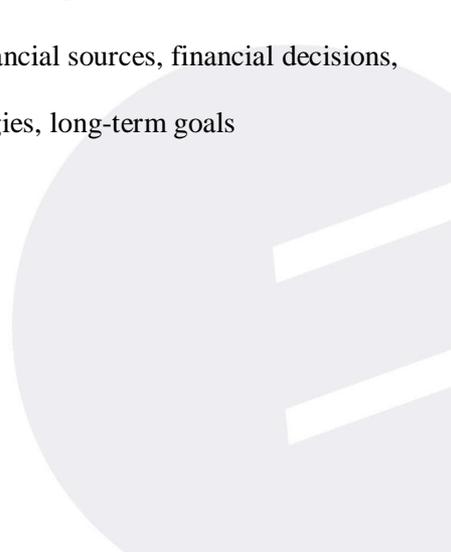
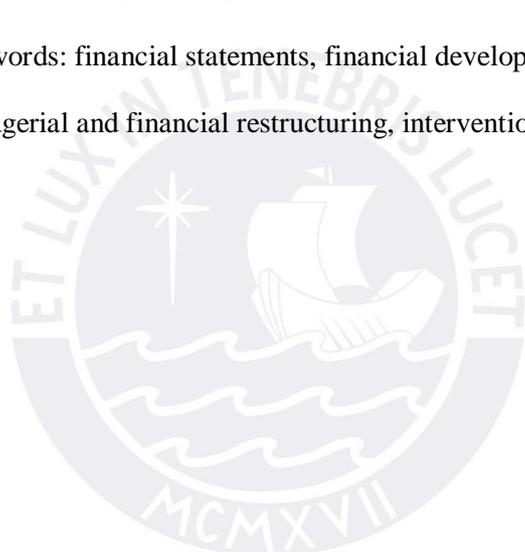


Tabla de Contenidos

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 Crecimiento del mercado de consumo masivo global y en el Perú.	1
1.2 Composición y estructura financiera del sector de consumo masivo	21
1.3 Análisis Financiero y comparable del mercado de consumo masivo	32
1.3.1 Ratios de endeudamiento.....	34
1.4 Conclusiones.....	50
Capítulo II: Análisis de la Empresa	53
2.1 Descripción de la Empresa	54
2.1.1 Breve historia.....	55
2.1.2 Estrategia de la empresa.....	57
2.1.3 Breve descripción de productos y servicios	59
2.1.4 Breve descripción de los planes de la empresa.....	62
2.1.5 Objetivos estratégicos	63
2.2 Análisis de la Estructura de Capital	65
2.2.1 Estructura de capital óptima y análisis de riesgos	65
2.2.2 Análisis de posible emisión de acciones o recompra de acciones	78
2.2.3 Análisis de posible emisión de deuda y categorización de riesgo de la misma (análisis de posible adquisición de deuda con intermediarios bancarios).....	82
2.3 Análisis de Capital de Trabajo.....	87
2.3.1 Capital de Trabajo Actual.....	87
2.3.2 Estimación del Capital de Trabajo para el periodo 2016 - 2020	88

2.3.3 Capital de Trabajo Óptimo	96
2.4 Análisis de Valor.....	99
2.4.1 Valorización de la empresa	99
2.4.2 Análisis de riesgo.....	108
2.5 Conclusiones	110
Capítulo III: Plan Financiero	113
3.1 Objetivos del Plan Financiero.....	113
3.2 Estrategias.....	115
A continuación se presentan las 03 estrategias que tienen como objetivo maximizar el valor de la empresa.....	115
3.2.1 Adquisiciones	115
3.2.2 Spin off.....	121
3.2.3 Reducción del ratio de apalancamiento Deuda/EBITDA	124
3.2.4 Unificación de Estrategias.....	129
3.2.5 Conclusiones.....	130
Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones.....	134
4.1 Conclusiones Finales.....	134
4.2 Recomendaciones.....	137
Apéndice A: Estado de Resultados de Alicorp.....	145
Apéndice B: Estado de Situación Financiera de Alicorp.....	146
Apéndice C: Flujo de Caja Libre – Escenario Base.....	147
Apéndice D: Flujo de Caja Libre – Estrategia Adquisición, valor para Laive.....	148
Apéndice E: Flujo de Caja Libre – Estrategia Adquisición, valor de compra.....	149
Apéndice F: Flujo de Caja Libre – Estrategia Spin Off sin B2B.....	150
Apéndice G: Flujo de Caja Libre – Estrategia Spin Off solo B2B	151

Lista de Tablas

Tabla 1	<i>Participación e Incremento de las Marcas de Alicorp entre 2013 y 2014</i>	12
Tabla 2	<i>Estructura de Alicorp</i>	59
Tabla 3	<i>Ingresos por Tipos de Productos de Alicorp</i>	61
Tabla 4	<i>Ratio de Ebitda/ Interés de Alicorp</i>	67
Tabla 5	<i>Relación drivers de estructura de capital</i>	68
Tabla 6	<i>Sensibilidad estructura de capital óptimo sin riesgo</i>	69
Tabla 7	<i>Sensibilidad Deuda / EBITDA vs Costo de deuda</i>	70
Tabla 8	<i>Sensibilidad estructura de capital óptima</i>	70
Tabla 9	<i>Importaciones de Trigo y Aceite de Soya de Alicorp 2014 y 2015</i>	73
Tabla 10	<i>Resumen de datos estadísticos del trigo y aceite de soya</i>	75
Tabla 11	<i>Resumen de datos estadísticos de la variación del PEN/USD</i>	77
Tabla 12	<i>Pérdida por diferencia de cambio de Alicorp</i>	77
Tabla 13	<i>Participación de principales accionistas de Alicorp</i>	79
Tabla 14	<i>Rentabilidad por acción de Alicorp</i>	80
Tabla 15	<i>Estructura de acciones en Alicorp</i>	81
Tabla 16	<i>Valor de la acción luego de la emisión de acciones</i>	82
Tabla 17	<i>Estructura de préstamos bancarios de Alicorp</i>	83
Tabla 18	<i>Estructura de Bonos de Alicorp</i>	84
Tabla 19	<i>Sensibilidad del costo de deuda como afecta el valor de Alicorp</i>	86
Tabla 20	<i>Capital de trabajo de Alicorp</i>	87
Tabla 21	<i>Efectivo y Equivalente de Efectivo</i>	89
Tabla 22	<i>Cuentas por Cobrar: Ratio Periodo Promedio de Cobro</i>	91
Tabla 23	<i>Cuentas por Pagar</i>	92
Tabla 24	<i>Existencias</i>	94

Tabla 25	<i>Ratios para la estimación del capital de trabajo.....</i>	94
Tabla 26	<i>Ventas Netas y Costo de Ventas estimado.....</i>	95
Tabla 27	<i>Capital de Trabajo estimado.....</i>	96
Tabla 28	<i>Capital de Trabajo 2016-2020 y Variación del Capital de Trabajo.....</i>	96
Tabla 29	<i>Capital de Trabajo Estimado Óptimo, 2016.....</i>	97
Tabla 30	<i>Variación en Capital de Trabajo, 2016.....</i>	98
Tabla 31	<i>Capital de Trabajo Estimado, 2016.....</i>	98
Tabla 32	<i>Variación en Capital de Trabajo, 2016.....</i>	99
Tabla 33	<i>Supuesto de Ventas según PBI por Sector.....</i>	1011
Tabla 34	<i>Supuesto de Costo de Ventas.....</i>	102
Tabla 35	<i>Supuesto de Gastos Operativos.....</i>	1033
Tabla 36	<i>Supuesto de CAPEX.....</i>	103
Tabla 37	<i>Inversiones en Subsidiarias y Negocios Conjuntos.....</i>	103
Tabla 38	<i>Costo de Oportunidad del Capital (Ke).....</i>	105
Tabla 39	<i>Costo de Capital Promedio Ponderado (CCPP).....</i>	106
Tabla 40	<i>Tasas tributarias para Perú y Chile.....</i>	107
Tabla 41	<i>Tasas imponibles fija para las subsidiarias de Alicorp.....</i>	107
Tabla 42	<i>Proyección del Flujo de Caja Libre.....</i>	108
Tabla 43	<i>Valor esperado y desviación estándar utilizada en los value drivers.....</i>	109
Tabla 44	<i>Probabilidad esperada para rangos del precio de la acción.....</i>	109
Tabla 45	<i>Drivers de Laive.....</i>	116
Tabla 46	<i>Flujo de Caja Libre de Laive, con Drivers Propios.....</i>	117
Tabla 47	<i>Drivers de Alicorp.....</i>	118
Tabla 48	<i>Análisis de los gastos de Laive y las sinergias con Alicorp.....</i>	118
Tabla 49	<i>Flujo de Caja Libre de Laive, con Drivers de Alicorp.....</i>	119

Tabla 50	<i>Valorización de Alicorp Luego de la Adquisición de Laive</i>	120
Tabla 51	<i>Precio de la Acción de Alicorp, luego de la Adquisición de Laive</i>	120
Tabla 52	<i>Comparativo de Principales Indicadores de Capital de Trabajo</i>	122
Tabla 53	<i>Valor del Rubro B2B</i>	123
Tabla 54	<i>Valor de Alicorp sin el Rubro B2B</i>	123
Tabla 55	<i>Valor de Alicorp con la Estrategia Spin Off</i>	123
Tabla 56	<i>EBITDA Alicorp para el Periodo 2012-2015</i>	124
Tabla 57	<i>Deuda Financiera Alicorp para el Periodo 2012-2015</i>	125
Tabla 58	<i>Ratio Deuda/EBITDA Alicorp para el Periodo 2012-2015</i>	125
Tabla 59	<i>Calificación de las Principales Agencias de Rating</i>	126
Tabla 60	<i>Estimación del EBITDA Alicorp para el Periodo 2016-2020</i>	127
Tabla 61	<i>Estimación de la Deuda de Alicorp para el Periodo 2016-2020</i>	127
Tabla 62	<i>Estimación del EBITDA Alicorp para el Periodo 2016-2020</i>	127
Tabla 63	<i>Estimación del ratio Deuda/EBITDA Alicorp para el año 2016</i>	128
Tabla 64	<i>Estimación del ratio Deuda/EBITDA Alicorp para el año 2016</i>	128
Tabla 65	<i>Tasas estimadas para los años proyectados</i>	129
Tabla 66	<i>Flujo de Caja de estrategias consolidadas</i>	130

Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Sensibilidad del beta en empresas de consumo masivo.....	5
<i>Figura 2.</i> Ventas de las empresas de consumo masivo en el Perú del 2012 al 2015.....	6
<i>Figura 3.</i> Ventas totales del sector de consumo masivo – global del 2012 al 2015.....	7
<i>Figura 4.</i> Evolución de los indicadores relacionados al comercio y PBI en el Perú.....	8
<i>Figura 5.</i> Top Ten de las marcas de consumo masivo en el Perú en 2014.....	11
<i>Figura 6.</i> Sector mercado masivo: Deuda total y el promedio de la deuda.....	25
<i>Figura 7.</i> Margen de la utilidad neta con capital de trabajo y deuda más patrimonio.....	26
<i>Figura 8.</i> Margen del patrimonio y pasivo total en relación a la deuda total.....	27
<i>Figura 9.</i> Margen de la deuda financiera contra la utilidad neta.....	28
<i>Figura 10.</i> Margen de la deuda financiera en relación a pasivo total.....	29
<i>Figura 11.</i> Margen de la deuda a proveedores contra la utilidad neta.....	29
<i>Figura 12.</i> Margen de la deuda a proveedores en relación a la deuda total.....	30
<i>Figura 13.</i> Márgenes del pasivo y patrimonio.....	31
<i>Figura 14.</i> Márgenes del pasivo financiero y deuda a proveedores.....	32
<i>Figura 15.</i> Grado de endeudamiento de las empresas de consumo masivo.....	36
<i>Figura 16.</i> Endeudamiento sobre el patrimonio de las empresas de consumo masivo.....	37
<i>Figura 17.</i> Apalancamiento financiero de las empresas de consumo masivo.....	38
<i>Figura 18.</i> Capital de trabajo de las empresas de consumo masivo.....	39
<i>Figura 19.</i> Capital de trabajo neto de las empresas de consumo masivo.....	40
<i>Figura 20.</i> Prueba ácida de las empresas de consumo masivo.....	41
<i>Figura 21.</i> Ciclo operativo en las empresas de consumo masivo.....	42
<i>Figura 22.</i> Periodo promedio de cobranzas en las empresas de consumo masivo.....	43
<i>Figura 23.</i> Ciclo de conversión de efectivo en las empresas de consumo masivo.....	44
<i>Figura 24.</i> Variación de márgenes de los EERR.....	46

<i>Figura 25.</i> EBITDA del sector consumo masivo.	47
<i>Figura 26.</i> Análisis Dupont del sector consumo masivo.	49
<i>Figura 27.</i> A Presencia de la cadena de suministro de Alicorp en la región.	57
<i>Figura 28.</i> Pasivos financieros de la compañía.	65
<i>Figura 29.</i> Ratio deuda financiera / EBITDA.	66
<i>Figura 30.</i> Precio Mensual del Trigo en dólares americanos.....	74
<i>Figura 31.</i> Precio mensual del aceite de soya.	75
<i>Figura 32.</i> Tipo de cambio desde el año 1991 hasta febrero 2016.....	76
<i>Figura 33.</i> Cotización de la acción común de Alicorp 2012-2016.....	79
<i>Figura 34.</i> Endeudamiento de Alicorp por tipo de moneda 2014-2015.	84
<i>Figura 35.</i> Efectivo y equivalente de efectivo.....	899
<i>Figura 36.</i> Cuentas por cobrar.....	90
<i>Figura 37.</i> Cuentas por pagar.....	91
<i>Figura 38.</i> Existencias.....	93
<i>Figura 39.</i> Ventas reales 2011-2015 y proyección de ventas 2016-2020.....	100

Capítulo I: Análisis del Sector

El presente capítulo tiene como finalidad estudiar el comportamiento del mercado de consumo masivo, para ello se analizará la información financiera de las principales empresas que compiten en este negocio; posteriormente a sus resultados e indicadores financieros realizaremos el benchmarking de estas informaciones, para determinar las tendencias y estructura financiera del mercado de consumo masivo.

1.1 Cuantificación del Mercado: Crecimiento y Tendencias

El mercado de consumo masivo lo podemos definir tomando como referencia el concepto de Diego Vázquez quien manifiesta que para que un mercado se le denomine masivo debe la gran masa de la población, en general, acceder a los productos comercializados; es decir no distingue en ser demandado por una determinada franja étnica, geográfica y social, (un niño o un adulto demandan lo mismo, como así también una mujer o un hombre), salvo raras y escasas excepciones que tienen que ver con necesidades muy específicas. De acuerdo a este concepto, los consumidores no tienen y no están dispuestos a hacer grandes esfuerzos en sus compras, debido a que no pasan por muchos procesos de análisis de los productos, y no identifican con facilidad las diferencias que tienen los productos ofertados. El proceso de compra es mayormente simple, debido a que el monto a desembolsar no es mucho y por ende el proceso carece de complejidad (Consumo Masivo, 2011).

1.1.1 Crecimiento del mercado de consumo masivo global y en el Perú.

La evolución del mercado de consumo masivo en el Perú, se ve reflejado en razón de que las marcas locales están ganando mayor participación en ventas en este competitivo sector; Fidel La Riva, country manager de Kantar Worlpanel (KWP), señalaba en una entrevista conferida a un prestigioso medio de comunicación en el 2013, que en el caso de Perú, las marcas -considerando sus diferentes categorías con el mismo nombre- más elegidas

son sobre todo locales o producidas en el país, así, en los primeros lugares se encuentran Gloria y Ajinomoto, entre otras. Explicó que esto se debería a que el mercado peruano es aún muy pequeño en el ámbito mundial y es esto lo que lo hace ser muy “localista” en marcas, lo que respondería más a una necesidad de mercado que a otros factores; resalta la alta frecuencia de consumo de las marcas más elegidas lo que se daría porque se comercializan en formatos pequeños y son vendidas en el canal tradicional, que es donde los peruanos deciden comprar muchos de sus productos. Refirió que el ama de casa en un año tiene alrededor de 250 momentos de compra o número de veces que va al punto de venta, e incide mucho en la compra los pequeños formatos y el precio. Indicó que productos emblemáticos de consumo en el país como Inka Kola no se encuentran entre las cinco primero elegidas, ya que el ranking Brand Footprint mide el consumo dentro de los hogares peruano y esta bebida tendría muchas más ocasiones de consumo fuera del hogar. (Marcas más elegidas por los peruanos, 2013).

Además de estos comentarios, resalta las observaciones que da La Riva en diciembre del 2015, donde afirma con absoluta certeza, que el consumidor está demandando productos de mayor valor, destaca, por ejemplo, el desarrollo de las categorías de yogures, salsas o bebidas, (Crecimiento 2016, 2015), probablemente debido a lo sofisticado que se está volviendo el consumidor peruano y a sus nuevas tendencias. Esta predisposición se potenciaría en el 2016, “Es muy importante tener claro a qué público va tu producto, definir tu ‘target’ por su comportamiento”, sentencia La Riva. (Crecimiento 2016, 2015).

Para Arellano Marketing el sector de consumo masivo es uno de los llamados a tener un crecimiento de importancia y de mayor potencial en el 2016; por dos razones fundamentales: (a) está permanentemente incorporando innovación, y (b) una especial atención en el valor agregado a cada producto que se lanza al mercado.

“Una creciente oferta, nuevos jugadores y una mayor importancia por estos sectores en la demanda del nuevo consumidor son los ingredientes que abren en estos rubros el

abanico de oportunidades para el 2016”, sostiene Jhoan Vega, gerente de Soluciones de Márketing de la misma firma. (Crecimiento 2016, 2015).

Para estudiar el crecimiento del mercado de consumo masivo en los últimos 4 años tomaremos como referencia a las principales empresas nacionales y las tres más importantes transnacionales que compiten en este negocio en nuestro país, las cuales son las siguientes:

1. Alicorp S.A.A.
2. Gloria S.A.
3. Corporación Lindley S.A.
4. Laive S.A.
5. Nestlé S.A.
6. Unilever
7. Procter & Gamble

Para analizar el crecimiento del sector de consumo masivo se va a desarrollar la siguiente metodología:

1. Analizar la evolución de las ventas totales de cada una de las empresas que se menciona como competidores en el mercado nacional, a fin de determinar si el mercado ha tendido a crecer o a contraerse.
2. Analizar la evolución de las ventas totales de las principales empresas transnacionales que operan en nuestro país, teniendo en consideración los mismos aspectos del párrafo anterior.
3. Analizar la tendencia del consumidor en general tomando como datos los análisis efectuados por el Banco Central de Reserva y que se relaciona directamente con el sector comercio.

Son dos las razones por las cuales hemos tomado esta metodología: (a) una de las razones que justifica haber tomado como referencia las ventas totales, del estado de

resultados, es que las pruebas empíricas indican que en las empresas alimentarias, como es el caso de las empresas dedicadas al sector de consumo masivo, fluctúan muy poco en el ciclo comercial, por esta razón no es sorprendente que las acciones de estas empresas, poco cíclicas, tengan betas bajas, (Ross, S., Westerfield, R. y Jaffe, J., 2012, p. 404) tal como se expone en la figura 1, y (b) la segunda razón que justifica este primer análisis, es que los ingresos o ventas totales reconocen cuanto se ha vendido en un determinado periodo (para nuestro estudio consideramos un periodo, un año) en consecuencia los montos que se reflejan en el estado de resultados son los ingresos totales sin considerar los egresos, es decir cuánto se ha ganado y cuanto se ha recibido en efectivo. Sin embargo es conveniente subrayar que estos montos no determinan el valor de las inversiones y que está es determinada por el valor de los flujos que genera (Scott, B., y Brigman, E., 2011, p. 43).

Por ambas consideraciones se ha tomado como parámetro de referencia, el total de los ingresos, en vista de que nos podrá dar una clara visión de cómo evoluciona el sector del consumo masivo, en los últimos cuatro años y tomando como referencia datos del crecimiento proyectado de nuestro país podremos establecer cuál es la tendencia de este negocio.

En la Figura 1. podemos observar la sensibilidad del beta en relación a las empresas que operan en el negocio del consumo masivo, las empresas de alta tecnología y automóviles. La sensibilidad de las empresas del sector consumo masivo al tener un beta menor a 1 son menos sensibles al mercado, en el lado opuesto las empresas de alta tecnología o de fabricación de automóviles al ser su beta mayor a 1, son más sensibles al movimiento del mercado y por lo tanto son totalmente cíclicas, mas no así las empresas de consumo masivo que dependen mucho menos del ciclo comercial, probablemente por la necesidad permanente de los productos que ofertan.

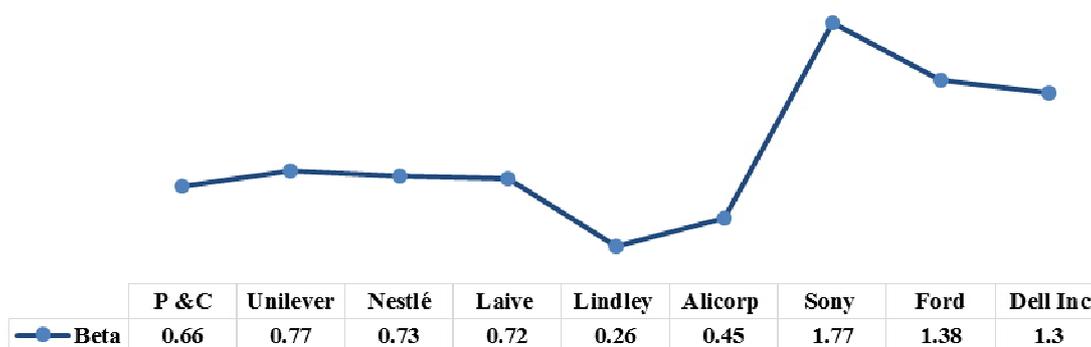


Figura 1. Sensibilidad del beta en empresas de consumo masivo y de alta tecnología. Tomado de los estados financieros publicados por las empresas en mención. Recuperado de <http://es.investing.com/equities/procter-gamble-income-statement>. Investing.com y <https://es.finance.yahoo.com/>. Yahoo Finance

En la Figura 2. podemos observar que la curva de crecimiento de las ventas totales de las cinco empresas nacionales estudiadas, es ascendente. Este resultado nos permite obtener tres deducciones: (a) en los últimos cuatro años la demanda por bienes de consumo masivo del consumidor peruano ha estado creciendo, (b) a pesar de la desaceleración económica de los últimos dos años en el ámbito internacional y local la demanda por estos productos ha seguido en ascenso, y (c) la tendencia del mercado es al crecimiento, por lo que ante las condiciones económicas coyunturales y los buenos pronósticos de crecimiento económico en los próximos cuatro años, las ventas totales deberán seguir en crecimiento.

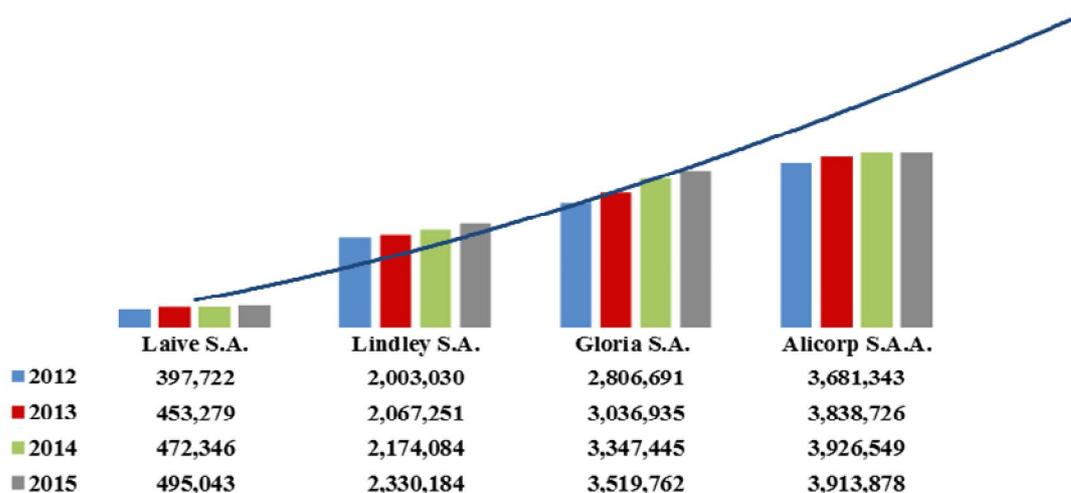


Figura 2. Ventas totales de las empresas del sector de consumo masivo en el Perú del 2012 al 2015.

Tomado de los estados financieros publicados por las empresas en mención. Recuperado de http://www.bvl.com.pe/inf_financiera42500_TEFJVKVCQzE.html#
Bolsa de valores de Lima

En la Figura 3. observamos que la curva de crecimiento de las ventas totales globales de las tres empresas transnacionales, y que operan en nuestro país, es descendente. Este resultado nos permite obtener la siguiente deducción, en los últimos cuatro años la demanda global por bienes de consumo masivo se ha contraído probablemente por la crisis financiera global que continua golpeando a Europa con más fuerza y a EEUU con menor porcentaje.

Sin embargo hay que tener en consideración que el ritmo de vida tan rápido obliga a las personas a disponer de alternativas de solución que faciliten los negocios y las necesidades continuas de los seres humanos. Estas situaciones nos hacen pensar que se requieren soluciones rápidas y que sean de fácil acceso a los consumidores para facilitar los dos aspectos mencionados, por lo tanto esta tendencia mundial de un ligero decrecimiento del sector consumo masivo probablemente sea coyuntural.

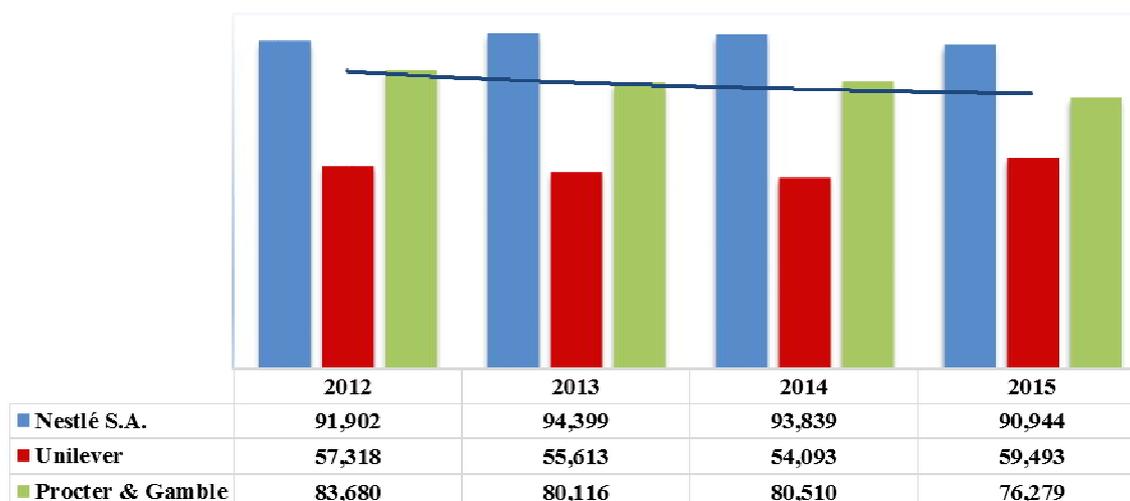


Figura 3. Ventas totales del sector de consumo masivo – global del 2012 al 2015 (Millones de dólares).

Tomado de los estados financieros publicados por las empresas en mención. Recuperado de <http://es.investing.com/equities/procter-gamble-income-statement>. Investing.co y <https://es.finance.yahoo.com/>. Yahoo Finance

Observamos que las empresas estudiadas en un entorno global de austeridad, volatilidad e inestabilidad, muestran un decrecimiento en sus ventas totales, es por esta razón que muchas de estas organizaciones están adoptando nuevas estrategias que innoven la producción, marketing y ventas para recuperar el espacio perdido en los últimos 4 años.

En la figura 4. podemos observar cómo ha sido la evolución de los indicadores más representativos de la actividad comercial en nuestro país en los últimos cuatro años, además del PBI y sus proyecciones para el año en curso y el siguiente año.

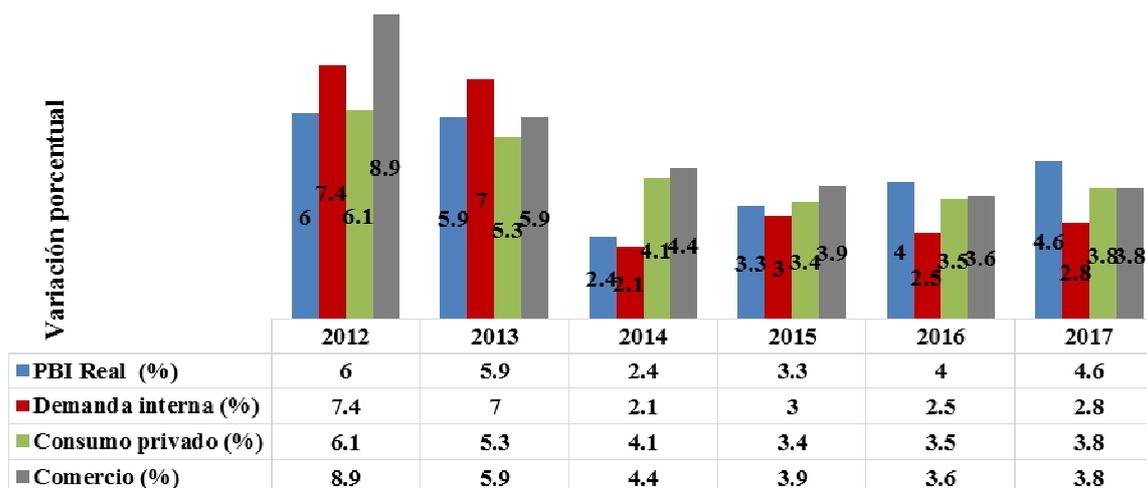


Figura 4. Evolución y proyección de los indicadores relacionados al sector comercio y PBI en el Perú.

Tomado del reporte de inflación del BCRP, marzo 2016. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/reporte-de-inflacion.html>

De los indicadores que estamos observando en el Figura 4., es necesario afirmar que en un contexto de la desaceleración económica, el crecimiento económico en nuestro país retrocedió a partir del 2012 (6%), tocando piso el 2014 (2.4%); el PBI real acabaría el 2016 en 4% y siguiendo esa tendencia el 2017 creceríamos en 4.6%, es decir estaríamos ingresando a un lento crecimiento económico.

El resultado del PBI al 2015 (3.3%), explicaría la contracción económica en el sector comercio que en el 2012 alcanzó un rango 8.9 %, disminuyendo a 5.9 % en el 2013 para terminar el 2015 con un rango de 3.9; en relación a la demanda interna ocurrió la misma curva de decrecimiento, el 2012 que fue su tope, alcanzo 7.4 % retrocediendo año tras año, este indicador es el que probablemente más lentamente evolucione al alza, después de que acabo el 2013 en 7%, en el año 2014 se contrae hasta llegar a 2.1% y el 2015 en 3%, sin embargo según el BCRP, el 2016 acabaría en 2.5% y el 2017 en 2.8%.

Por último, en relación al consumo privado, el 2012 se alcanzó un rango de 6.1%, en el 2014 siguiendo la tendencia de los demás indicadores mencionados retrocedió terminando ese año en 3.4%, sin embargo el 2015 tuvo un muy ligero crecimiento terminando este año en

3.5%, se prevé que este año 2016 se termine en 3.5 % y el 2017 en 3.8%, igualmente su recuperación será lenta de la misma manera que la demanda interna.

Hemos podido observar que existe una disonancia entre los resultados de las empresas dedicadas al comercio en el sector de consumo masivo y los resultados que nos muestra en el último Reporte de Inflación del BCR, marzo del 2015; entonces la pregunta sería ¿Por qué razones el mercado de consumo masivo en el Perú ha tenido un fuerte crecimiento en los últimos cuatro años, mientras que los resultados generales del crecimiento en el Perú nos muestran una contracción económica?

Para responder esta pregunta debemos realizar un análisis general de cada una de las empresas nacionales, en vista de que las empresas trasnacionales que operan en nuestro país únicamente muestran resultados generales globales por lo tanto serviría poco para nuestro análisis. La metodología que seguiremos será la siguiente:

1. Estudiar la participación de las principales empresas que operan en el sector mercado masivo, en nuestro país, tomando como referencia los estudios y resultados de la principal empresa dedicada al estudio de mercados en nuestro país, (Kantar Woldpanel).
2. Analizar la evolución y crecimiento de las principales marcas nacionales.
3. Analizar los resultados de crecimiento y las proyecciones para los siguientes 2 años

Para estudiar los resultados tomaremos los resultados del estudio *Brand Footprint 2015* elaborado por la consultora Kantar Worldpanel (Perú: Conoce, 2015), que elaboro el ranking de las 10 mejores empresas dedicadas al sector consumo masivo en el 2015, es así que dentro del *Top Ten*, son seis empresas nacionales las que están en este privilegiado grupo, y cuatro son compañías de origen foráneo.

El estudio *Brand Footprint 2015* está calificado como el único en el ámbito mundial capaz de medir el comportamiento real de consumo en vez de valorar las actitudes, y ciertamente es un ranking cuya tarea principal consiste en analizar, estudiar, y divulgar las

diferentes tendencias del consumo en una determinada área geográfica, normalmente por país o por grupo de países (Kantar Worldpanel, 2015).

El estudio *Brand Footprint* establece el grado de conexión real existente entre los consumidores y las marcas, basándose en mediciones realizadas el año anterior; este estudio define que “cada compra es una decisión”, revelando que marcas ganan más veces en ese momento de la verdad a través del contacto con el consumidor (Brand Footprint, 2015).

Sus resultados ha mostrado conclusiones que han servido y sirven para que las empresas más importantes del país dedicadas a la elaboración, fabricación, distribución, y ventas de productos de consumo masivo reorienten sus esfuerzos para alcanzar mayores utilidades netas al final de cada ejercicio (Kantar Worldpanel, 2015), por lo tanto es posible afirmar que sus resultados son explotados por los diferentes actores que participan en el sector del consumo masivo en el Perú.

La principal característica del ranking Brand Footprint es que proporciona información basada en las compras realizadas por los consumidores; mide por medio de un sistema denominado *consumer reach points* [puntos de alcance del consumidor] (CRP, por sus siglas en inglés): (a) la tasa de penetración de la marca (porcentaje de hogares que compran una marca), (b) número de hogares de un país, y (c) la frecuencia (número de veces que cada hogar compró una marca durante el año pasado). En este ranking, se encontró que la marca arequipeña Gloria, obtuvo por tercer año consecutivo el primer puesto referido a la marca que más prefieren los peruanos, además de ser catalogada como la marca que llega al cien por ciento de hogares, con por lo menos uno de sus productos (Perú: Conoce, 2015) así mismo esta marca, es una de las cinco marcas globales que alcanzan el 99% de penetración en el mercado donde ejerce sus operaciones comerciales (Brand Footprint, 2015).

Por su parte, Alicorp mediante su marca Bolívar —La empresa Alicorp S.A.A. y Subsidiarias tiene como denominación social Alicorp S.A.A., sin embargo en el presente

documento se utilizará simplemente la denominación Alicorp para hacer referencia a ambas— ingresó por primera vez en este selecto grupo de empresas, siendo el resultado del incremento de clientes y ello como consecuencia de las estrategias implementadas por la empresa en los últimos dos años.

De acuerdo con la Figura 5, entre las primeras 10 marcas elegidas en 2014, figuran en orden de importancia: Gloria, Ajinomoto, Elite, Inca Kola, Suave, Sibarita, Pura Vida, Doña Gusta, Nescafé, y Bolívar, esta última de Alicorp.

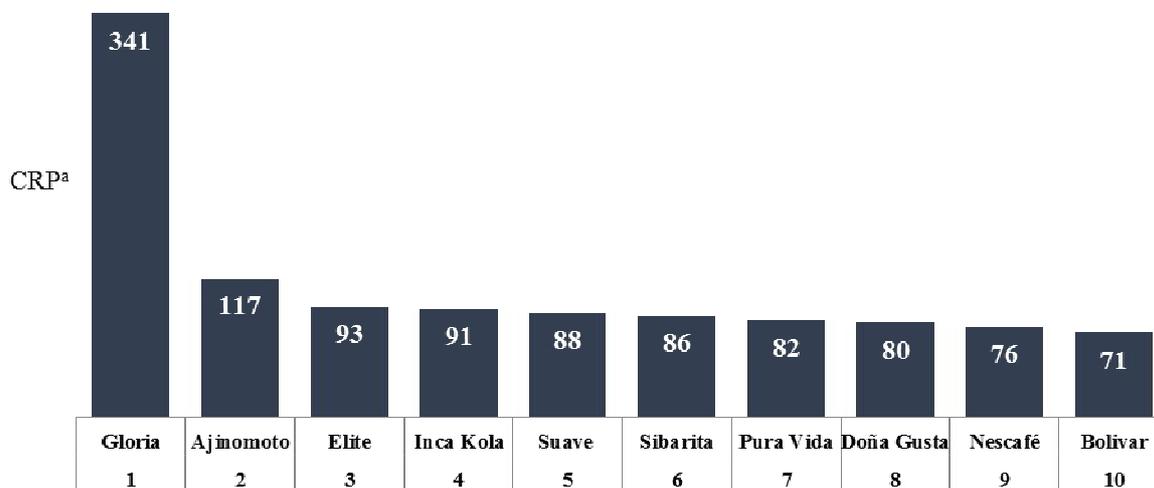


Figura 5. Top Ten de las marcas de consumo masivo con mayor penetración en el Perú en 2014.

Tomado de “¿Qué Marcas Lideran la Preferencia de los Consumidores Peruanos?,” *Perú21*, 2015. Recuperado de <http://peru21.pe/economia/sabes-cuales-son-marcas-que-lideran-preferencias-consumidores-peruanos-2219561>^aConsumer reach points [Puntos de alcance del consumidor].

A Gloria le sigue en el ranking Ajinomoto con 117 puntos, Elite ocupa el tercer puesto con 93; la bebida de bandera nacional Inca Kola, se encuentra en el cuarto lugar con 91, y en quinta posición se ubica Suave con 88 (ver Figura 5). La marca Bolívar de Alicorp se ubica en el puesto 10, y como ya se mencionó, ha logrado aparecer por primera vez en el ranking, lo que vislumbra que la empresa podría estar dirigiéndose por la estrategia correcta (i.e., la de posicionar a sus marcas entre las preferidas de los consumidores nacionales).

En conjunto, estas marcas alcanzan el 70% de penetración en el mercado nacional. Gloria obtuvo el 100%, seguida de Inca Kola con 96.6%, Bolívar con 95.7%, Elite con 95.1%, y Suave con 94.5% (“Marcas Peruanas,” 2015).

De acuerdo con lo que se observa en la Tabla 1, se puede concluir que debido a las estrategias aplicadas por Alicorp en los períodos 2013 y 2014, sus productos están posicionándose en las preferencias de los consumidores nacionales; sin embargo, sus marcas aún están lejos de alcanzar mejores posiciones dentro del ranking de las 10 más preferidas por los consumidores peruanos.

Tabla 1

Participación e Incremento de las Marcas de Alicorp en el Mercado de Consumo Masivo e Industrial (%) en el Perú entre 2013 y 2014

Participación de mercado de Alicorp en las categorías (%)	Total	
	2013	2014
Aceites domésticos ^a	50.6	50.2
Margarinas domésticas	59.4	63.7
Fideos ^b	49.5	49.8
Harinas domésticas	42.7	40.8
Detergentes	55.6	55.7
Jabón de lavar	76.7	78.5
Suavizantes	0.3	10.8
Galletas ^b	36.5	36.2
Panetones	6.5	8.9
Mayonesa ^b	95.8	96.4
Ketchup ^c	50.8	51.2
Picantes	99.3	99.2
Salsas roja ^d	0	19.7
Refrescos en polvo (valor)	67.4	57.8
Gelatina (valor)	32.5	57.8
Mazamorra (valor)	72.8	30.5

Nota. Lima +13 ciudades, excepto galletas. Tomado de “Memoria Anual 2014 de Alicorp S.A.A.,” por Alicorp, 2015, p. 14. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/hhii/B30006/20150302084601/MEMORIA32ANUAL322014.PDF>

^aAceites: no incluye maquilas de AASS. Incluye URCISA 2013.

^bFideos, galletas, y panetones: Incluye Teal en el 2013 y 2014.

^cMayonesa y Ketchup: incluye Incalsa en 2013.

^dSalsas rojas es al periodo acumulado Ene-Ago 2014.

En relación al crecimiento en el ámbito local, las ventas de Alicorp en 2015 tuvieron un mejor desempeño por la demanda creciente, a pesar de que la economía peruana tuvo un comportamiento opuesto; mientras que en el ámbito nivel internacional las ventas de Alicorp, estuvieron influenciadas principalmente por el incremento del nivel de precios en Argentina, en contraste a la devaluación del real brasilero respecto del nuevo sol. Dado el mejor desempeño local, la estrategia de crecimiento de Alicorp se concentraría más en consolidar las oportunidades que se presenten en dicho ámbito (Apoyo & Asociados, 2016).

Básicamente la estrategia de Alicorp se basó hasta el 2015, en innovar a un ritmo intenso, es decir lanzo al mercado nuevos productos con la finalidad de ganar espacio en los anaqueles de las amas de casa.

Concretamente durante los períodos 2014 y 2015, Alicorp desarrolló las siguientes estrategias de mercado (“Alicorp Avanza,” 2015):

1. Lanzamiento de 16 nuevos productos en consumo masivo y en el negocio de *business-to-business* (B2B);
2. Consolidación de los sistemas de distribución en la línea de negocio de consumo masivo internacional;
3. Incremento de clientes en el negocio de acuicultura; y
4. Rebalanceo del portafolio de harinas en el negocio B2B (“Alicorp Aumenta,” 2015).

Según Patricio Jaramillo, vicepresidente de Consumo Masivo Perú, a partir del 2016 Alicorp se enfocará en consolidar sus nuevos productos lanzados hasta el 2015 e impulsar sus marcas de un ticket medio; las marcas de ticket medio son las marcas del sector medio (sectores B, C y D), es decir de precios intermedios. ¿La razón? Jaramillo, explica que la desaceleración económica generó cambios en los hábitos de consumo. (“El Comercio, Día1,” 2016)

Es importante mencionar que la empresa Alicorp lidera el mercado en el sector de productos de consumo masivo en el ámbito nacional, y ocupa el segundo lugar en el de Latinoamérica.

Las marcas más conocidas de productos de consumo masivo pertenecientes a Alicorp (2015) son:

1. Aceites domésticos: Primor, Cocinero, y Capri;
2. Detergentes: Bolívar, Opal, y Marsella;
3. Fideos: Don Victorio, Nicolini, y Lavaggi;
4. Galletas: Casino y Tentación;
5. Harinas domesticas: Blanca Flor y Favorita;
6. Jabón de lavar: Bolivar, Marsella, Trome y Jumbo;
7. Suavizantes: Bolivar
8. Salsas de mesa: Mayonesa Alacena
9. Refrescos instantáneos: Negrita y Kanú
10. Postres instantáneos: Mazamorra Negrita
11. Margarinas domésticas: Manty y Sello de Oro; y
12. Panetones: Sayón

El mercado de productos de consumo masivo al interior del Perú se ha ido dinamizando e incrementando, pese a las variaciones financieras tan volátiles que han surgido a raíz de la crisis sistémica en la economía mundial. Por otro lado, según Apoyo & Asociados (2016), la línea de productos industriales registró un menor nivel de ventas debido al entorno más competitivo, principalmente de la categoría de harinas industriales.

No obstante, siguiendo con la tendencia del mercado, el negocio que está mostrando fuerte disposición al crecimiento en su demanda y ventas es el de nutrición animal, que creció

19.6% por mejores resultados en sus operaciones de Ecuador y la consolidación de su negocio en Chile.

En general, su negocio de consumo masivo avanzó 3.9% durante el segundo trimestre de 2015, impulsado por sus ventas en detergentes, cereales, jabón de lavar, cuidado del cabello, aceites domésticos, salsas, aceites a granel, y margarina (“Alicorp Incrementa,” 2015). Este contexto muestra una clara tendencia de que la situación financiera de Alicorp irá mejorando tal como se previó durante los primeros meses de 2015.

Asimismo, Alicorp en 2015 registró pérdidas relacionadas a la liquidación de coberturas de materia primas; sin embargo esta operación le ha permitido reducir su exposición a la volatilidad de los *commodities*, y por lo tanto contribuirá a prevenir futuras pérdidas por la volatilidad fuera del control interno, por el precio de los *commodities* y el tipo de cambio. En el ámbito internacional, la tendencia de Alicorp es la recuperación del valor de sus ventas en Argentina, que creció cerca de 11.5% y que compensó los resultados de Brasil impactados por la devaluación de su moneda y la crisis interna que se está agudizando (“Alicorp Incrementa,” 2015).

Es necesario mencionar que una importante parte de los productos de la empresa, utilizan como insumos el trigo y la soya (i.e., *commodities*), por lo tanto los márgenes del negocio se ven afectados por la volatilidad de los precios de estos en el mercado internacional. Los insumos relacionados a *commodities* representan alrededor del 60% del costo de ventas, por lo que Alicorp realiza operaciones de cobertura. Al respecto, es importante mencionar que la pérdida ocasionada por las operaciones con derivados de 2014 ascendió a S/.207.4 millones, y se reconoció casi en su totalidad en dicho periodo. Sin embargo, los analistas consideran que el resultado negativo de dichas operaciones financieras fue un hecho puntual y que la empresa ha tomado las medidas correctivas para minimizar dichos riesgos a futuro (Apoyo & Asociados, 2016).

De manera general las empresas de consumo masivo están desarrollando agresivos planes para incrementar el ritmo de crecimiento de los diferentes negocios, y en paralelo alcanzar mayores eficiencias operativas dentro de sus compañías. Asimismo, se están implementando y mejorando permanentemente estrictas políticas, controles, y procesos asociados a la gestión de riesgo para la compra y cobertura de las materias primas. Con todos estos antecedentes, se puede afirmar que el crecimiento del mercado, sumada a las medidas financieras y operativas adoptadas contribuirán a mejorar los resultados de todas estas empresas y del sector de consumo masivo en los siguientes cuatro años.

1.1.2 Tendencias del sector del mercado de consumo masivo global y en el Perú.

En relación a las tendencias, de manera general, los cambios en el comportamiento y gasto de los consumidores, la volatilidad de los mercados financieros y de los commodities son siempre una preocupación relevante, afectando directamente a los productos de consumo masivo.

En un entorno global tan inestable como el que actualmente se está viviendo, donde EEUU no termina de recuperarse, Europa no da claras señales de una franca recuperación de sus niveles de vida, China con un crecimiento que no llegara a los dos dígitos en varios años y asía convulsionado por Japón en deflación, Brasil con una crisis financiera donde la inflación está en los dos dígitos, Argentina en un proceso de reinserción en el sistema financiero, podemos afirmar que la tendencia del mercado de consumo masivo en el mundo y Latinoamérica es a decrecer; sin embargo en el ámbito nacional y con los últimos datos económicos proyectados por el BCRP, en el Perú la tendencia es que el mercado de consumo masivo siga en crecimiento, si es que no ocurre ningún hecho importante que hagan variar las actuales condiciones económicas.

En los últimos cuatro años las ventas totales de las principales empresas transnacionales que operan en nuestro país (Fig. 3) han estado en una clara tendencia

negativa, por lo tanto están adoptando nuevas estrategias para recuperar el mercado dentro de un mundo altamente volátil y competitivo.

La estrategia que han estado adoptando las principales compañías que compiten en el mercado alrededor del mundo es recomponer su portafolio de marcas a partir del 2014 y 2015. Entonces es pertinente preguntarnos ¿cómo están realizando esta recomposición de sus portafolios de marcas? y ¿cuáles son los criterios para estas decisiones?

Las empresas globales más importantes se están desprendiendo de aquellas marcas y productos que no se alinean con el *core* de su negocio. “Estamos en un período en donde las empresas están reduciendo su plan de inversión de CAPEX para los siguientes años”, indica Ricardo Barrera, analista de consumo masivo en Inteligo SAB (“Especialización,” 2015).

A lo largo de los dos últimos años, tres de las principales transnacionales de consumo masivo -la suiza Nestlé, la estadounidense Procter & Gamble (P&G) y la angloholandesa Unilever- empresas que analizamos la evolución de sus ventas totales (ver Fig. 3), se desprendieron de diversas marcas para hacer frente a un entorno económico poco favorable.

Las empresas ahora concentran sus esfuerzos en aquellas marcas que les reportan mayores ganancias (“Especialización,” 2015).

Por ejemplo, Unilever acordó la venta de sus marcas Ragu y Bertolli -salsas para pasta- a la firma japonesa de condimentos Mizkan Group por US\$2,150 millones, como parte de la reestructuración de sus negocios de comida en Norteamérica. También vendió sus marcas de mantequilla de maní Skippy y de salsas para ensalada Wishbone en Estados Unidos, y su marca de embutidos Peperami en Europa. Unilever apuntaría a focalizarse en su negocio de cuidado e higiene personal -que aportó US\$24,703 millones en las ventas totales ascendentes a US\$55,613 millones en el 2013 y US\$ 54,093 en el 2014-, sobre todo en mercados en desarrollo (“Especialización,” 2015).

P&G, por su lado, podría estar de salida del negocio de cuidado personal. La empresa de consumo masivo más grande del mundo anunció en agosto un plan para desprenderse de más de 100 de sus marcas menos rentables, que conforman alrededor de 10% de sus ingresos -la compañía alberga más de 300 marcas en total-. En noviembre, Reuters indicó que P&G trabajaba con Goldman Sachs para vender Wella, una marca de productos para el cabello. En noviembre, P&G anunció la venta de su marca de pilas Duracell al fondo de Warren Buffett, Berkshire Hathaway y ya ha vendido gran parte de sus negocios de alimentos para mascotas (“Especialización,” 2015).

En el Perú, P&G, cuenta con múltiples marcas en los rubros de detergentes y productos para el cabello -cinco marcas en cada rubro-, lo que hace más probable que alguna de éstas sea vendida. Según Marinela Beke, gerente de *shopper understanding* de Ipsos, el mercado de champú es similar al mercado de galletas, en el que hay marcas que tienen diez sabores y 1% de participación. Al respecto, la posición de P&G Perú es que: “es muy temprano para especular lo que esto significará para nuestro negocio en el Perú” (“Especialización,” 2015).

Por lo anteriormente expuesto observamos sin dudar a equivocarnos, que la tendencia de las grandes empresas transnacionales que participan en el mercado de consumo masivo, es que están y estarán en un franco proceso de recomposición de sus portafolios de inversiones; podemos afirmar que se están focalizando en aquellos productos y marcas que tienen y estiman mayor participación en el mercado y que este alineado con su *core business*.

Habiendo descrito cual es la tendencia en el mercado de consumo masivo mundialmente, ahora debemos concentrarnos en analizar la tendencia para los siguientes años en el Perú, para ellos tomaremos como referencia los resultados de sus ventas totales y los resultados mostrados en la Figura 4.

La tendencia global no eludió al caso peruano, donde en los últimos años las principales empresas del sector consumo masivo han estado reestructurando su portafolio de marcas quedándose con aquellas que está alineado con su *core business*, que representan una mayor participación en el mercado y por lo tanto generan más valor.

Por ejemplo el Grupo Gloria S.A., decidió en el 2015 cerrar sus operaciones en Uruguay, la cual realizaba a través de la firma Ecolat, que fabrica la marca Parmalat, la cual había sufrido pérdidas por hasta US\$35 millones. Siguiendo esta misma estrategia Alicorp se ha desprendido de sus líneas de helados Lamborgini y alimentos para mascotas Mimaskot y Nutrican y ha lanzado un programa para enfocarse en 6 categorías, en un intento por lograr mayores eficiencias ante el contexto de desaceleración actual; su estrategia tiene sentido por su elevado ratio de endeudamiento. “Para seguir invirtiendo iba a tener que romper *covenants* e iba a tener que pagar mayores tasas para financiar su continuo crecimiento”, señala Ricardo Barrera (“Especialización,” 2015).

Por otro lado, en Laive tienen planeado adquirir empresas para entrar a competir en otras categorías, señala Luis Ferrand Aspíllaga gerente general de Laive, quien manifiesta que tienen que ser empresas que tengan un buen nivel de funcionalidad y que estén asociadas al valor nutricional; destaca que en el 2016, la prioridad con la marca Laive, es crecer en la categoría de jugos con nuevos sabores, formatos y productos, porque en el país este segmento esta poco desarrollado, ya que más bien lo que creció en el mercado fueron los citrus punch que son imitaciones de jugos.

Entonces cabe las siguientes preguntas: ¿Qué sigue para estas empresas de consumo masivo, después de la reorganización de sus portafolios?, ¿Cuál podría ser la tendencia de las ventas del mercado de consumo masivo local en los siguientes años? y ¿Cuáles tendrían que ser las condiciones socio-económicas para que el sector consumo masivo siga creciendo?

Tomaremos algunos comentarios de distinguidos analistas. Mientras que por el lado del consumo masivo, la oferta se ha ampliado, así como la mejora en su distribución. “Ahora que el crecimiento no es como años anteriores, las empresas han tenido que revisar sus estrategias”, indica Jhoan Vega, gerente de Soluciones de Arellano Márketing, además, queda esperar los cambios que se avecinan en el mercado con el ingreso de la distribuidora CBC de la mano de PepsiCo o los efectos de la compra global de SAB Miller por parte de AB Inbev, alianzas que dinamizarían el mercado con lanzamientos y nuevas estrategias. Para Fidel La Riva, country manager de Kantar Worlpanel (KWP), las empresas tendrán que tener clara su estrategia de portafolio y de canales para mantener el ritmo (“Crecimiento 2016”, 2015).

Para Ricardo Barrera, analista de consumo masivo en Inteligo SAB, la tendencia para los próximos años, en el mercado de consumo masivo, muestra que este se va a ajustar hasta tener marcas altamente calificadas en cada categoría de producto. “Vamos a ver menos competencia en todas las categorías y más especialización en cada rubro. Sería difícil competir con Alicorp en salsas, por ejemplo, con el 95% de mercado que le da Alacena. Lo mismo ocurrirá en diversas categorías”. Pronostica la consolidación de *jugadores (marcas)* muy sólidas en cada categoría del mercado, que manejarán una constante ampliación de productos de altísima calidad y buen posicionamiento, por ejemplo, en el caso de Costeño, esta consolidación se estaría dando gracias a la mencionada adquisición de Romero Trading.

Siguiendo con la tendencia al crecimiento en el mercado nacional, las empresas que están en el mismo sector de consumo masivo, se están concentrado en ampliar su cobertura a través de nuevos canales de venta, es así que Alicorp ha puesto en marcha, un proyecto llamado “Cliente Perfecto”, direccionado hacia el canal tradicional, es decir bodegas y mercados. Señala Patricio Jaramillo que lo que buscan es “segmentar a nuestros 100 mil puntos de venta en función a misiones de compra y en base a ello, ofrecer un portafolio

diferenciado, esto acompañado de un programa de mercaderismo para presentar mejor los productos en el punto de venta” (“El Comercio, Día1,” 2016)

Laive por su lado, se está aprovechando de su mayor participación en algunas categorías como por ejemplo como yogur en leches, por tanto, si yogur sigue creciendo y nosotros avanzando en participación de mercado eso nos ayudará a crecer, manifiesta su gerente general Luis Ferrand, quien con absoluta confianza dice “esperamos del mercado tasas de crecimiento similares a las del 2015 y cifras económicas del país parecidas, proyectamos crecer en ventas 5% versus el 2015”.

Gloria seguirá manteniendo su superioridad en el mercado de consumo masivo, en el cual ha estado manteniendo su posición de liderazgo en el mercado lácteo nacional desde hace más de 70 años (Class & Asociados, 2015); debido básicamente a que su estrategia consiste en: (a) diversificarse en distintos rubros del sector alimenticio, y (b) disponer de mayores recursos financieros para mantener su estrategia de innovación.

En cuanto al entorno económico mundial desfavorable que tanto ha afectado al consumo, las predicciones en el mercado nacional para el 2016 son positivas. Las estimaciones indican que el mercado interno se va a fortalecer y la demanda se recuperará, si es que no ocurriera nada extraordinario que afecten las apreciaciones económicas.

1.2 Composición y estructura financiera del sector de consumo masivo

Para Rafael Muñiz, presidente del Foro Internacional de Marketing, el sector de consumo masivo, son aquellos mercados donde se comercializan productos destinados a satisfacer las necesidades del cliente final, que en base a la variable tiempo puede destinarlas a su consumo inmediato (pan, leche, detergente...) o duradero (televisión, mesa, camisa...). Las principales características del mercado de consumo son las siguientes:

1. Amplia gama de productos, con una fuerte renovación de sus existencias.
2. Utilización, en su mayoría, de los diferentes canales de distribución.

3. Existencia de fuerte competencia en la mayoría de los sectores.
4. Fuerte implantación de compañías multinacionales.
5. Políticas de marketing muy desarrolladas para una mayor y mejor comercialización.
6. Mercado muy agresivo y de fuerte competitividad.
7. Mayor protagonismo que tiene la distribución sobre la fabricación.
8. Mercado que ha de saber contrarrestar la influencia asiática.
9. Mercado con fuerte potencia de venta a través del e-commerce, etcétera.

Para analizar la composición y estructura financiera del sector de consumo masivo debemos primero de definir ¿qué es estructura financiera?.

La estructura financiera podemos definirla como todas las fuentes de financiamiento de una empresa, es decir es la composición del capital o recursos financieros que ha captado u originado una empresa; por lo tanto la estructura financiera de una empresa la hayamos en el Estado de Situación Financiera (Balance General), específicamente en el pasivo y el patrimonio.

El Estado de Situación financiera (Balance General), es una fotografía del momento del valor contable de una empresa en una fecha específica; tiene dos partes:

1. En el lado izquierdo están los activos
2. En el lado izquierda están los pasivos y el capital contable (patrimonio)

El Estado de Situación financiera, muestra lo que la empresa tiene y la manera en que se financia. La definición contable en que se basa el Estado de Situación Financiera y que describe su equilibrio es (Ross et al., 2012):

$$\text{Activos} = \text{Pasivos} + \text{Capital contable}$$

Los activos de una empresa, son adquiridos y financiados por la deuda; es decir todo lo que tiene una empresa y que le da valor, tiene su fuente de financiamiento en deuda. La

deuda la definimos, como los documentos que emiten las empresas y que son conocidos como contratos de préstamo (Ross et al., 2012).

La deuda de una empresa está compuesta por los siguientes grupos:

1. Pasivo
 - 1.1 Pasivo corriente
 - 1.2 Pasivo no corriente
2. Patrimonio (capital contable)

El pasivo corriente lo definimos como las obligaciones económicas de la entidad cuyo vencimiento se realizará dentro de los doce meses siguientes a la fecha del estado financiero; pasivo no corriente, son las obligaciones económicas de la entidad cuyo vencimiento se realizará después de más de un año, contando a partir de la fecha del estado financiero (Stickney, Weil, Schipper, Francis y Avolio, 2012).

Al capital contable o patrimonio, lo definimos como la suma de los activos y aportaciones de los socios inversionistas que entregan a la empresa como una proporción del financiamiento. Ross et al. (2012), definen al capital contable como la diferencia entre los activos y pasivos de la empresa.

Para determinar la estructura financiera de una empresa, existen diversos métodos; para el presente estudio vamos considerar el modelo basado en la exigibilidad de sus acreedores, teniendo en consideración que estas empresa tienen deudas que enfrentar en razón del crecimiento constante que han experimentado en los últimos cuatro años y que necesariamente ha obligado a tomar deuda de diversas fuentes financieras, que evidentemente les exigen en un determinado periodo el pago de estos capitales más sus intereses :

1. Recursos exigibles: Pasivo exigible a corto y largo plazo: Pasivo corriente y No corriente.
2. Recursos no exigibles: Patrimonio (Capital contable).

Teniendo como base estos conceptos vamos a definir como estructura financiera de un mercado al “*promedio simple de los capitales contables y fuentes de financiamiento de las empresas que operan en un determinado mercado o sector de un mercado*”; por lo tanto para evaluar la estructura financiera del sector de consumo de masivo en el Perú realizaremos el estudio de la composición financiera de las cuatro principales empresas nacionales que hemos estado estudiando y que son las más importantes en nuestro país, de la siguiente manera:

1. Calcular el monto efectivo del financiamiento en soles y posteriormente el promedio simple de estos financiamientos.
2. Calcularemos el porcentaje de financiamiento del mercado de consumo masivo contra la utilidad neta, teniendo en consideración la misma explicación que se dio en el Cap 1.1.1 Crecimiento del mercado de consumo masivo global y en el Perú, (p. 9).
3. Por ultimo formularemos ratios que nos proporcione el porcentaje de financiamiento por categorías o ítems, de estas empresas en relación al financiamiento total.

Para el análisis de estos resultados debemos definir el concepto de deuda; la deuda es la obligación y compromiso que adquiere la persona natural o persona jurídica, quien se ha comprometido a restituir o devolver lo pedido bajo las condiciones en que las solicito.

Otro concepto que necesariamente debemos de tener en consideración es el de deuda financiera; consideramos deuda financiera a todos los pasivos monetarios que una empresa está obligada a honrar a los bancos que le han prestado dinero, incluyendo los intereses y las condiciones suscritas en el contrato de préstamo, así mismo incluye la deuda emitida en titulo valor.

En la figura 6 se ha calculado la deuda total de las empresas que operan en el sector consumo masivo, y se ha calculado el promedio simple de esta deuda, teniendo como referencia los EEFF, consolidados al 2015. El promedio, nos da una referencia de hasta que monto económico una empresa del sector podría continuar endeudándose, para ampliar o

continuar con sus operaciones, por lo tanto es referencial pudiendo alcanzar esta deuda hasta el 20% de la deuda total del sector.

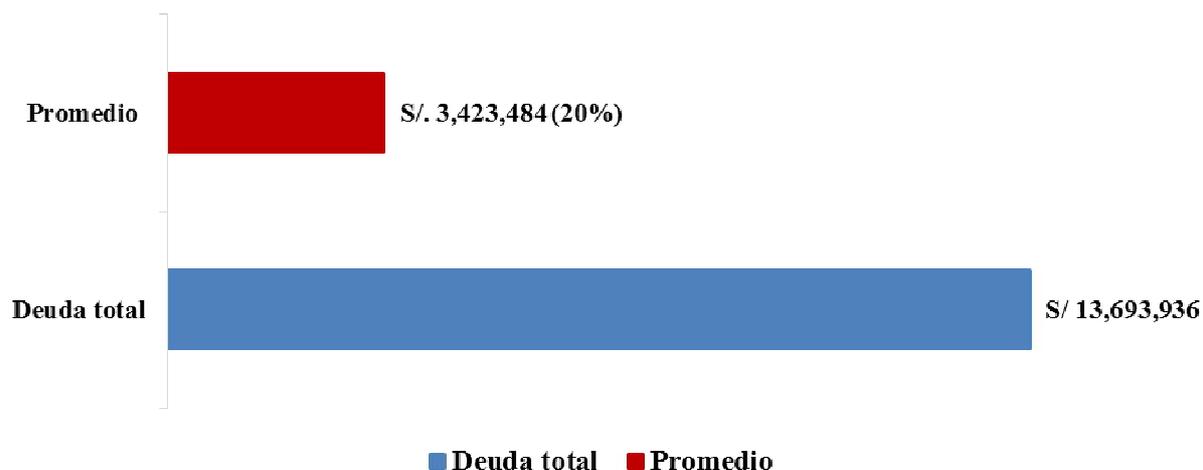


Figura 6. Sector mercado masivo: Deuda total y el promedio de la deuda. Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

La figura 7 nos muestra la utilidad neta contra la deuda y patrimonio del sector mercado masivo; este resultado nos indica que porcentaje de la utilidad neta del sector consumo masivo está financiado con deuda total y el patrimonio de los accionistas. Su utilidad se refleja en que podemos apreciar el nivel de deuda del sector, para ir reestructurando los niveles de deuda de la empresa de acuerdo a las condiciones que se vayan presentando, teniendo en consideración que cuanto mayor es el financiamiento con deuda en la estructura de capital, mayor es el uso del apalancamiento.

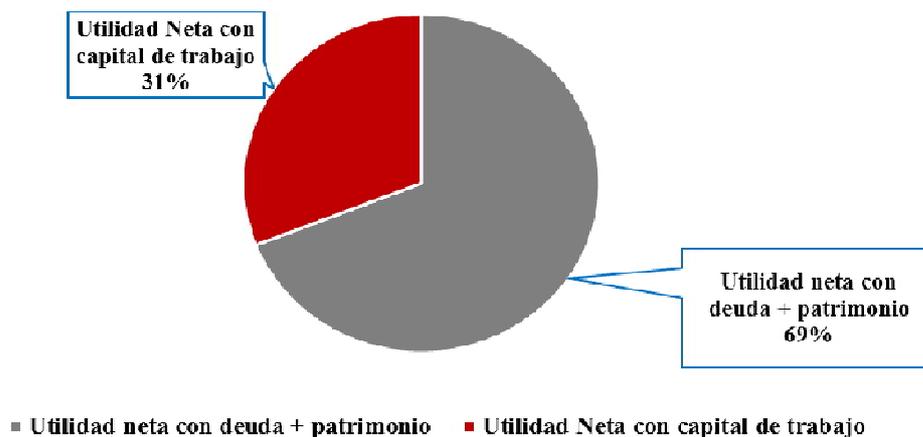


Figura 7. Margen de la utilidad neta con capital de trabajo y deuda más patrimonio. Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

La figura 8 nos muestra la relación del pasivo total y patrimonio total del sector mercado masivo; podemos apreciar que del total de la deuda, el 35 % corresponde al aporte de los accionistas (patrimonio) y el 65% corresponde al pasivo corriente y pasivo no corriente. Esta información es muy valiosa porque las empresas que conforman este mercado para conseguir el objetivo financiero que es “maximizar el valor de la empresa”, tendrán que realizar el mix de estos recursos teniendo en consideración el menor costo posible, y con el menor nivel de riesgo; así mismo es muy importante esta información en las empresas, en razón de que es una buena referencia para cuando se tome la decisión de reestructurar sus niveles de la deuda total.

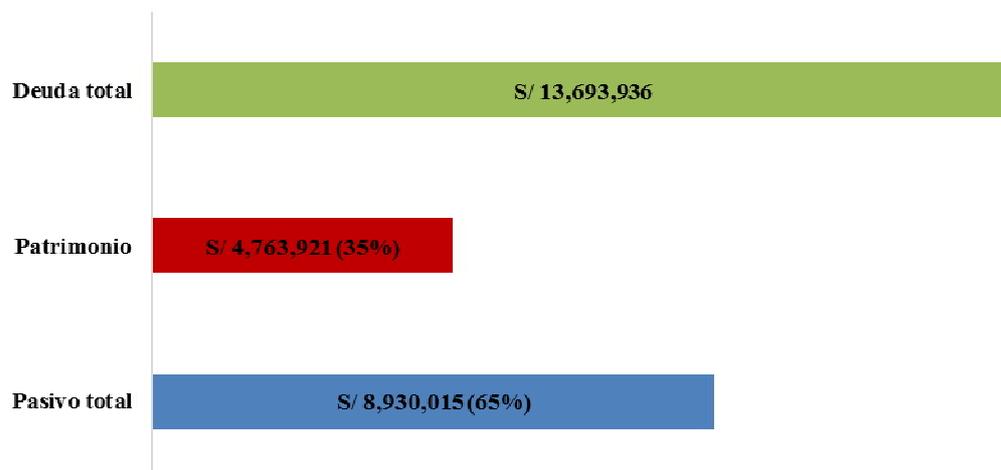


Figura 8. Margen del patrimonio y pasivo total en relación a la deuda total.

Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de

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

Después de haber analizado como está estructurada la deuda de manera general en el sector de mercado masivo, a continuación pasaremos a estudiar la estructura de la deuda pero analizando la deuda financiera y posteriormente la deuda a proveedores.

La figura 9 nos muestra el resultado de la utilidad neta contra la deuda financiera del sector mercado masivo; este resultado nos indica que porcentaje de la utilidad neta del sector consumo masivo está siendo financiado con préstamos bancarios y con emisión de deuda.

Esta información es útil en vista de que las empresas de este mercado podrán tener una referencia para apreciar el nivel de deuda financiera lo cual es importante, para ir reestructurando los niveles de apalancamiento de acuerdo a las condiciones que se vayan presentando, teniendo en cuenta que cuanto más es el financiamiento con deuda financiera en la estructura de capital, mayor es el apalancamiento financiero.

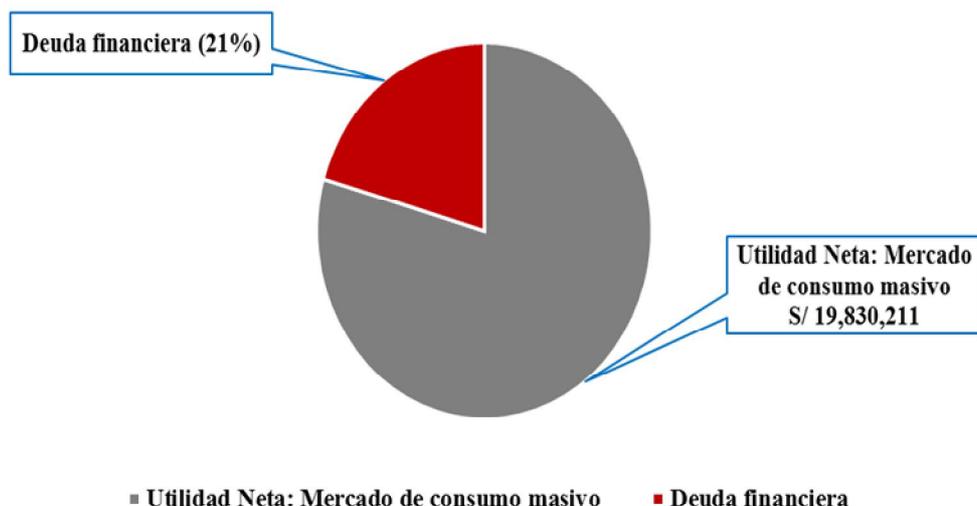


Figura 9. Margen de la deuda financiera contra la utilidad neta. Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

La figura 10 nos muestra el margen de la deuda financiera contra el pasivo total; este resultado es de mucha utilidad en vista de que nos indica el porcentaje del pasivo total que está siendo financiado con préstamos bancarios y con emisión de deuda. Esta información es muy importante, para las empresas que compiten en este sector comercial, puesto que podrán tener una referencia para apreciar el nivel de deuda financiera como parte del pasivo total en el mercado para las tomas de decisiones, a fin de elevar o reducir el apalancamiento financiero de sus empresas.

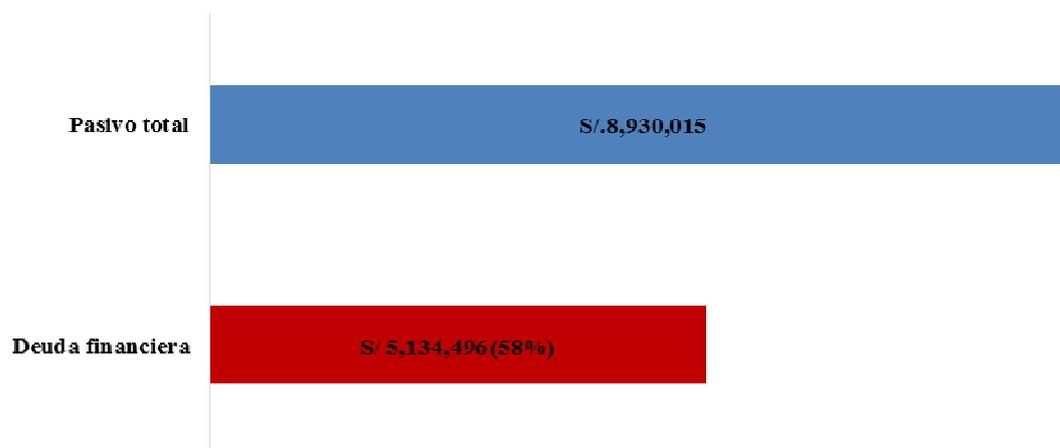


Figura 10. Margen de la deuda financiera en relación a pasivo total. Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

La figura 11 nos muestra el margen de la deuda a proveedores en relación a la utilidad neta; esta información nos indica que porcentaje de la utilidad neta está siendo financiado con deuda a proveedores. Esta información es muy importante, puesto que se puede tener una referencia para apreciar el nivel de deuda a proveedores como parte de la utilidad neta para la toma de decisiones, estudiando la conveniencia de elevar o reducir esta deuda y compararla con otras fuentes de financiamiento.

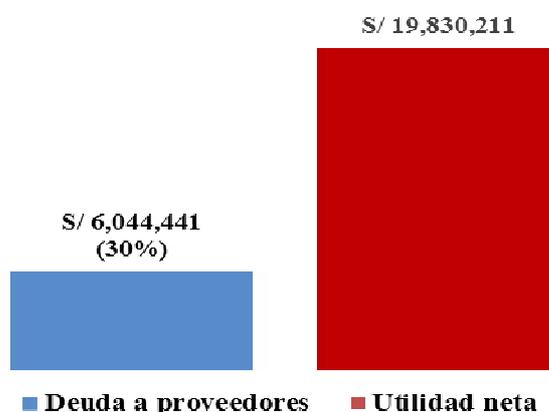


Figura 11. Margen de la deuda a proveedores contra la utilidad neta. Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

La figura 12 nos muestra el margen de la deuda a proveedores en relación al pasivo total; de la misma manera que la figura 11, esta información nos indica el porcentaje del pasivo total que está siendo financiado con deuda a proveedores; información es muy importante, puesto que se puede tener una referencia para apreciar el nivel de deuda a proveedores como parte del pasivo total para la toma de decisiones, estudiando la conveniencia de elevar o reducir esta deuda y compararla con otras fuentes de financiamiento.

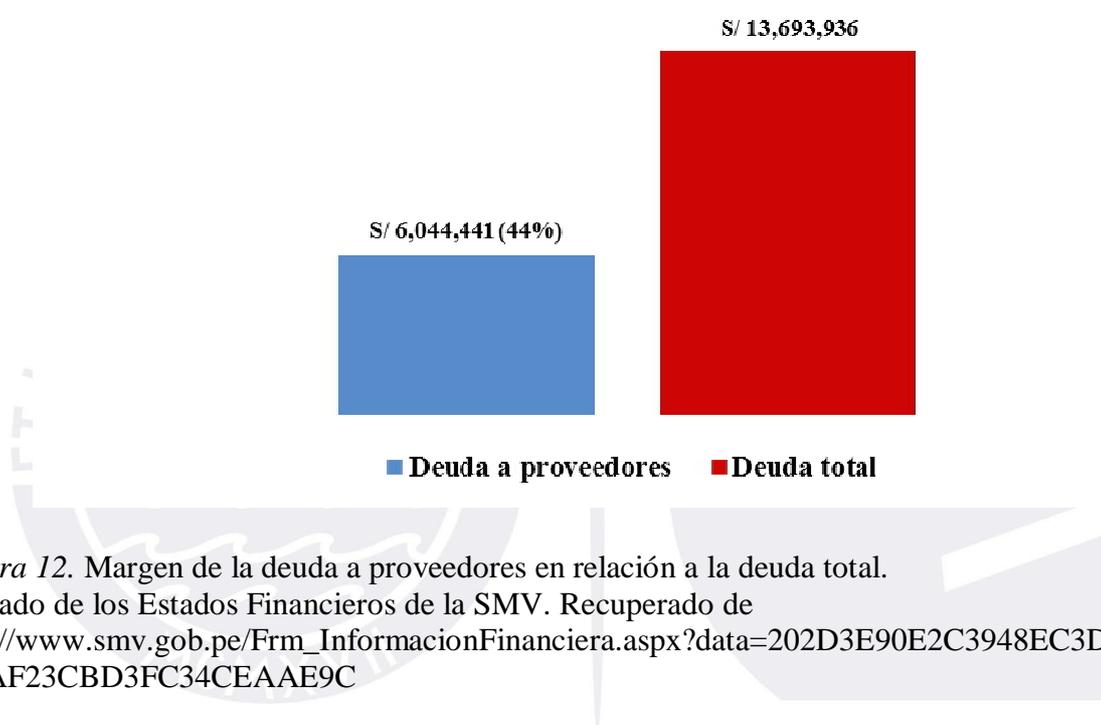


Figura 12. Margen de la deuda a proveedores en relación a la deuda total. Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

La figura 13 nos muestra la deuda total que incluye pasivo + patrimonio, el margen de la deuda que corresponde a patrimonio y el margen de deuda que corresponde al pasivo; esta información nos señala que porcentaje del patrimonio y del pasivo corresponde a la deuda total en el mercado de consumo masivo; esta información es muy importante, puesto que se puede tener una referencia para apreciar el nivel de los aportes de los inversionistas en el mercado, así como en nivel de pasivo, de mucho interés para las empresas por que

tienen la información para comparar en su proceso de toma de decisiones , a fin de elevar o reducir tanto el patrimonio como la deuda total, es decir el financiamiento.

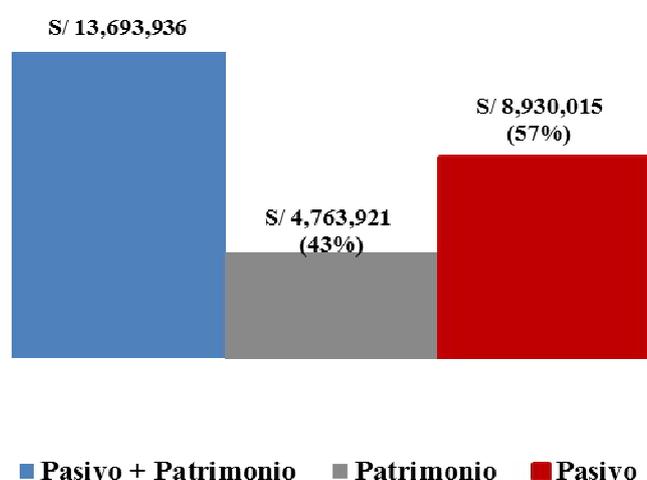


Figura 13. Márgenes del pasivo y patrimonio.

Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

La figura 14 nos muestra el margen de la deuda a proveedores en el corto y largo plazo, así mismo el pasivo financiero, nos proporciona la información de cómo está estructurado financieramente las empresas que están en el mercado de consumo masivo; esta información es muy importante, puesto que nos suministra la referencia para apreciar el nivel de deuda financiera y de los proveedores para la toma de decisiones.

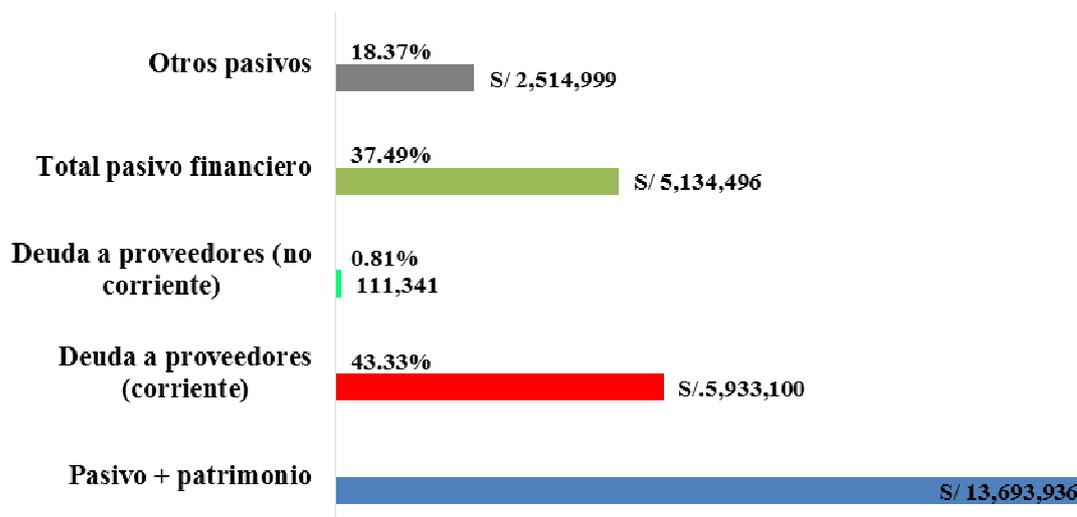


Figura 14. Márgenes del pasivo financiero y deuda a proveedores.
Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

1.3 Análisis Financiero y comparable del mercado de consumo masivo

Para efectuar el análisis financiero de las empresas que participan en el mercado de consumo masivo lo primero que debemos hacer es definir ¿Qué son los estados financieros? y ¿cuál es su utilidad?.

A fin de responder a estas dos interrogantes recurriremos a los siguientes conceptos:

Los estados financieros (financial statements) son aquellos estados que proveen información respecto a la situación financiera, resultados y estado de flujos de efectivo de una empresa, que es útil para los usuarios en la toma de decisiones de índole económica (Stickney et al., 2012).

Para Gitman (2003) todas las compañías recaban datos financieros sobre sus operaciones y transmiten esta información a las partes interesadas en forma de estados financieros. Estos reportes están ampliamente estandarizados y, por lo tanto, podemos utilizar sus datos para hacer comparaciones entre empresas y a través del tiempo; el análisis de

ciertos elementos de datos financieros puede identificar áreas en las que la empresa sobresale y, también áreas de oportunidad de mejora.

Un buen conocimiento de los aspectos esenciales de los estados financieros es deseable simplemente porque tales documentos, y las cantidades que se derivan de ellos, son el medio fundamental de comunicar información financiera tanto dentro de la empresa como fuera de ella (Ross et al., 2012).

Para realizar el análisis financiero del mercado de consumo masivo en los últimos cuatro años tomaremos igualmente como referencia a las principales empresas nacionales que compiten en este negocio en nuestro país, las cuales son las siguientes:

1. Alicorp S.A.A.
2. Gloria S.A.
3. Corporación Lindley S.A.
4. Laive S.A.

Para realizar el análisis de los estados financieros del sector consumo masivo desarrollaremos la siguiente metodología:

1. Analizar los principales estados financieros de las empresas nacionales e internacionales que operen en nuestro país; los estados financieros que analizaremos serán el Estado de Resultados (Estado de Pérdidas y Ganancias) y el Estado de Situación Financiera (Balance General).
2. Calcular, obtener y evaluar el promedio de las razones financieras de cada una de estas empresas, a fin de obtener las razones financieras del mercado.
3. Realizar la comparación sectorial de las razones financieras de cada una de estas empresas en relación al promedio de las razones financieras del mercado obtenidas de acuerdo al párrafo anterior.

Son tres las razones por las cuales hemos tomado esta metodología: (a) el Estado de Resultados (Estado de Pérdidas y Ganancias) nos proporciona el resumen financiero de los resultados de las operaciones de la empresa durante un periodo determinado; y el Estado de Situación Financiera (Balance General) es un documento financiero que contiene una declaración financiera de la empresa en un momento dado (Gitman, 2002, p.38), (b) el resultado del cálculo y la evaluación de las razones de una empresa, están diseñados para mostrar las relaciones entre los rubros del estado financiero dentro de las empresas y entre las mismas; nos permite comparar la posición financiera de una empresa con la de otra, a pesar de que sus tamaños difieren de forma significativa (Besley y Brigham, 2011) y (c) no existen en el mercado de consumo masivo razones financieras que nos permitan comparar los resultados de las razones financieras de las empresas, es por este motivo que las razones financieras del mercado serán el promedio de cada una de las empresas estudiadas.

Con estos resultados y el análisis de las empresas contra los ratios del mercado podremos realizar la comparación de las principales empresas que operan en el mercado de consumo masivo.

Del análisis financiero de las principales empresas en el Perú destacamos las siguientes informaciones:

1.3.1 Ratios de endeudamiento

Los problemas que hoy en día atraviesan las principales empresas de consumo masivo en el Perú, se deben básicamente a que hace algunos años el panorama favorable que otorgaba el crecimiento de la economía, animó a estas corporaciones peruanas a endeudarse para así impulsar un mayor crecimiento.

En este contexto, en 2013 ocurrió la combinación de dos aspectos: (a) las bajas tasas de interés y (b) la favorable coyuntura económica.

La depreciación del dólar americano respecto al nuevo sol entre 2005 y 2013 incentivó a las empresas a emitir deuda principalmente a través de bonos corporativos en moneda extranjera.

Por ejemplo En marzo de 2013, Alicorp emitió bonos por US\$450 millones para principalmente financiar sus adquisiciones, como Global Alimentos, cuya compra fue completada en abril de 2014. En aquel momento, el endeudamiento fue destacado por el mercado: la tasa obtenida de 3.88% fue considerada en su momento como la tasa más baja de una emisión corporativa en la historia peruana, y la coyuntura económica de ese entonces ofrecía perspectivas positivas sobre el crecimiento de la empresa. Sin embargo esta estrategia no resultó exitosa por las siguientes razones: (a) la deuda en cartera, (b) las crecientes necesidades para financiar los gastos en capital de trabajo, y (c) el alza del dólar americano (Valdiviezo, 2015). Esta empresa, que hasta el 2014 lanzó una agresiva campaña de adquisiciones y logró la emisión corporativa más barata de la historia peruana en su momento, hoy está en problemas.

Otro ejemplo de esta estrategia es que en setiembre de 2014, Gloria emitió bonos corporativos por S/.150 millones a una tasa fija de 6.1% con un vencimiento de siete años.

En febrero de 2015, la empresa realizó una segunda emisión, esta vez por S/.140 millones; estos bonos se colocaron a una tasa de 5.56% y un vencimiento de cinco años (Vega, 2015).

En un informe emitido por la gerencia de Gloria, se observaron los resultados del primer trimestre de 2015, evidenciándose un incremento en los gastos financieros, ello se explica principalmente por los mayores intereses generados por los préstamos bancarios e intereses por la emisión de los bonos corporativos ya mencionados y por la inestabilidad del dólar americano.

1.3.1.1 Grado de endeudamiento

Este ratio mide la relación actual entre el importe de los fondos propios de una empresa con relación a las deudas que mantiene tanto en el largo como en el corto plazo; entendemos por capitales propios al patrimonio neto y como deuda total la suma del pasivo corriente y no corriente. Este ratio nos indica lo apalancada, mediante financiación externa, que esta la empresa frente a la financiación a largo y a corto plazo

El promedio del grado de endeudamiento de las cuatro principales empresas peruanas de consumo masivo (i.e., Alicorp, Gloria, Laive y Lindley) es de 62%

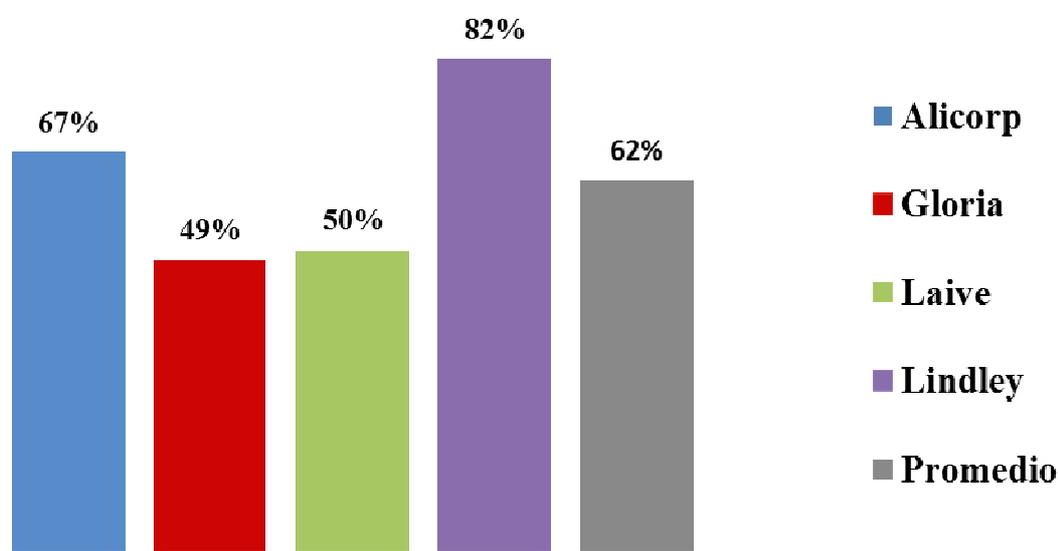


Figura 15. Grado de endeudamiento de las empresas de consumo masivo. Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

En la Figura15 comparamos el grado de endeudamiento de las empresas peruanas contra el promedio del mercado; observamos dos empresas se encuentran con un grado de endeudamiento muy alto y otras dos están por debajo del promedio del mercado; estas dos empresas de no manejar eficientemente su deuda, es decir deben reducirla, podrían entrar en problemas financieros.

1.3.1.2 Endeudamiento sobre el patrimonio

Este indicador mide el grado de compromiso del patrimonio para con los acreedores; nos muestra la dependencia entre los propietarios de la empresa y sus acreedores, además nos indica la capacidad de obtener más créditos y conocer si son los propietarios o los acreedores los que están financiando mayormente a la empresa.

Nos muestra el origen de los fondos que ésta utilizando la empresa, ya sean propios o ajenos e indicando si el capital o el patrimonio son o no suficientes. No debe entenderse como que los pasivos se puedan pagar con patrimonio, puesto que ambos constituyen un compromiso para la empresa.

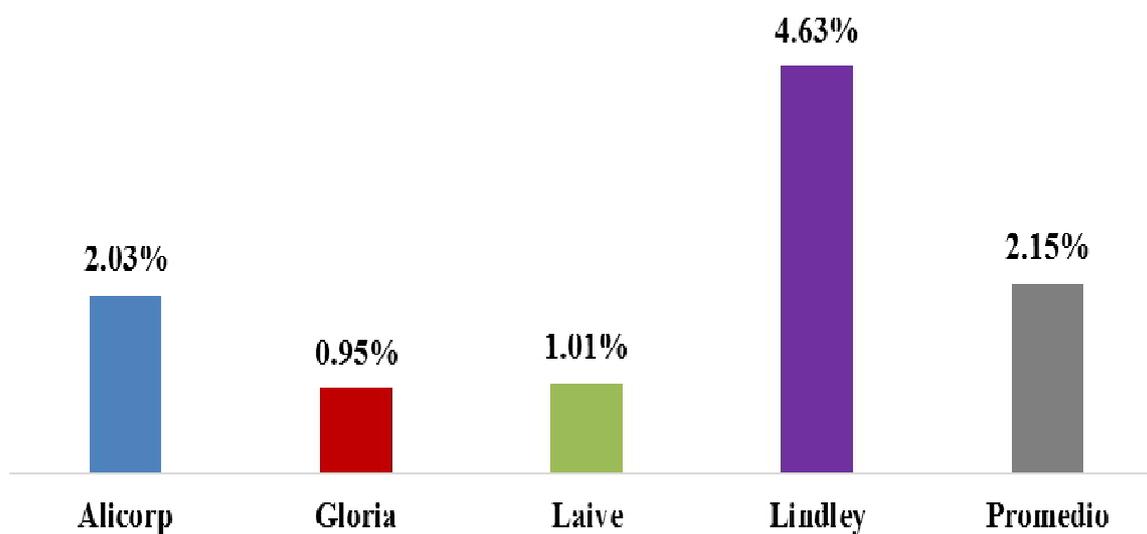


Figura 16. Endeudamiento sobre el patrimonio de las empresas de consumo masivo. Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

La figura 16 nos muestra el promedio del endeudamiento sobre el patrimonio; vemos que las principales empresas del mercado nacional están dentro del promedio del mercado, lo que nos quiere decir que les permite tener holgura sobre sus su deudas y obtener más financiamiento.

Vemos que Lindley está sobre el promedio, quizás sea esta la razón por la que a partir del 2014 han estado vendiendo activos inmobiliarios que no les ha estado generando beneficios (Corporación Lindley, 2014)

1.3.1.3 Apalancamiento financiero

Mide el nivel de pago de intereses independiente de las ventas en la estructura de capital de una empresa; con la información que obtengamos de cada una de las empresas podremos obtener el promedio del mercado y así tener pleno conocimiento de cómo están orientando los esfuerzos de las empresas peruanas en el pago de sus intereses financieros independientemente de las ventas. El apalancamiento financiero se refiere se refiere a los costos fijos de financiamiento de la empresa (Ross et al., 2012).

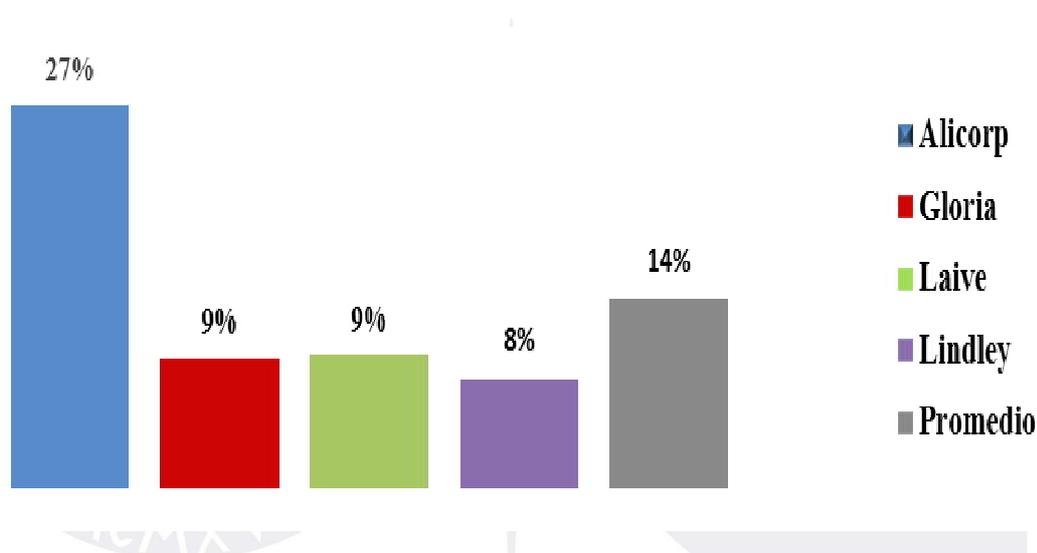


Figura 17. Apalancamiento financiero de las empresas de consumo masivo. Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

La figura 17 nos muestra el nivel de apalancamiento financiero de las empresas peruanas comparadas con el promedio del mercado, podemos observar que es Alicorp es la empresa nacional que más carga financiera tiene como consecuencia del financiamiento que gestiona hasta el 2014 esta carga está destinada a pagar mayores intereses financieros.

1.3.2 Ratios de liquidez

El análisis de las razones de liquidez nos ofrece una medición rápida y fácil para determinar la liquidez de una empresa; la relaciona con la cantidad de efectivo y otros activos circulantes con las obligaciones circulantes de la empresa (Besley y Brigman, 2011).

1.3.2.1 Capital de trabajo.

También llamado *working capital*, es la inversión de una empresa en activos a corto plazo, estos activos pueden ser efectivo, valores negociables, inventarios y cuentas por cobrar, se refiere a los activos circulantes (Besley y Brigman, 2011).

No olvidemos que una empresa no puede maximizar su valor a largo plazo a no ser que sobreviva en el corto plazo; no olvidemos que la razón principal por la que fracasan las empresas es que no son capaces de satisfacer sus necesidades de capital de trabajo (Besley y Brigman, 2011).

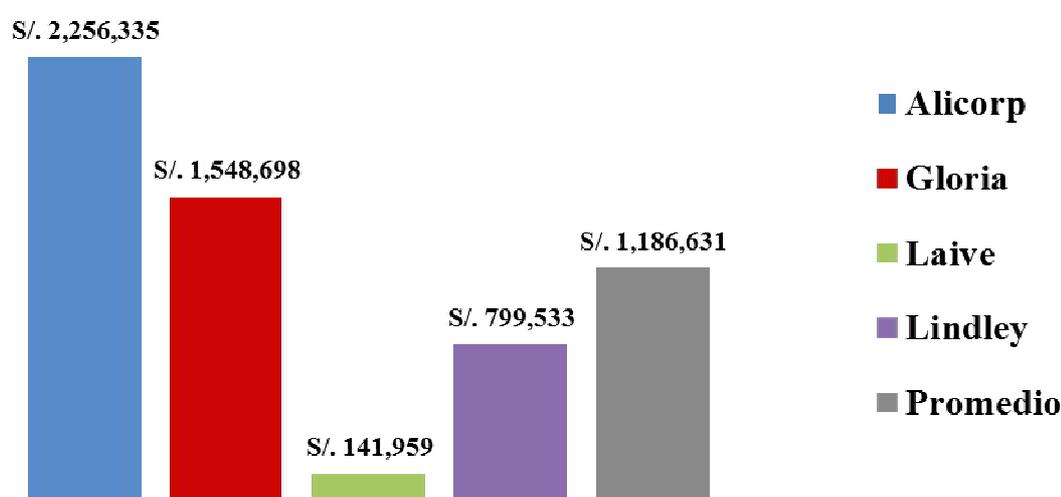


Figura 18. Capital de trabajo de las empresas de consumo masivo. Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

La figura 18 nos muestra cual es la situación de capital de trabajo de las empresas peruanas; vemos que dos empresas se ubican por encima del promedio del mercado y otras dos se ubican por debajo del mismo promedio. Esto nos indicaría que algunas empresas

estarían pasando por problemas de liquidez si el mercado se contrae, lo cual es muy peligroso en vista que no podrían cumplir con sus obligaciones de corto plazo.

1.3.2.2 Capital de trabajo neto.

En cuanto al capital de trabajo neto, Scott Besley et al (2011) lo definen como el monto de los activos circulantes financiado con pasivos de largo plazo. El capital de trabajo neto es positivo cuando el activo circulante es mayor que el pasivo circulante, lo que quiere decir que el efectivo que esté disponible a lo largo de los 12 meses siguientes será mayor que el efectivo que debe pagarse (Ross et al., 2012).

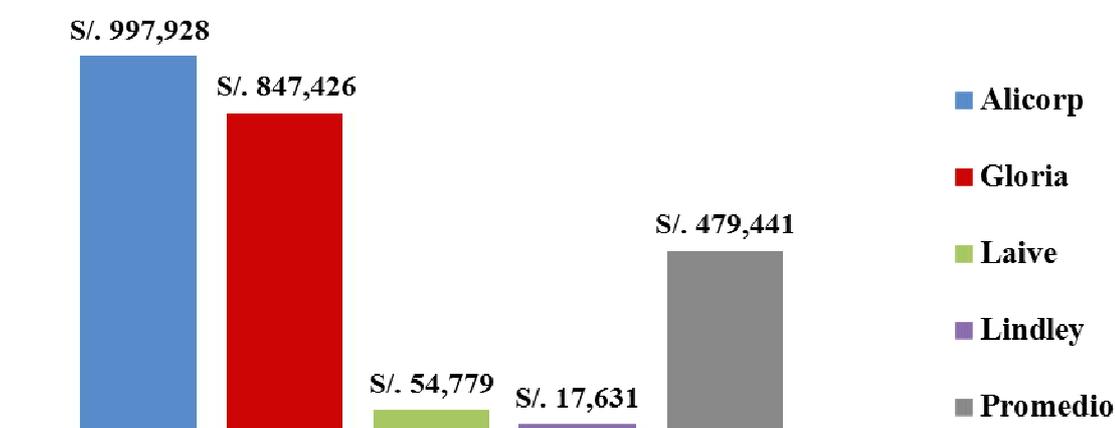


Figura 19. Capital de trabajo neto de las empresas de consumo masivo. Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

En la figura 19 podemos observar que en las empresas del mercado masivo, el activo circulante es mayor que el pasivo circulante, por lo tanto no deberían tener problemas; nos muestra además que el promedio del capital neto de las empresas que están en el sector de consumo masivo dos empresas tienen bastante holgura, sin embargo las otras dos podrían tener problemas, por lo que deberían buscar formas más económicas de financiar sus activos.

Sin embargo de manera general el efectivo en los próximos doce meses será suficiente para enfrentar sus obligaciones.

1.3.2.3 Prueba ácida.

Las empresas necesitan evaluar muy bien su liquidez, por ese motivo esta prueba se basa en que el inventario es relativamente líquido frente al efectivo, esa es la razón por la que en esta prueba se omite el inventario (Ross et al., 2012); por lo tanto son los inventarios los que tienen más probabilidad de sufrir pérdidas en caso de liquidación rápida, por lo tanto es importante realizar la medición de la capacidad de la empresa para pagar sus obligaciones de corto plazo sin depender de la venta de sus inventarios (Besley y Brigham, 2011).

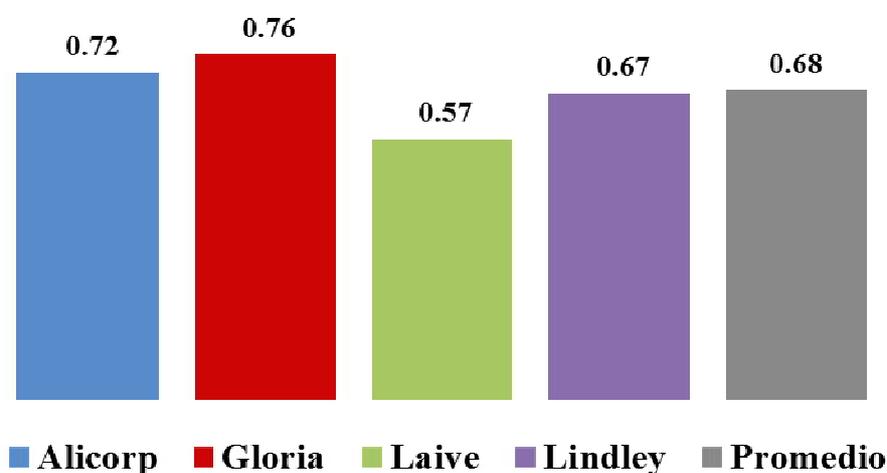


Figura 20. Prueba ácida de las empresas de consumo masivo. Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

La razón de liquidez inmediata promedio del mercado de consumo masivo es 0.68, así que el valor que presentan las empresas está dentro de un nivel que les permite enfrentar sin problemas su liquidez; podemos inferir sin lugar a dudas que el nivel de inventarios en las empresas de consumo masivo es muy bajo.

1.3.3 Administración financiera de corto plazo.

1.3.3.1 Ciclo operativo

El ciclo operativo es el tiempo que transcurre desde el inicio del proceso de producción hasta el cobro del dinero por la venta de un producto terminado (Gitman, 2003). Ross et al. (2012) definen al ciclo operativo como el periodo que se necesita para adquirir el inventario, venderlo y cobrarlo; es decir es el momento en que adquirimos el inventario hasta el momento en que cobramos el efectivo.

Este ciclo tiene dos componentes: (a) el periodo de inventario, que es el tiempo que transcurre entre la adquisición y la venta del inventario, y (b) el tiempo que transcurre para cobrar la venta se llama periodo de cuentas por cobrar (Ross et al., 2012).

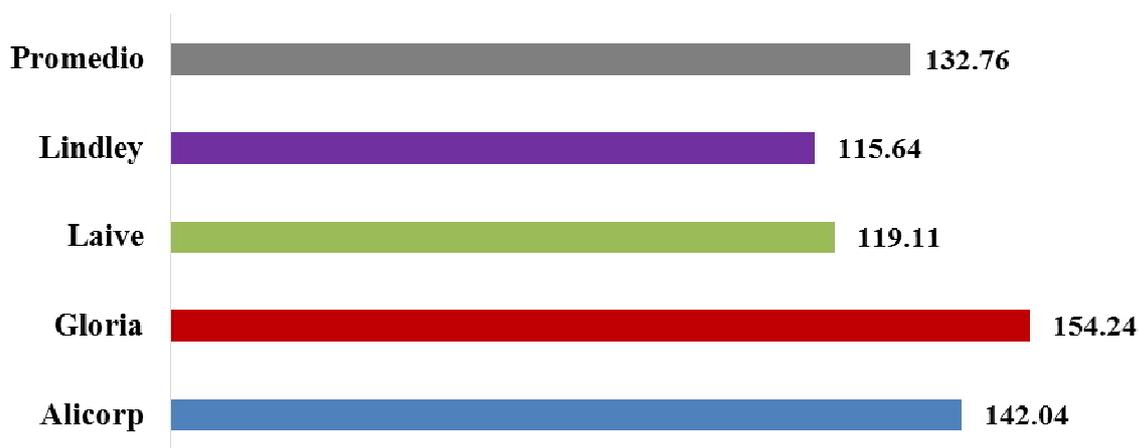


Figura 21. Ciclo operativo en las empresas de consumo masivo. Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

En la figura 21 vemos que el promedio de ciclo operativo del mercado de consumo masivo es de 133 días, es decir es el promedio de días que deberían tardar las empresas en cobrar el efectivo desde el momento que adquieren el inventario.

Observamos que son dos las empresas que están por encima de ese promedio, probablemente porque estas empresas orientan mucho más sus ventas a artículos de menor

rotación; otras dos empresas tienen mayor rotación por lo mismo de que se trata de las ventas de bebidas y frugos por lo tanto, tardan menos en cobrar el efectivo.

1.3.3.2 Periodo promedio de cobranza

Es el tiempo promedio que transcurre en cobrar las ventas; es muy importante conocer esta información porque estimaría el tiempo en que tendría efectivo en caja para poder enfrentar las obligaciones y continuar con el ciclo de producción.

Besley y Brigman (2011), definen el periodo promedio de cobranza como el tiempo promedio requerido para convertir en efectivo las cuentas por cobrar de la empresa, es decir, para cobrar el efectivo después de una venta.



Figura 22. Periodo promedio de cobranzas en las empresas de consumo masivo. Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

En la figura 22 el plazo promedio de cobro es de 53 días, en el sector consumo masivo, podemos evaluar la política de créditos de las empresas involucradas en nuestro análisis sobrepasan este promedio por lo tanto, el comportamiento de su gestión de cobros no es bueno; únicamente una empresa está por debajo de este promedio por lo tanto se debería mejorar a fin de tener mas rápido el efectivo en caja a fin de mejorar la gestión financiera.

Alicorp, Lindley y Gloria, son empresas que están sobre el promedio del mercado, Laive con un promedio de 38 días de cobro de deudas, se muestra como la más eficiente.

1.3.3.3 Ciclo de conversión de efectivo

Es la cantidad de tiempo que los recursos de una empresa se mantienen invertidos (Gitman, 2003); Court (2012), define a este ciclo, al tiempo transcurrido entre los gastos de efectivo para pagar los recursos productivos y los ingresos obtenidos por la venta de los productos, equivale también al tiempo promedio en que una U.M. permanece ligada al activo corriente.

El modelo del ciclo de conversión de efectivo se enfoca en el tiempo que transcurre entre el momento en que la empresa efectúa pagos o invierte en la producción de inventario y el momento en que recibe flujos de entrada de efectivo o percibe un rendimiento de efectivo de su inversión en producción (Besley y Brigman, 2011).

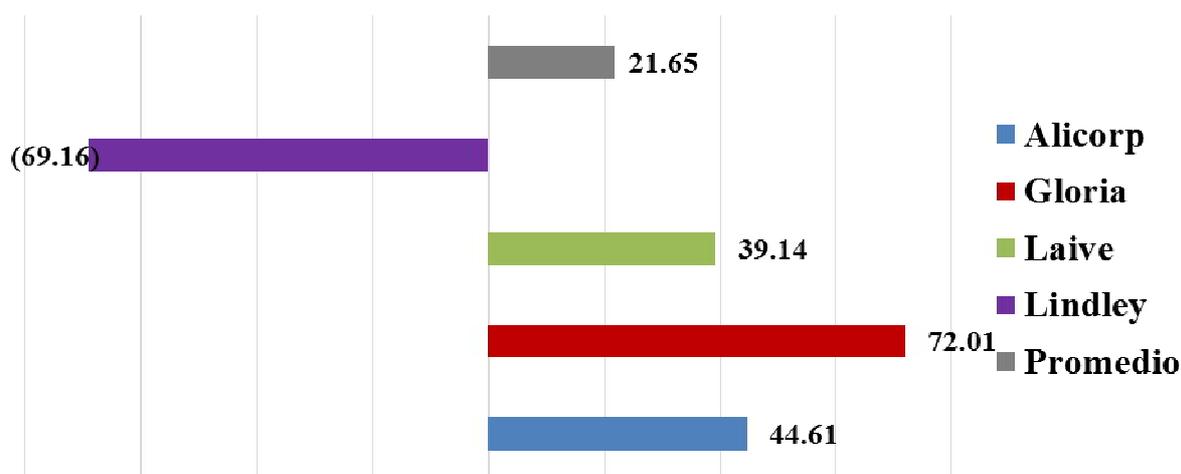


Figura 23. Ciclo de conversión de efectivo en las empresas de consumo masivo. Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

En la figura 23, este ratio nos muestra que son tres las empresas del mercado de consumo masivo las que no están teniendo problemas en recuperar su inversión y cobrar sus utilidades, Laive, Gloria y Alicorp, a pesar de que están por encima del promedio del

mercado (22 días); sin embargo observamos que Lindley es la empresa que más lentamente recupera su dinero, probablemente por el modelo de negocio que obliga a dejar sus principales productos en sus puntos de distribución y ventas.

1.3.4 Variación de los márgenes de los EERR.

El margen neto mide la utilidad que se obtiene de cada unidad monetaria de ventas; su utilidad es que al compararse con el promedio de la industria podemos determinar si las ventas son altas o bajas, o los costos son demasiados altos o ambas cosas (Besley y Brigham, 2011).

El margen operativo analiza la capacidad que tiene una empresa de producir ganancias, antes de impuestos, intereses o gastos extraordinarios, pero teniendo en cuenta todos los costos del negocio y no exclusivamente los directos; su utilidad se basa en que para mantener o mejorar los ingresos nos da información que nos permitirá tener mayores elementos de juicio a decidir entre incrementar las ventas o bien reducir los costos operativos (Buenos negocios, 2014).

El Margen bruto, relaciona las ventas menos el costo de ventas con la venta bruta; nos indica la cantidad que se obtiene de utilidad por cada U.M. de ventas, después de que la empresa ha cubierto el costo de los bienes que produce y/o vende. Indica las ganancias en relación con las ventas, deducido los costos de producción de los bienes vendidos. Nos dice también la eficiencia de las operaciones y la forma como son asignados los precios de los productos. Cuanto más grande sea el margen bruto, será mejor, pues significa que tiene un bajo costo de producción y/o ventas (Rentabilidad, 2014).

La figura 24 nos muestra que Lindley es la empresas que ha tenido más eficiencia en el costo de la producción y de sus ventas por lo tanto su margen bruto es mucho mayor a las de otras empresas que compiten en el mismo sector; Alicorp de igual manera tiene un buen desempeño en vista de que esta sobre el promedio del mercado.

Por otro lado observamos que Gloria y Laive están teniendo algunos problemas por lo que deberán mejorar su gestión en relación a sus costos y sus estrategias de ventas.

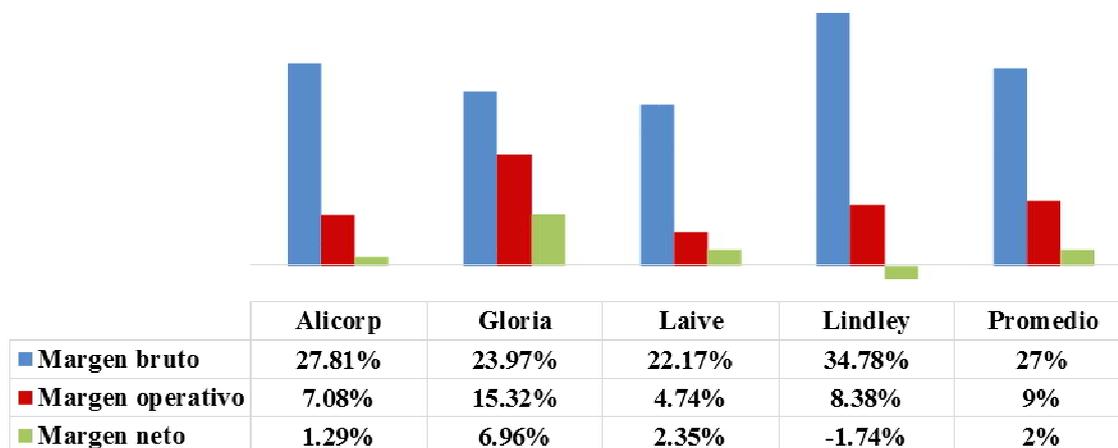


Figura 24. Variación de márgenes de los EERR.

Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

En relación al margen operativo, observamos que es Gloria la empresa que está teniendo un muy buen desempeño, es decir, su margen operativo está casi doblando el del promedio del mercado; sin embargo Alicorp, Laive y Lindley muestran un margen operativo inferior al del promedio el mercado, probablemente afectados por los riesgos de tipo de cambio y el precio de las materias primas.

El margen neto, siguiendo la misma tendencia del margen operativo y arrastrando sus consecuencias nos está mostrando a una empresa Gloria con muy buenos margen en relación al promedio del mercado, Laive, al igual que Gloria nos muestra un margen un poco superior al del mercado; en el lado opuesto de la moneda vemos que tanto Alicorp como Lindley, están teniendo problemas con sus utilidades netas, por lo que en los siguientes años deban reorientar sus estrategias para revertir estos resultados.

1.3.5 EBITDA

Este ratio nace del concepto de que debemos diferenciar el resultado de la empresa de los resultados de los negocios que lo componen, es decir una empresa puede tener tres excelentes negocios, pero financiar mal sus operaciones, ese es el motivo por el cual el EBITDA no toma en cuenta el financiamiento. Básicamente constituye un indicador aproximado de la capacidad de una empresa para generar beneficios considerando únicamente su actividad productiva, eliminando de esta manera, la subjetividad de las depreciaciones de los activos, el efecto del financiamiento y las amortizaciones, la variabilidad o arbitrio del legislador de turno en materia impositiva (impuestos) que las empresas deben enfrentar (Lorenzana, 2013). Por otro lado es necesario mencionar que un elevado EBITDA, no es necesariamente sinónimo de una buena gestión empresarial, sino de un elevado endeudamiento o de otros factores que condicionan este cálculo, por lo tanto será necesario conjugar este ratio con los demás ratios calculados para este mercado.

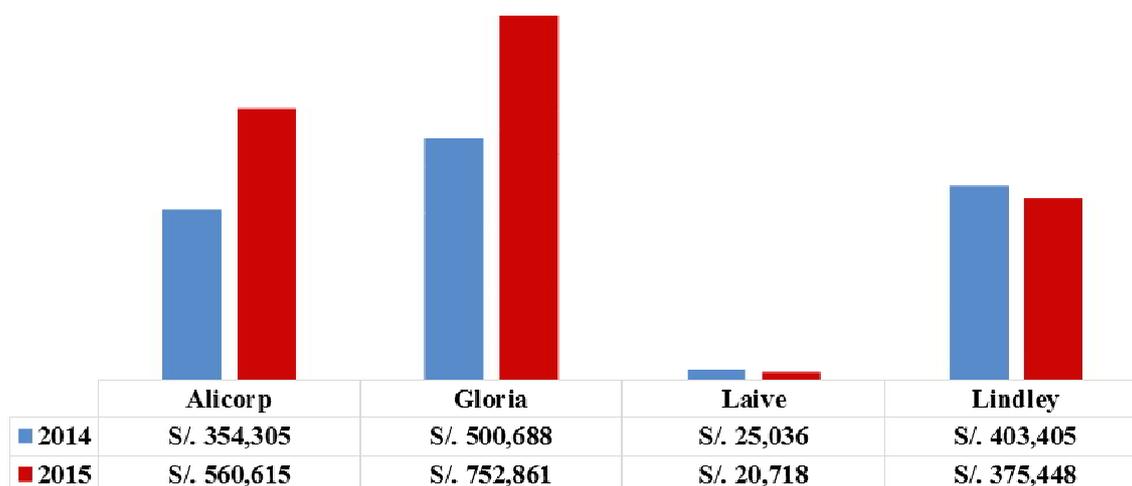


Figura 25. EBITDA del sector consumo masivo.

Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C

Los resultados de la figura 25, referentes al cálculo del EBITDA de las principales empresas que compiten en el mercado de consumo masivo, nos muestran resultados mixtos;

por un lado dos empresas han mejorado sus resultados del 2014 al 2015, y otras dos han reducido sus resultados; nos muestra que las empresa Gloria y Alicorp han incrementado su EBITDA del 2014 al 2015, en 63% y 67% respectivamente, mientras que Laive y Lindley retrocedieron en 17% y 8%, en el mismo orden. De estos resultados podemos deducir que en los últimos dos años Gloria y Alicorp han mejorado su capacidad productiva, mientras que Laive y Lindley han sufrido el deterioro de este aspecto en su negocio.

1.3.6 Análisis Dupont

La idea de esta metodología de análisis, es lograr un mayor detalle al estudiar en partes una sola razón y convertirla en dos o más razones vinculadas; se calcula el rendimiento de los activos totales, al multiplicar el margen de la utilidad neta por la rotación de los activos totales (Besley y Brigham, 2011). Este método también es conocido como rendimiento sobre activos totales y mide la eficiencia de la empresa en el aprovechamiento de los recursos involucrados en ella.

El sistema DUPONT es una de las razones financieras de rentabilidad más importantes en el análisis del desempeño económico y operativo de una empresa; en vista de que integra o combina los principales indicadores financieros con el fin de determinar la eficiencia con que la empresa está utilizando sus activos, su capital de trabajo y el multiplicador de capital (apalancamiento financiero); reúne el margen neto de las utilidades, la rotación de los activos totales de la empresa y de su apalancamiento financiero (Sistema Dupont, 2015)..

Estas tres variables son las responsables del crecimiento económico de una empresa, la cual obtiene de sus recursos, de un buen margen de utilidad en las ventas, o de un uso eficiente de sus activos fijos lo que supone una buena rotación de estos, lo mismo que la efecto sobre la rentabilidad que tienen los costos financieros por el uso de capital financiado para desarrollar sus operaciones (Sistema Dupont, 2015).

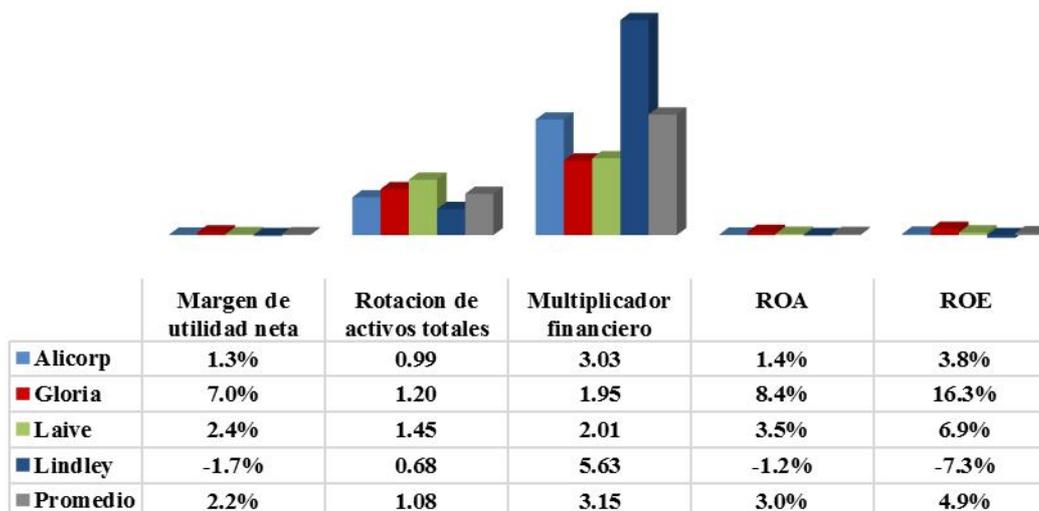


Figura 26. Análisis Dupont del sector consumo masivo.

Tomado de los Estados Financieros de la SMV. Recuperado de

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

La figura 26 nos muestra los resultados el Análisis Dupont, podemos observar que el ROA de Alicorp y Lindley está por debajo del promedio, por lo que estas empresas deberán mejorar su desempeño en la gestión estableciendo claramente sus metas en relación al margen de la utilidad neta y sus metas de rotación de activos.

En relación al ROE, Gloria y Laive, están por encima del promedio del mercado lo que es bueno, podemos observar que están dando mayor valor a las inversiones, el multiplicador financiero nos indica que sus deuda están generando mayor valor a los inversionista, sin embargo, Laive deberá de mejorar este ratio de lo contrario los inversionistas podrían verse opuestos a seguir invirtiendo en esta empresa. Alicorp y Lindley, muestran resultados muy deficientes en relación al promedio del mercado, el multiplicador financiero de Alicorp está en el mismo nivel que el del promedio del mercado y el de Lindley, está muy alto en comparación al mercado esta situación se podría estar dando por razones un excesivo endeudamiento financiero.

1.4 Conclusiones

- 1.4.1 En un entorno internacional volátil e inestable, las ventas en el mercado internacional, específicamente en el sector de consumo masivo en los cuatro últimos cuatro años ha decrecido; las principales empresas transnacionales han replanteado sus estrategias, las que se ha centrado en rediseñar sus portafolios de inversión, marcas y productos durante los años 2014 y el 2015; estos ajustes se han centrado en desprenderse de las marcas y productos que no les está dando valor y que no estén alineadas con el *core business* de la empresa.
- 1.4.2 En relación al consumo masivo en el mercado nacional, en un entorno económico global desfavorable, las ventas han ido creciendo en los últimos cuatro años; sin embargo, a pesar de este crecimiento constante, las principales empresas peruanas están alineándose con la estrategia global, es decir desprendiéndose de aquellas marcas y productos que no les está dando valor y que no estén alineadas con sus *core business*.
- 1.4.3 La tendencia al crecimiento de las ventas para los siguientes cuatro años, en el sector consumo masivo nacional, son alentadoras; las estimaciones de las principales instituciones dedicadas a estudiar los mercados comerciales nacionales nos indican que el mercado de consumo masivo interno se va a fortalecer y la demanda seguirá en aumento; los análisis y los indicadores económicos y comerciales nos señalan que la tendencia en los próximos años será al crecimiento, claro está, esta tendencia depende directamente del fortalecimiento de la economía nacional.
- 1.4.4 La tendencia creciente de las utilidades obtenidas por las compañías peruanas en los últimos cuatro años en el mercado latinoamericano, así como, las perspectivas de crecimiento del PBI y del consumo interno en los principales mercados de América Latina (Argentina y Brasil) e indicadores macroeconómicos clave para la industria de

consumo masivo en la cual se desarrolla, muestran un escenario favorable que nos permite afirmar que la tendencia de las ventas son positivas.

1.4.5 La estructura financiera del mercado de consumo masivo en nuestro país nos muestra que de la deuda total (pasivo + patrimonio), el margen de patrimonio es 43 %, el margen del pasivo es del 57 % y el margen del pasivo financiero constituye el 37.5 %; no podemos afirmar si este resultado es bueno o es malo, simplemente esta apreciación dependerá de los resultados de la gestión. Será bueno cuando los resultados son positivos y será malo cuando los resultados son negativos; por otro lado, igualmente, no podemos determinar si los márgenes son buenos o malos comparado con el mercado internacional en vista de que no se dispone de referencias internacionales, pero si podemos afirmar con absoluta seguridad que esta información se usara como referencia durante el proceso de toma de decisiones financieras y gerenciales en las empresas dedicadas al consumo masivo en nuestro país.

1.4.6 Las empresas que están en el mercado de consumo masivo viven un evidente proceso de rediseño de sus áreas críticas, particularmente en la cobertura de sus materias primas y cobertura ante la inestabilidad del tipo de cambio, para hacerlas más eficientes, rentables, y enfrentar con éxito la inestabilidad mundial coyuntural, con la finalidad de que no afecten significativamente las utilidades y darle más valor al negocio.

1.4.7 Los resultados del EBITDA, nos muestran resultados mixtos, la tendencia en el mercado de consumo masivo es al crecimiento en las ventas, y con un entorno nacional donde la economía del país tiende a obtener los mejores resultados latinoamericanos; la productividad de las empresas debe aumentar significativamente en los siguientes años. Para obtener mejores resultados, las empresas del sector consumo masivo deberán reducir costos y gastos, por lo tanto deberían ser mucho más prudentes y rígidas con los sobrecostos financieros y productivos; paralelamente los CFO y CEO deberán estar

muy atentos a las tendencias y nuevo ritmo de las variables que afectan los resultados de estos cálculos de producción.

1.4.8 Los gastos financieros generados por el endeudamiento financiero, sumados a los ingresos menores a los esperados por la desaceleración económica de los dos últimos años, han ocasionado una disminución de las utilidades netas de las empresas más importantes del consumo masivo del país. Las informaciones de los EEFF nos dan evidencias de que los golpes más fuertes a la utilidad neta para las empresas del sector como: Alicorp, Lindley, y Gloria, provienen de sus propios gastos financieros, los cuales en una gran proporción se deben por el pago de intereses de bonos corporativos a corto plazo.

1.4.9 En sus estrategias las empresas que compiten en el mercado de consumo masivo, específicamente en su estructura financiera deberán contemplar la desaceleración de sus procesos de adquisiciones, esa es la tendencia mundial, para consolidar la posición de las nuevas empresas y reducir el nivel de apalancamiento; por lo tanto no esperamos nuevas adquisiciones que sorprendan al mercado masivo en el corto plazo.

Capítulo II: Análisis de la Empresa

El presente capítulo tiene como finalidad valorizar a la empresa Alicorp. Para ello se ha revisado y analizado la información financiera de la empresa durante los últimos 05 años, vale decir desde el 2011 al 2015. Con dicha información se han calculado los principales ratios financieros, y se han determinado aspectos clave dentro del *core* del negocio, como son: (a) el capital de trabajo, (b) la composición de la deuda financiera (c) la tasa de descuento, (d) la estructura de capital, y (e) la posible emisión de acciones, entre otros.

Para ello, ha sido importante describir el inicio de la empresa Alicorp en el Perú, y como ha incursionado en países vecinos, ello permitirá establecer los planes de la empresa y definir los objetivos estratégicos de la misma. Asimismo se describirán los 03 negocios que maneja la empresa, estos son: consumo masivo, producto industrial y nutrición animal.

Para realizar la valorización de la empresa Alicorp, se realizará una proyección a 05 años del Flujo de Caja Libre. El periodo a considerar es del 2016 al 2020. Para realizar la proyección del Flujo de Caja Libre mencionado, se establecerán los supuestos necesarios para estimar las ventas, costo de ventas, gastos operativos, CAPEX y capital de trabajo de la empresa en mención, para determinar finalmente el Valor Actual Neto (VAN) y el valor de la acción.

Es preciso acotar, que para calcular el VAN de la empresa Alicorp, se considera el Flujo de Caja Libre descontado, es decir, usando el costo de capital promedio ponderado (CCPP) como factor de tasa de descuento. Para calcular dicha tasa, como se mostrará más adelante, se utiliza la metodología del Capital Asset Pricing Model (CAPM), y además contar con información de tasa libre riesgo, tasa de riesgo país y la prima de mercado, entre otros.

Finalmente se realizará un análisis de riesgo, mediante el cual se sensibilizarán los principales supuestos que componen el Flujo de Caja Libre y que ya han sido mencionados, con el objetivo de evaluar cómo mejorar el valor de la empresa.

2.1 Descripción de la Empresa

Alicorp, el más grande productor de alimentos y bienes de consumo del Perú, es una de las empresas peruanas con mayor trayectoria en los últimos tiempos, es considerada una empresa Multilatina y a través de sus numerosos productos de consumo masivo, está presente en la mayoría de los hogares.

Alicorp (2013) es una empresa que se describe como:

1. Compañía líder en la producción y comercialización de productos de consumo masivo en Perú y Sudamérica.

Cuenta con 03 segmentos de negocio, estos son: (a) consumo masivo, (b) productos industriales, y (c) nutrición animal.

2. Se encuentra expuesta a mercados altamente atractivos, con economías e industrias de fundamentos sólidos.

Debido a que Alicorp posee una plataforma de gran alcance geográfico, se ha convertido en una compañía líder regional y diversificada. Más del 60% de las ventas se realiza en Perú, le siguen Argentina, Ecuador, Chile, Brasil y otros.

3. Cuenta con un portafolio de productos de alta calidad con marcas altamente reconocidas y gran penetración de mercado.

Alicorp posee uno de los portafolios de productos diversificados más eficientes de la industria con un liderazgo de marcas inigualable en el Perú, ocupando la posición #1 en más de 09 categorías.

4. Posee una extensa e inigualable red de distribución en todo el Perú.

La red de distribución que opera en Perú es difícil de replicar. Posee una extensiva plataforma de distribución en Perú.

5. Cuenta con un portafolio de productos diversificado con presencia en los segmentos de los consumidores más importantes y está presente en todos los niveles socioeconómicos.

Alicorp ha segmentado el mercado en: (a) premium, (b) estándar, y (c) económico.

Siendo que la segmentación del mercado y consumidores permite una estrategia de precios más eficiente, compensando así el incremento de los precios de las materias primas.

6. Es un ejemplo de exitoso historial de crecimiento orgánico e inorgánico que ha permitido un consistente flujo de efectivo y rentabilidad.

Alicorp ha mostrado a partir del 2004 crecimiento inorgánico, a través de las fusiones y adquisiciones (locales e internacionales). El crecimiento orgánico está enfocado en las plataformas de las categorías *core* y adyacentes.

A continuación, se describe brevemente la historia de la empresa y sus planes estratégicos.

2.1.1 Breve historia

Alicorp se inicia en 1971, cuando el Grupo Romero adquiere Anderson Clayton & Company. Dicha empresa producía aceites y grasas comestibles, y durante el mismo año, la empresa cambió su razón social y fue conocida como Compañía Industrial Perú Pacífico (CIPPSA). Luego de 22 años, CIPPSA se fusionó con otras empresas pertenecientes al Grupo Romero, estas eran: Calixto Romero S.A. y Oleaginosas Pisco S.A., las cuales también producían aceites, grasas comestibles, y jabón de lavar (Alicorp, 2014y).

Continuando con la expansión, en 1995 CIPPSA adquirió La Fabril S.A y absorbió Consorcio Distribuidor S.A. Además, cambiaron nuevamente de razón social y pasaron de ser CIPPSA a Consorcio de Alimentos Fabril Pacífico. En 1996 se adquiere Nicolini Hermanos S.A. y Compañía Molinera del Perú S.A., ambas empresas dedicadas

principalmente a la producción y comercialización de harinas y fideos. Al año siguiente, cambia la razón social por Alicorp S.A.A (para el presente documento llamado Alicorp) (Alicorp, 2014y).

En año 2004, Alicorp adquiere la empresa Lamborghini y en 2005 las marcas: jabón Marsella, Opal, y Amigo. Es en este año, que los productos que se fabrican en el Perú comienzan a ser exportados a otros países.

En 2006 adquirió ASA Alimentos y Molinera Inca. Dos años después adquirió la empresa colombiana Propersa y la argentina The Value Brand Company. En 2010 hizo lo propio con la empresa argentina Sanford.

En 2012 expande su negocio de nutrición animal mediante la adquisición de la empresa chilena Salmofood. En 2013 adquiere la empresa Industrias Teal S.A., más conocida como Sayón. Una de las últimas adquisiciones, llevada a cabo en 2014, fue la empresa productora de cereales y barra Global Alimentos, representada por su marca Ángel (Alicorp, 2014y).

Alicorp se encuentra presente no solo en el Perú, realiza operaciones en Argentina, Brasil, Chile, Ecuador, y Colombia; además cuenta con oficinas comerciales en Centroamérica. En la Figura 27 se observa que en Argentina, Alicorp cuenta con nueve plantas industriales, en cambio en Brasil existe únicamente una planta industrial. Por el lado de los almacenes, en Brasil se cuenta con 11 almacenes, lo que le permite tener una sólida distribución minorista y de supermercados. En Ecuador existe una planta de nutrición animal. Por el lado de cobertura del mercado, en Brasil se concentra el 65%. En Argentina hay una amplia presencia en zonas rurales y además se encuentra la Plataforma de cuidado personal.



Figura 27. Presencia de la cadena de suministro de Alicorp en la región.

Tomado de “Alicorp: Presentación Corporativa,” por Alicorp, 2013, p. 11. Recuperado de http://www.alicorp.com.pe/alicorp/content/inversionistas/pdf/hechos/Alicorp_Corporate_Presentation_2Q13ESP.pdf

2.1.2 Estrategia de la empresa

Dentro de la estrategia de la empresa se pueden destacar la visión y misión de Alicorp (2014x).

Visión. Nuestra visión al 2021 es triplicar el valor de la compañía, lo que significa alcanzar metas a través de una estrategia de crecimiento orgánico e inorgánico a largo plazo.

Misión. Creamos marcas líderes que transforman mercados generando experiencias extraordinarias en nuestros consumidores. Estamos en constante movimiento buscando innovar para generar valor y bienestar en la sociedad.

Valores. Dentro de la estrategia de la empresa se pueden destacar también los valores de Alicorp (2014x).

1. Lideramos con pasión: Somos líderes apasionados en todo lo que hacemos. Somos personas emprendedoras, con espíritu ganador y coraje, lo que nos moviliza a innovar y transformar mercados.
2. Estamos conectados: Sentimos los objetivos de la organización como propios y los cumplimos con altos estándares de excelencia y responsabilidad. Trabajamos siempre como un equipo y nos desafiamos al máximo sabiendo que con nuestro trabajo contribuimos a generar valor y bienestar para las personas.
3. Actuamos con agilidad y flexibilidad: Somos un equipo ágil y flexible, sabemos tomar riesgos, aprendemos de nuestros errores, y celebramos nuestros éxitos con humildad.
4. Confiamos: Vivimos en un ambiente en el cual las personas se sienten seguras de expresar lo que piensan. Confiamos genuinamente en nuestra gente y su talento, y los empoderamos para la mejor toma de decisiones.
5. Respetamos: Somos íntegros y honestos. Respetamos a nuestra gente, clientes, consumidores, medioambiente, y la comunidad en la que vivimos. Acogemos diferentes puntos de vista y nos comunicamos de manera clara.

De acuerdo con Alicorp (2015), en la Tabla 2 se visualiza la estructura organizacional de la empresa.

Tabla 2

Estructura de Alicorp

Nombre	Cargo
Alfredo Pérez Gubbins	Gerente general
Pedro Malo Rob	Vicepresidente de finanzas, administración y sistemas corporativos
Jaime Eduardo Butrich Velayos	Vicepresidente de Supply Chain corporativo
Hugo Carrillo Goyoneche	Vicepresidente de negocio de productos industriales
Patricio David Jaramillo Saá	Vicepresidente de negocio de consumo masivo Perú
Salvador Renato Falbo	Vicepresidente de consumo masivo internacional
Paola Ruchman Lazo	Vicepresidente de recursos humanos corporativo

Nota. Tomado de “Memoria Anual 2014 de Alicorp S.A.A.,” por Alicorp, 2015, p. 27. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/hhii/B30006/20150302084601/MEMORIA32ANUAL322014.PDF>

2.1.3 Breve descripción de productos y servicios

Alicorp (2013) es una empresa con tres negocios:

1. Negocio Consumo Masivo

Es considerado el negocio más representativo para la empresa. Tiene como característica principal, estar dirigido hacia el consumidor final. Abarca 131 marcas, distribuidas en las siguientes líneas de negocio en el Perú:

- Aceites
- Margarinas
- Mayonesa / Salsas
- Galletas
- Fideos
- Refrescos
- Harinas domésticas

- Gelatinas
- Jabón de lavar
- Detergentes

2. Negocio Producto Industrial

Enfocado únicamente en el mercado nacional y dirigido hacia los food-service y panificadoras. Conocido como B2B. Cuenta con 33 marcas, y están distribuidas en las líneas de negocio:

- Harina industrial
- Pre-mezcla
- Grasas industriales
- Aceites

3. Negocio Nutrición Animal:

Ha presentado un crecimiento fuerte en los últimos años, logrando reducir el porcentaje de participación de los negocios de consumo masivo y producto industrial. Las líneas de negocio son: (a) alimento para peces y (b) alimento para camarones; siendo las marcas principales Nicovita y Salmofood.

Alicorp (2013) además de los negocios mencionados, posee las siguientes Plataformas

Core:

- Fideos / Farináceos
- Aceites
- *Home Care* – Cuidado del Hogar
- *Personal Care* – Cuidado Personal
- Panificación
- Salsas
- Galletas

- Culinarios

Una plataforma es un portafolio de productos que comparten la misma tecnología, esto le permite a Alicorp utilizar economías de escala entre los distintos productos, así como diseñar planes de marketing y reducción de costos. Guiándose de las características de una plataforma, la empresa puede identificar las posibles empresas a adquirir.

En la Tabla 3 se observa que el negocio de consumo masivo representa un 65% de los ingresos, seguido de nutrición animal con un 22% y finalmente producto industrial con 13%.

Tabla 3

Ingresos por Tipos de Productos de Alicorp (en %)

Negocio	Consumo masivo	Nutrición Animal	Producto Industrial
Ingresos	65	22	13

Nota. Tomado de “Alicorp: El mercado internacional es clave para su recuperación. *Semana Económica*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/articulo/sectores-y-empresas/consumo-masivo/180207-alicorp-el-mercado-internacional-es-clave-para-su-recuperacion/>

Alicorp (2013x) realiza sus ventas principalmente en el mercado nacional pero también exporta sus productos a los siguientes países: Chile, Colombia, Costa Rica, Cuba, Curazao, España, Estados Unidos, Guatemala, Haití, Honduras, Japón, Nicaragua, Países Bajos, Pakistán, Panamá, Paraguay, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

La composición de los ingresos de Alicorp otorga un 60.5% a Perú, 12.6% a Ecuador, 9% a Chile, 8.6% a Argentina, 6.5% a Brasil y 2.8% a otros.

2.1.4 Breve descripción de los planes de la empresa

Alicorp (2014z) establece los siguientes planes, que deberán ser concretados para el 2021:

1. Triplicar el tamaño de la compañía en el 2021 y lograr una facturación de US\$ 5,000 MM a diciembre del 2021.

A largo plazo, Alicorp planea crecer de la mano con la clase media de América Latina, a través del contacto con sus clientes, logrando anticiparse a la demanda.

2. Lograr que el cincuenta por ciento (50%) de la facturación total provenga del negocio internacional.
3. Ubicarse en el Top 10 en productos de consumo masivo de Latinoamérica.
4. Duplicar el volumen que generen las Plataformas Hogar y Cuidado Personal.
5. Considera también que, enfocándose principalmente en sus consumidores y clientes, logrará:
 - Posicionar a Alicorp como una compañía que genera valor y bienestar en la sociedad, a través de un compromiso con el desarrollo económico y social de los Países donde opera.
 - Innovar y desarrollar nuevos negocios / productos para lograr el crecimiento orgánico en sus plataformas.
 - Hacer más ágiles y eficientes todas sus operaciones, vía la automatización y mejora de procesos para crear valor incremental.
 - Fortalecer la relación con consumidores a través del conocimiento de sus necesidades, el desarrollo de propuestas de valor únicas y diferentes y la llegada efectiva a través de canales relevantes.
 - Contar con talento alineado a sus valores en todos los niveles de la organización para desarrollar e incrementar los planes de negocio.

2.1.5 Objetivos estratégicos

Los objetivos estratégicos de Alicorp (2014x) son:

1. Potenciar el crecimiento orgánico de la empresa, a través de:
 - Lanzamiento de nuevas marcas en negocio de consumo masivo y B2B, por ejemplo durante el 2015 se lanzaron 16 nuevas marcas.
 - Consolidación de los sistemas de distribución en el negocio de Consumo Masivo Internacional.
 - Incremento de clientes en el negocio de Acuicultura.
 - Rebalanceo de portafolio de harinas en el negocio B2B.
2. Recomposición de su portafolio de marcas.
 - Alicorp, al igual que muchas empresas pertenecientes al sector de consumo masivo a nivel mundial, ha visto la necesidad de vender aquellas líneas de negocio que no pertenezcan a la plataforma core del negocio y en las que no presenten ventajas competitivas, con el objetivo de adquirir efectivo e invertirlo en aquellas líneas de negocio que contribuyan a cumplir, la meta planteada para el 2021, que es la de triplicar el tamaño de la compañía. Las plataformas claves de Alicorp son: oleaginosas, farináceos, cuidado del hogar, salsas, panificación y acuicultura
3. Re-perfilamiento de deuda

La empresa Alicorp tomó dicha decisión debido a la depreciación del tipo de cambio ocurrida a fines del 2014 y durante todo el 2015. Hace 03 años Alicorp emitió bonos en dólares a 10 años con el fin de financiar sus adquisiciones. Debido a la depreciación del tipo de cambio, reacomoda su deuda, mediante una recompra de los bonos en dólares emitidos en el 2013, para financiar dicha recompra emitió bonos en soles el 2015. Es así que reemplaza sus pasivos en moneda extranjera por pasivos en moneda local.

4. Consolidar las adquisiciones efectuadas.

Utilizando su experiencia con el relanzamiento de marcas, Alicorp busca potenciar las empresas adquiridas en los últimos años. Un claro ejemplo de ello es lo que realizó con la marca Opal, proveniente de Unilever. Dicha marca tenía poca inversión en publicidad, y al ser adquirida por Alicorp se realizaron extensivas inversiones en publicidad, logrando mejorar la plataforma de detergentes.

Alicorp considera una fortaleza el contar con un equipo interno en adquisiciones, y si bien es cierto su labor culmina con el cierre de la adquisición, no se debe descuidar el posicionamiento de las marcas adquiridas dentro de las plataformas core del negocio.

5. Mejorar los márgenes operativos

Según Avellaneda (2015), Alicorp se encuentra enfocada en la integración de sus operaciones en Perú, Brasil, Ecuador, Argentina, Chile y Colombia con el fin de generar ahorros. Además se están realizando mejoras en los procesos productivos utilizando las inversiones en ampliaciones de planta, todo ello con el fin de optimizar los niveles de operación que permitan ahorrar costos e incrementar el margen operativo.

6. Reducir el nivel de capital de trabajo

Alicorp plantea un manejo eficaz del capital de trabajo, y para ello, busca enfocarse en la optimización de los inventarios.

7. Utilizar coberturas de derivados más simples

Durante el 2014, Alicorp fue muy activo en sus operaciones de cobertura (se utilizaron opciones call y put), es por ello que al fluctuar el precio de las materias primas, entre ellas el trigo, y ello aunado a una toma de riesgos que no respeto las políticas de Alicorp y no fue identificada ni contenida a tiempo al fallar los controles adecuados, se incurrieron en pérdidas importantes para la empresa. A raíz de dicho evento, Alicorp ha decidido implementar mayores controles y reestructurar algunas funciones financieras.

2.2 Análisis de la Estructura de Capital

2.2.1 Estructura de capital óptima y análisis de riesgos

La estructura de capital óptima se basa en establecer cuál es el grado de apalancamiento financiero óptimo de la empresa. Teniendo en consideración factores como el costo de la deuda, costo de capital accionista y el riesgo que impone altos niveles de apalancamiento. Estas consideraciones se basan en factores de calificación basados en ratios propios de la empresa como son: Deuda sobre EBITDA y EBITDA sobre intereses.

Alicorp es una empresa que ha sufrido de considerablemente el impacto del alza de los precios de los commodities internacionales como la harina y el trigo. A diciembre de 2015, la compañía cuenta con una deuda financiera total de S/.2,089 millones, disminuyó en 30% respecto al cierre de 2014, evidenciando una mejoría respecto de 2014 sobre 2013, donde el incremento de deuda fue de 45.3%, debido a las mayores necesidades de caja y a las obligaciones contraídas por las operaciones de derivados principalmente. La Figura 28 muestra como elevó su grado de endeudamiento respecto a los años anteriores.

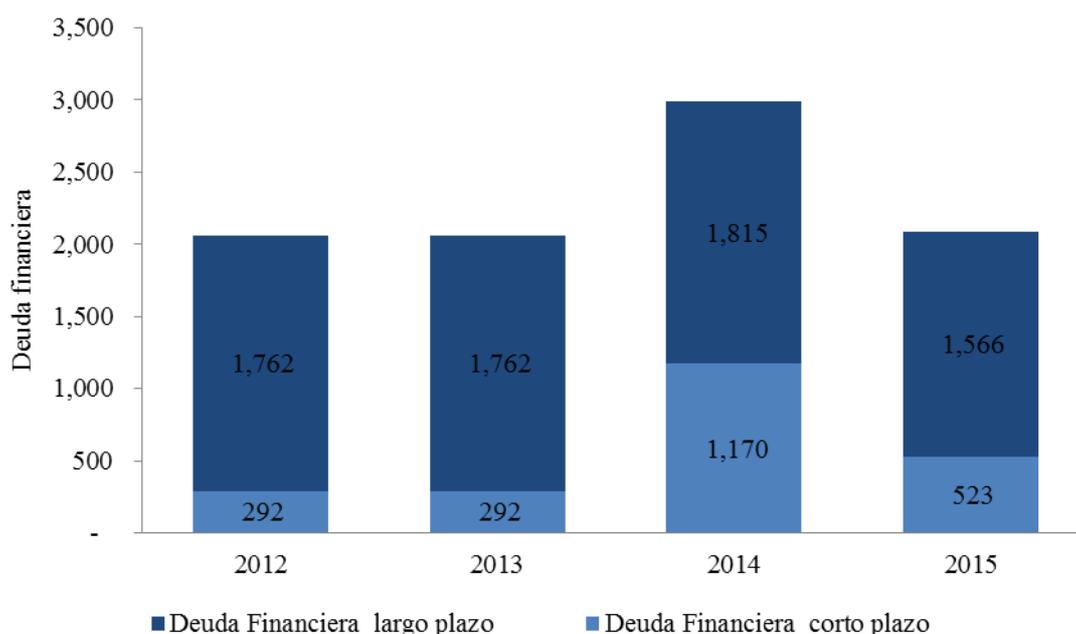


Figura 28. Pasivos financieros de la compañía (Millones S/.).

Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL),

2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

Uno de los factores a considerar luego de un incremento de deuda, sería el comportamiento del EBITDA, para saber si el apalancamiento viene acompañado con el valor de la empresa. La Figura 29 muestra que el ratio de deuda sobre EBITDA ha incrementado, poniendo a la empresa en una posición desfavorable frente a una estructura de capital óptima.

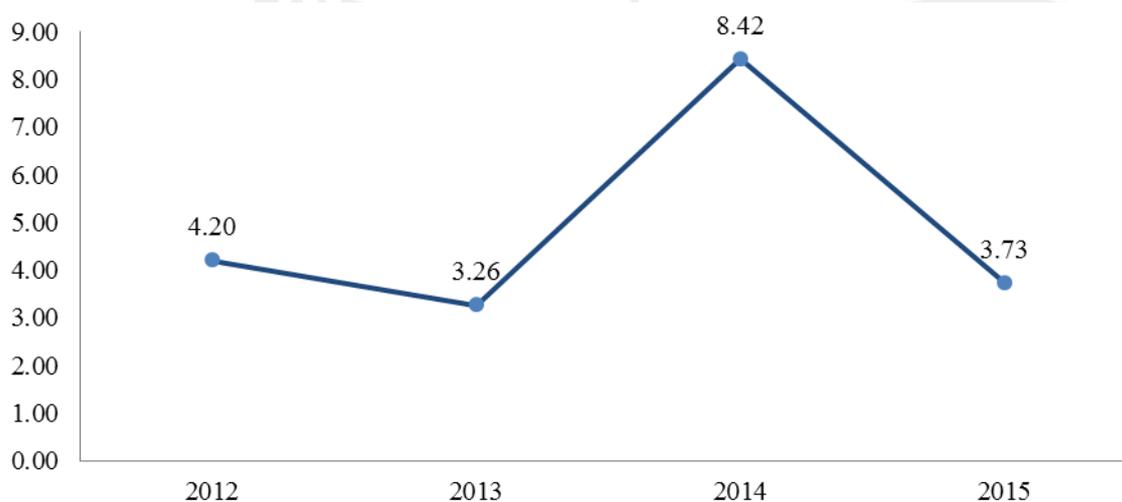


Figura 29. Ratio deuda financiera / EBITDA.

Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

Para determinar la estructura de capital óptima se tiene que analizar el ratio de EBITDA sobre intereses, porque no solo es relevante analizar el volumen de la deuda, sino el costo financiero que tiene la empresa, es decir, donde se pueda medir el impacto de deuda con moneda extranjera. La Tabla 4 evidencia que no ha ocurrido una recuperación del ratio frente a 2014, y se debe resaltar que aún no se encuentra en rangos normales de una empresa con calificación AAA [grado de calidad de inversión óptima]. A febrero de 2016 se puede afirmar que la empresa se encuentra con calificación BBB [inversión satisfactoria] (“Fitch Ratificó,” 2016). Alicorp tendría que superar el ratio en 4 veces para que vuelva a ser considerada AAA.

Tabla 4

Ratio de Ebitda/ Interés de Alicorp

Estructura de capital	2012	2013	2014	2015
EBITDA (Millones S/.)	488.658	403.234	141.726	560.615
Interés (Millones S/.)	45.235	80.505	120.513	366.652
Grado de apalancamiento (%)	60	61	69	64
EBITDA/ intereses	10.80	2.82	2.94	1.53

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

Luego de analizar los ratios de endeudamiento, podemos mencionar que tanto el ratio de EBITDA sobre Intereses y Deuda sobre EBITDA, no están acorde a la calificación que exige el mercado para Alicorp, el primero debería manejarse alrededor de 5x y el segundo

entre 2.5x – 3x. Por los motivos antes mencionados se va analizar las implicancias de estos ratios, frente a la estructura de capital óptima que debe manejar Alicorp.

El cálculo de la estructura de capital óptimo se basa en analizar, cual es la estructura que genera mayor valor para la empresa, cabe resaltar que esta estructura optima no guarda ninguna relación con la proyección de flujo de caja. En 1952 en una conferencia *de National Bureau of Economic Research*, un profesor del MIT, David Durand, menciona que el valor de la empresa es independiente de su estructura de capital. Esta afirmación sería válida si solo consideramos que el valor de la empresa, se basa en la generación de flujos que pueden aportar los activos, en parte esto es correcto pero nos falta considerar la tasa de descuento. El valor de la empresa se calcula descontando la proyección de flujos futuros a una tasa llamada, costo ponderado de capital o sus siglas en inglés (WACC). La estructura de capital óptimo interviene en el cálculo del costo ponderado de capital (CCPP), de esta manera es como interviene en la relación de valor para Alicorp. La Tabla 5 muestra la relación de los drivers que afecta la estructura de capital en el cálculo del costo promedio ponderado (CCPP) (Durand, 1957)

Tabla 5

Relación drivers de estructura de capital

Drivers	Relación de drivers
CCPP	$\% \text{ Deuda} \times K_d \times (1 - T) + \% \text{ Patrimonio} \times K_e$
Beta apalancada	$\text{Beta desapalancada} \times (1 + (1 - t) \times (\text{pasivo} / \text{patrimonio}))$
K_d	Se ve afectado por la calificación de la empresa
K_e	Se ve afectado por el Beta apalancado
$\% \text{ Deuda}$	Deuda / total activos
$\% \text{ Patrimonio}$	1- $\% \text{ Deuda}$
Estructura de capital	Deuda / Patrimonio

Nota. Adaptado de “Growth Stocks and the Petersburg Paradox”. *Journal of Finance* vol XII n°3 sept. Págs.: 348-363”. Recuperado de <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/mon/17.pdf>

Podemos hacer un primer análisis de estructura de capital óptima, solo considerando grado de endeudamiento ($\% \text{ deuda}$), según se muestra en la Tabla 6. Donde se evidencia que

más endeudamiento, mayor valor para la empresa, ya que el costo de la deuda siempre va ser inferior al costo de capital accionista. Cabe resaltar que este análisis no considera el riesgo de tener un apalancamiento tan alto. Actualmente el grado de apalancamiento de Alicorp es 64.2%.

Tabla 6

Sensibilidad estructura de capital óptimo sin riesgo

% Deuda	Costo deuda	Beta Apalancado	Costo de Capital	CCPP	Valor de la acción
55.0%	5.8%	1.35	14.44%	8.78%	5.80
60.0%	5.8%	1.50	15.25%	8.59%	6.18
64.2%	5.8%	1.65	16.10%	8.43%	6.53
70.0%	5.8%	1.93	17.67%	8.21%	7.05
75.0%	5.8%	2.28	19.60%	8.02%	7.56
80.0%	5.8%	2.79	22.50%	7.82%	8.14

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

El riesgo dentro de la estructura de capital óptima se puede medir, bajo los ratios de endeudamiento que valora el mercado, tener indicadores de Deuda sobre EBITDA superiores a 4x significa que las próximas emisiones de deuda pueden más costosas y eso elevaría el CCPP; por lo tanto, se destruiría valor. De la misma manera ocurre con empresa con apalancamientos sobredimensionados, donde los accionistas pueden empezar a pedir mayores primas de retorno, ya que no se está acorde al sector. Como se evidencia en la figura 29, el ratio de Alicorp está en 3.7x (Deuda sobre EBITDA), vamos a utilizar este ratio para valorar el costo de deuda dentro de la operación de cálculo del CCPP para Alicorp. Se asume que una

mejora en el ratio Deuda sobre EBITDA, impacta en +/- 0.5% el costo de la deuda, como se evidencia en la Tabla 7.

Tabla 7

Sensibilidad Deuda / EBITDA vs Costo de deuda

% Deuda	Deuda/ EBITDA	Costo deuda
55.0%	3.1916	4.8%
60.0%	3.4818	5.3%
64.2%	3.7269	5.8%
70.0%	4.0621	6.3%
75.0%	4.3522	6.8%
80.0%	4.6424	7.3%

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

Para el cálculo de estructura de capital óptimo, vamos a sensibilizar los mismo drivers que se utilizaron en la Tabla 6, reemplazando el costo de deuda considerado en la Tabla 7.

Tabla 8

Sensibilidad estructura de capital óptima

% Deuda	Costo deuda	Beta Apalancado	Costo de Capital	CCPP	Valor de la acción
55.0%	4.8%	1.35	14.44%	8.39%	6.67
60.0%	5.3%	1.50	15.25%	8.38%	6.68
64.2%	5.8%	1.65	16.10%	8.43%	6.53
70.0%	6.3%	1.93	17.67%	8.21%	6.42
75.0%	6.8%	2.28	19.60%	8.02%	6.18
80.0%	7.3%	2.79	22.50%	7.82%	5.88

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp,

2016x, recuperado de
<http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%20T%202015.pdf>

La Tabla 8, evidencia la sensibilidad de una estructura de capital óptima para Alicorp, no se puede pretender tener un apalancamiento mayor al actual, ya que empezaría a destruir valor. Dentro de los parámetros financieros, se sugiere ubicarse en un apalancamiento de entre el 60 - 64.2%, mayor o menor apalancamiento destruye valor para Alicorp. La estructura de capital sugerida aumenta el valor de la acción para Alicorp a S/. 6.68 frente a los S/. 6.53 actual.

La empresa Alicorp se enfrenta a los siguientes riesgos:

1. Riesgo financiero: El programa de administración de riesgos de la compañía se concentra principalmente en los mercados de tasas, monedas, y materias primas, y trata de minimizar potenciales efectos adversos en el desempeño operativo y financiero de la misma. Asimismo, se encuentra también expuesta a los riesgos de crédito, liquidez, y operacional.
2. Riesgo operativo: Los riesgos operativos de Alicorp están asociados al desabastecimiento de materias primas. La innovación y la expansión de sus líneas de productos han sido una fuente de incremento en la participación de mercado para la empresa. Este crecimiento podría verse obstaculizado por el sobreuso del capital humano para la integración de sus adquisiciones.

Para mantener una compensación competitiva del mercado, Alicorp realiza anualmente una revisión salarial teniendo en cuenta el presupuesto asignado. A finales del 2010 el sueldo mínimo en la empresa representaba el 130.91% del sueldo mínimo vital del país. Adicionalmente se cuenta con una bonificación anual por desempeño para los empleados y obreros.

En el ámbito de riesgo ocupacional, se ha realizado inversiones de alrededor de US\$400,000 en sistemas y equipos de seguridad logrando un índice de frecuencia de accidentes de 3.4 por millón de horas/hombre trabajadas y de 66 días perdidos por millón de horas/hombre trabajadas en el 2010.

En la atención de cliente, se realiza la medición de satisfacción del cliente a través de sus estudios de mercado. La satisfacción del cliente se mide mes a mes a través de indicadores de servicio interno pasando de un 63% en el 2018 a 73% en el 2010.

Para la calidad del producto se basa en los sistemas de gestión de la calidad con las normas ISO 9001 para los procesos, ISO 14000 para el medio ambiente y en “Análisis de Riesgos y Control de Puntos Críticos (HACCP)”.

Para el abastecimiento de materias primas se cuenta con un área especializada que vela por la logística de los insumos y productos finales desde sus plantas. Esta área también supervisa las variaciones en los precios de los insumos en los mercados nacionales e internacionales.

3. Riesgo de crédito: Los activos financieros de la compañía que están expuestos a riesgo de crédito consisten principalmente en depósitos en bancos, fondos de garantía de derivados, y cuentas por cobrar comerciales. Con respecto a los depósitos en bancos, la compañía al 31 de diciembre de 2014, concentra el 39% (35% en 2013) de sus saldos de efectivo.

Con respecto a las cuentas por cobrar comerciales, la Gerencia considera que el riesgo crediticio está mitigado debido a la atomización de los clientes con los cuales tiene periodos de cobro en promedio de 31 días (34 días en 2013). Al 31 de diciembre de 2014, los principales 20 clientes de la compañía representan aproximadamente 34.1% del total de ingresos (20 clientes al 31 de diciembre de 2013 que representan un 30.20% del total de ingresos).

4. Riesgo de tipo de cambio: La compañía factura la venta local de sus productos principalmente en la moneda de los países donde operan, lo cual le permite hacer frente a sus obligaciones en su moneda funcional. El riesgo de tipo de cambio surge de las cuentas por cobrar por ventas al exterior, la compra de materia prima, y de los préstamos y de otros pasivos que se mantienen en monedas extranjeras, principalmente en dólares americanos.

Uno de los principales insumos para la elaboración de sus productos son las materias primas de trigo y aceite de soya importadas desde Canadá y Argentina respectivamente. Alicorp es el principal importador en el país peruano en traer estos productos sumando cerca de un total de US\$213 millones para el 2015. En la Tabla 9 se puede observar la cantidad de importaciones en el 2014 y 2015 dolarizado, adicionalmente una estimación de la cantidad de toneladas de acuerdo al precio mensual de la materia prima.

Tabla 9

Importaciones de Trigo y Aceite de Soya de Alicorp 2014 y 2015

Importaciones Alicorp (miles US\$)	2014	2015
Trigo	40,054	48,445
Aceite de Soya	161,171	164,269
Total	201,225	212,714

Importaciones Alicorp (Toneladas Estimadas)	2014	2015
Trigo	107,672	120,810
Aceite de Soya	173,489	215,294
Total	281,161	336,104

Debido al costo significativo en materias primas, se ha realizado una estimación de la exposición al riesgo mediante el modelo VaR el cual permite cuantificar la pérdida máxima probable en un intervalo de tiempo concreto. En este caso se analizó la variabilidad del precio mensual desde el año 1986 a febrero del 2016 teniendo un tamaño

de muestra 360 variaciones. En las Figuras 30 y 31 se muestra el comportamiento histórico del precio del trigo y el aceite de soya respectivamente. Realizando un ordenamiento de las variaciones positivas hasta las variaciones más negativas, con un intervalo de confianza 99% se determinó un VaR de 15.91% y 13.46% para el trigo y aceite de soya respectivamente. En otras palabras, la cantidad de veces en que el trigo y el aceite de soya se incremente en un 15.91% y 13.46% respectivamente en el mes es de 1 en 100.

Teniendo esto presente hace falta calcular en cuanto será la pérdida esperada si superamos el VaR, a esta cuantificación también se le conoce como modelo CVaR.

Para el caso de la empresa, se determinó considerando el promedio de las variaciones que se encuentran por encima del límite VaR dando como resultado 22.48% para el trigo y 14.84% para el aceite de soya. En la Tabla 10 se observa el resumen estadístico.



Figura 30. Precio Mensual del Trigo en dólares americanos.

Tomado de Investing. Recuperado de <http://www.investing.com/commodities/us-wheat>



Figura 31. Precio mensual del aceite de soya.

Tomado de Indexamundi. Recuperado de

<http://www.indexamundi.com/commodities/?commodity=soybean-oil&months=360>

Tabla 10

Resumen de datos estadísticos para el cálculo de VaR y CVaR del trigo y aceite de soya

	Trigo	Aceite de Soya
Tamaño de muestra	360	360
Nivel de Confianza	99.0%	99.0%
Percentil	1.0%	1.0%
Excepciones	4	4
Var Mensual	-15.9%	-13.5%
Cvar	-22.5%	-14.8%

Teniendo en cuenta el modelo VaR y CVaR y considerando las importaciones promedio mensual que Alicorp realiza en el año, podemos establecer una exposición de US\$ 286 millones promedio en el año.

Para mitigar este riesgo, la compañía puede realizar coberturas de acuerdo a su política de atribución al riesgo cubierto donde se compense en un rango de 80 a 125 por ciento.

Adicionalmente, tanto la compra de las materias primas, como otros insumos se cotizan en dólares americanos. Es por ello que se requiere realizar una evaluación del impacto de la variabilidad de esta divisa. Teniendo en cuenta el modelo VaR y CVaR utilizados para la exposición del riesgo sobre el precio de las materias primas, se analizó la variabilidad del precio mensual desde el año 1991 hasta marzo 2016 teniendo un tamaño de muestra de 313.

En la Figura 32 se muestra el comportamiento histórico del tipo de cambio PEN/USD. Realizando un ordenamiento de las variaciones positivas hasta las variaciones más negativas, con un intervalo de confianza 99% se determinó un VaR de 13.42% y un CVaR de 19.61%. En otras palabras, existe un 1% de probabilidad de que el tipo de cambio aumente mes a mes un 13.42% y si esto ocurre la variación esperada sería de 19.61%. Teniendo en cuenta esta variabilidad la exposición sería de S/.150 millones. En la Tabla 11 se observa el resumen estadístico.



Figura 32. Tipo de cambio del Nuevo Sol y Dólar Americano desde el año 1991 hasta febrero 2016.

Tomado de Investing. Recuperado de <http://es.investing.com/currencias/usd-pen-historical-data>.

Tabla 11

Resumen de datos estadísticos para el cálculo de VaR y CVaR de la variación del Nuevo Sol respecto al dólar americano.

	PEN/USD
Tamaño	313
Confianza	99.0%
Percentil	1.0%
Excepciones	3
Var Mensual	-13.4%
Cvar	19.6%

Para mitigar este riesgo, la compañía utiliza contratos derivados para cubrir su exposición al riesgo de tipo de cambio.

La Tabla 12 evidencia una recuperación para 2015 en cobertura de tipo de cambio.

Tabla 12

Pérdida por diferencia de cambio de Alicorp (en miles S/.)

Concepto	2015	2014
Pérdida por diferencia de cambio neto	163.624	132.111
Valor intrínseco de derivados de tipo de cambio	-150.285	-74.508
Total	13.339	57.603

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

2.2.2 Análisis de posible emisión de acciones o recompra de acciones

Antes de analizar la posible emisión o recompra de acciones, primero vamos a conocer las políticas y últimos acontecimientos en el patrimonio de Alicorp, como son: Acciones de inversión, reservas legales y distribución de dividendos.

Según Alicorp (2014b), al 31 de diciembre de 2015 y 31 de diciembre de 2014, el capital social estaba representado por 847'191,731 acciones comunes de S/.1.00 de valor nominal cada una. Al 30 de diciembre de 2015 y 31 de diciembre de 2014 este rubro comprende 7'388,470 acciones de inversión con un valor nominal de S/.1.00 cada una.

Respecto a las reservas legales, con fecha 27 de marzo de 2014, la Junta General de Accionistas de la Compañía aprobó la transferencia de los resultados del período 2013 a la reserva legal por S/.8,535 millones. Al 31 de diciembre de 2014, la compañía ha alcanzado el límite requerido por la Ley General de Sociedades.

Sobre los últimos acontecimientos en distribución de dividendos, en la Junta General de Accionistas de fecha 27 de marzo de 2015, se acordó no distribuir dividendos en 2015.

En Junta General de Accionistas de fecha 27 de marzo de 2014 se acordó la distribución de dividendos por S/.102.550 millones, los cuales fueron pagados el 27 de mayo de 2014 (Alicorp, 2014b).

La Tabla 13 muestra la estructura de accionariado de Alicorp, donde se evidencia alta concentración de las principales AFP del país.

La Bolsa de Valores de Lima (BVL) evidencia una caída general para todas sus acciones en el período 2014-2015.

La acción de Alicorp no fue la excepción, el último año cayó en 40% su cotización bursátil, según muestra la Figura 33.

Tabla 13

Participación de principales accionistas de Alicorp

Accionista	Participación
Birmingham Merchant S.A.	11.00
AFP INTEGRAL S.A.	10.70
PROFUTURO AFP	7.80
Grupo Piurano de Inversiones S.A.	7.80
PRIMA AFP S.A.	7.40
Atlantic Security Bank	5.50
Otros accionistas	49.80

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

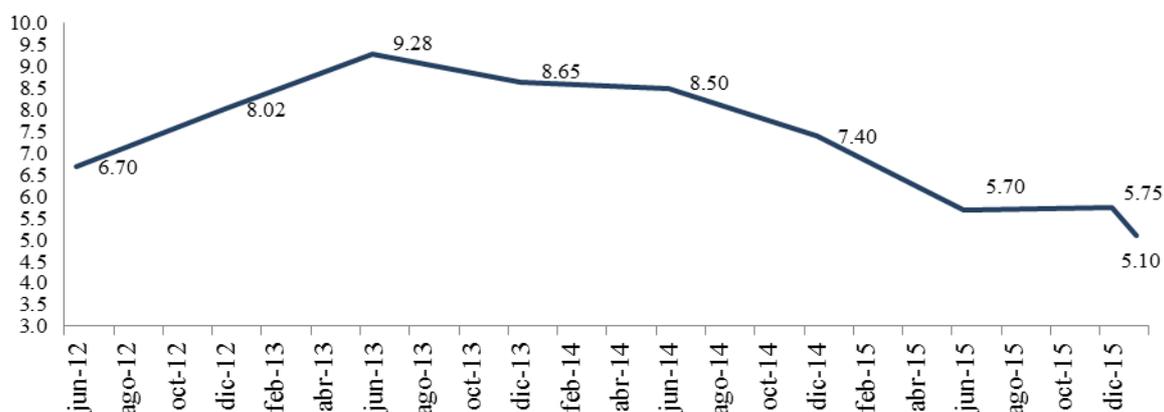


Figura 33. Cotización de la acción común de Alicorp 2012-2016.

Adaptado de “Empresas con Valores Listados: Alicorp S.A.A.,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2016. Recuperado de http://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones21400_QUxJQ09SQzE.html

Si se analiza la posibilidad de recomprar acciones, esta operación no puede ser posible bajo el siguiente supuesto: La empresa no cuenta con caja disponible para hacer una recompra de acciones. Pero hagamos la simulación de un aumento del endeudamiento para

hacer una recompra de acciones, para ello se tiene que analizar la rentabilidad actual que vienen teniendo las acciones en circulación.

Tabla 14

Rentabilidad por acción de Alicorp

	2012	2013	2014	2015
Utilidad Neta (Miles S/.)	351,390	318,684	12,035	157,473
# Acciones	854,580	854,580	854,580	854,580
Utilidad por Acción (S/.)	0.41	0.37	0.01	0.18
Cotización de la Acción	8.02	8.65	7.4	5.75
Rentabilidad Acción	5.13%	4.31%	0.19%	3.20%

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EFFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

La Tabla 14 muestra la rentabilidad histórica que ha tenido la acción de Alicorp a lo largo de cuatro años. Si analizamos que el costo de deuda de Alicorp está entre 5.8 – 6.8%, sería inviable hacer un apalancamiento para un retorno menor al costo de emisión de deuda. En conclusión la recompra de acciones mediante emisión de deuda sería viable, si la rentabilidad por acción sería superior al costo de financiamiento, este caso no ocurre en Alicorp.

Respecto a la emisión de acciones, la empresa tiene como planeamiento fundamental cambiar deuda de moneda extranjera por moneda local, y no está en el planeamiento de la empresa emitir acciones, según muestra la Tabla 15, la empresa no ha aumentado acciones desde el 2012. Pero esta posibilidad sí podría darse, puesto que la empresa está muy apalancada y para desapalancarse podría cambiar deuda por acciones. Se debe resaltar que esta posibilidad podría elevar el costo de capital promedio ponderado y castigaría el valor de

la empresa, análisis que va mostrar la Tabla 16. Según fuentes de memorias anteriores (como se citó en Valdiviezo, 2015).

Tabla 15

Estructura de acciones en Alicorp (en miles S/.)

	2012	2013	2014	2015
Total Pasivo	3,528,254	3,474,840	4,730,949	3,990,660
Patrimonio Neto				
Capital Emitido	847,192	847,192	847,192	847,192
Acciones de Inversión	7,388	7,388	7,388	7,388
Otras Reservas de Capital	160,903	160,903	169,438	169,438
Resultados Acumulados	1,263,996	1,101,904	1,001,240	1,130,193
Otras Reservas de Patrimonio	77,734	50,398	61,607	45,998
Participaciones No Controladoras	8,830	7,537	9,151	22,797
Total Patrimonio Neto	2,366,043	2,175,322	2,096,016	2,223,006
Total Pasivo y Patrimonio	5,894,297	5,650,162	6,826,965	6,213,666
% Deuda	60%	61%	69%	64%
% Patrimonio	40%	39%	31%	36%

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

Si nos basamos en el análisis que se hizo para estimar la estructura de capital óptima, se va considerar la Tabla 8 como inputs del costo de deuda. Se va sensibilizar la opción de cambiar deuda por emisión de acciones, eso aplicaría cuando el nivel de apalancamiento sea menor a 64.2%, nivel actual de Alicorp.

Como se evidencia en la Tabla 16, si bien el ratio Deuda sobre EBITDA disminuye, el valor de la acción cae, ya que el número de acciones aumenta pero el valor de la empresa es el mismo. Por lo tanto, ante una emisión de acciones, el valor de la empresa se mantiene pero el precio por acción disminuye.

Tabla 16

Valor de la acción luego de la emisión de acciones (en miles S/.)

% Deuda	Costo deuda	Deuda/ EBITDA	Valor de la acción
55.0%	4.8%	3.1916	3.99
60.0%	5.3%	3.4818	5.14
64.2%	5.8%	3.7269	6.53
70.0%	6.3%	4.0621	6.42
75.0%	6.8%	4.3522	6.18
80.0%	7.3%	4.6424	5.88

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

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

(análisis de posible adquisición de deuda con intermediarios bancarios)

Antes de analizar las posibles emisiones de deuda y categorización del riesgo, primero vamos a conocer el estado de los principales pasivos de Alicorp, como son: Deuda bancaria y Bonos. Según Alicorp (2015), la compañía mantiene 1.2 millones de nuevos soles en deuda bancaria, según detalla la Tabla 17, donde se evidencia la categorización de riesgo que le brinda cada banco, otorgándole diferentes tasas de intereses. Es importante mencionar que la mayor cantidad de deuda está en soles y pertenecen a bancos peruanos. Esta situación cambio en el año 2015 respecto del 2014, con el plan de reducir la exposición cambiaria de la empresa. El plan de recompra de deuda de dólares a soles, tuvo mayor relevancia en los bonos Senior Notes 2023. Como se evidencia en la Figura 34.

En el 2014, Alicorp financiaba deuda de largo plazo, como son las adquisiciones con emisión de bonos; por ese motivo, la deuda en bonos era mayor que la deuda bancaria. En el año 2015, al concentrarse en crecimiento orgánico, la deuda bancaria paso a ser superior en estructura de pasivo frente a los bonos.

Tabla 17

Estructura de préstamos bancarios de Alicorp (en miles S/.)

Entidad financiera	Moneda de origen	2015	2014	Vencimiento	2015
Banco Continental	Soles	4.95%	4.60% - 8.14%	2018	313,599
Banco Interbank	Soles	5.70%		2019	158,247
Banco de Crédito	Soles	5.10%	4.35% - 4.57%	2016	155,000
Scotiabank Perú	Soles	5.00%		2018	149,288
Sumitomo	Dólares EEUU	L6M + 1.15%	-	2020	135,477
Bank of America	Dólares EEUU	L3M + 1.70%	0.84% - 13.05%	2023	122,707
			-		
Citibank	Dólares EEUU	L3M + 1.2542%		2016	59,213
The Bank of Tokyo	Dólares EEUU	L6M + 1.75%	0.99% - 2.25%	2017	50,896
Citibank	Pesos Argentinos	15.25% - 25.90%	15.25% - 30.75%	2017	45,076
				2023	14991
BDMG	Reales Brasileños	2.50% - 8.70%	2.50% - 8.70%		
Banco Francés	Pesos Argentinos	15.25% - 27.00%	15.25% - 27.00%	2017	6,616
Banco Continental	Dólares EEUU	4.85%	4.85%	2017	1464
Banco do Brasil	Reales Brasileños	4.50% - 8.70%	4.50% - 8.70%	2021	1,130
Banco de Crédito	Dólares EEUU	-	0.95%	2015	-
JP Morgan	Dólares EEUU	-	2.72% - 2.73%	2015	-
Banco Itaú	Pesos Argentinos	-	35.00% - 38.50%	2015	-
Banco BVA	Reales Brasileños	-	CDI + 0.80%	2015	-
					1,213,704

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

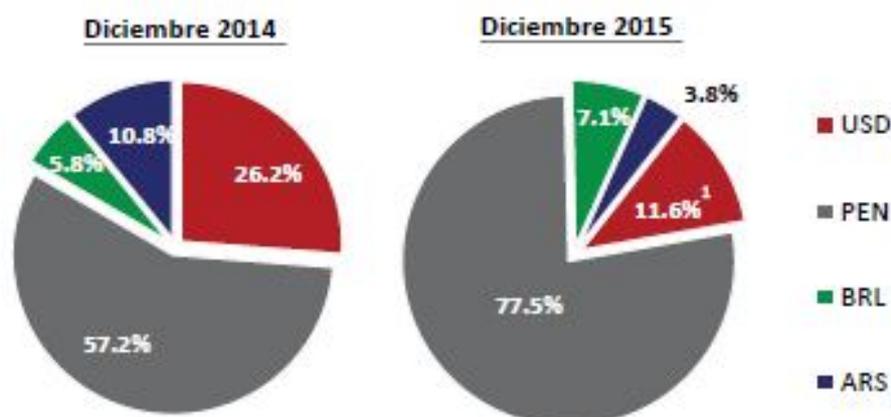


Figura 34. Endeudamiento de Alicorp por tipo de moneda 2014-2015.

Adaptado de “Conference Call, cuarto trimestre 2015, resultados financieros”, recuperado de http://www.alicorp.com.pe/alicorp/content/inversionistas/pdf/eef/4Q15_ConferenceCallESP.pdf

Con fecha 15 de marzo de 2013, la compañía emitió bonos en el mercado internacional por US\$450 millones bajo la regla 144. Los bonos son redimidos a su vencimiento en marzo de 2023 y los intereses son pagados semestralmente. Con fecha 12 de enero de 2015, la Gerencia aprobó dar inicio a una oferta privada de compra de los bonos internacionales, hasta por un monto máximo de US\$150 millones. La oferta privada expiró el 9 de febrero de 2015 y como resultado, la compañía recompró bonos por un total de US\$89.2 millones. Asimismo, durante los meses de marzo a junio, la compañía realizó compras privadas adicionales. Con fecha 22 de enero de 2015, la compañía emitió bonos corporativos por S/.500 millones. Dichos bonos serán redimidos a su vencimiento en enero de 2030 y los intereses son pagados semestralmente (DTTL, 2013, 2014; EY, 2015; Alicorp, 2016x). La emisión forma parte del tercer programa de bonos corporativos de Alicorp (ver Tabla 18).

Tabla 18

Estructura de Bonos de Alicorp (en miles S/.)

Evento	Vencimiento	Moneda	2015	2014	Tasa anual
Senior Notes.	mar-23	Dólar americano	212,138	1'331,614	3.875%
Tercer programa de bonos corporativos (primera emisión A).	dic-17	Nuevos soles	115,860	115,769	4.969%
Tercer programa de bonos corporativos (segunda emisión A).	ene-30	Nuevos soles	499,192		7%
Total			827,190	1'447,383	

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

Con fecha 19 de octubre de 2015, la Gerencia aprobó dar inicio a una oferta privada de compra, ya sea del total o una parte, de los bonos internaciones (Senior Notes) emitidos por la compañía en 2013 y que aún se encuentran en circulación.

La oferta privada está sujeta a las leyes del estado de Nueva York, EE.UU., y el propósito de la misma es reducir la exposición de la compañía a las fluctuaciones del tipo de cambio. Bajo esta emisión, Alicorp realizó una segunda oferta pública en la que recompró 237.2 millones de dólares de sus Senior Notes 2023. Como consecuencia, la compañía redujo significativamente la exposición de su deuda denominada en dólares americanos a 11.6%¹ de la Deuda Total (26.2% en diciembre 2014). Esta operación guarda relación con uno de los principales objetivos de la empresa, la reducción de la exposición cambiaria. La Tabla 18 muestra la exposición de riesgo de tipo de cambio que tiene la empresa; es por ese motivo que se evidencia que siga con la oferta privada de cambio de bonos Senior Notes. En enero 2016, Fitch Ratings reafirmó la calificación “BBB” de la compañía, adicionalmente modificó su perspectiva de “Negativa” a “Estable”

Si analizamos las posibilidades de emisión de deuda, esta viene acompañada con el crecimiento de la empresa, crecimiento de las ventas y EBITDA. Alicorp se diferenciaba por enfocar sus esfuerzos al crecimiento inorgánico, de esta manera el ratio de apalancamiento se podría ver afectado por una adquisición de maduración lenta.

Por ese motivo, se va enfocar el análisis en el valor de la empresa, conforme va cambiando la tasa de deuda en el costo ponderado de capital. La categorización del riesgo va

cambiar si es emisión de bonos o deuda bancaria. Según evidencia la Tabla 17 y 18, en estos momentos la tasa de interés que tiene la empresa frente a deuda bancaria es menor frente a una emisión de bonos.

El análisis va restringir el cambio de estructura de capital, solo simulación de categorización de riesgo. Para considerar emisión de deuda bancaria, dentro del análisis que puede tener la empresa, es poner colaterales en bienes inmuebles frente a préstamos de largo o corto plazo. Este colateral puede ayudar a disminuir el riesgo frente una calificación negativa de la empresa, cabe recordar que Alicorp tuvo calificación negativa durante el 2015. Esta opción tiene desventajas, el requerimiento de efectivo de Alicorp es de gran magnitud para que un solo banco peruano pueda llevar la cartera, es por ese motivo que no se puede obtener todo el financiamiento de fuente bancaria.

Si analizamos la emisión de bonos, esta considera valoración de la empresa para el mercado, no se pueden poner colaterales en bienes inmuebles. Es por ese motivo, que en estos momentos la tasa de emisión de Alicorp para bonos es superior a la emisión bancaria. La Tabla 19 hace una simulación de la tasa de deuda frente al valor de la empresa, se puede considerar que en estos momentos una emisión de bonos puede fluctuar entre 6 – 7 % de tasa anual, frente al 5.3% que tiene una emisión de deuda bancaria.

En conclusión, Alicorp está obligado a diversificar su estructura de pasivos. Como evidencia la Tabla 19, el costo de deuda para Alicorp puede sacrificar valor para la empresa.

Tabla 19

Sensibilidad del costo de deuda como afecta el valor de Alicorp

Costo deuda	CCPP	Valor de la acción
4.5%	7.84%	8.19
4.8%	7.98%	7.74
5.0%	8.07%	7.46
5.3%	8.21%	7.08
5.6%	8.35%	6.72
6.0%	8.54%	6.28
6.5%	8.77%	5.79
7.0%	9.00%	5.36

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

2.3 Análisis de Capital de Trabajo

Dentro de un análisis financiero riguroso, es preciso destacar la importancia del capital de trabajo de la empresa. El nivel de capital de trabajo, permite determinar con cuanto flujo de efectivo cuenta una empresa en el corto plazo para poder financiar operaciones venideras. Respecto al capital de trabajo, se analizará para Alicorp, el nivel de capital de trabajo actual (2015), el capital de trabajo óptimo y una estimación de la misma para los años 2016 al 2020.

2.3.1 Capital de Trabajo Actual

Para estimar el capital de trabajo óptimo de la empresa Alicorp se deberá analizar en primer lugar, el capital de trabajo actual.

A continuación, en la Tabla 20, se visualiza a cuanto equivale el capital de trabajo en el año 2015. Precisar también, que se está considerando en dicha tabla, información de los años 2012, 2013, 2014 con el objetivo de aportar una mejor información respecto al comportamiento del capital de trabajo de Alicorp.

Tabla 20

Capital de trabajo de Alicorp (en miles S/.)

Variable	2012	2013	2014	2015
Efectivo y Equivalente de efectivo	92,890	90,774	99,521	112,529
Cuentas por Cobrar	959,774	948,126	977,714	986,522
Existencias	790,252	790,247	987,579	1,010,787
Cuentas por Pagar	678,974	680,260	1,001,484	1,315,393
Capital de Trabajo de Alicorp	1,163,942	1,148,887	1,063,330	794,445

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y

Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

Como se puede observar en la Tabla 20, el capital de trabajo en el 2015 ha disminuido en un 25% respecto al 2014. Como se mencionó líneas arriba, dentro de los objetivos estratégicos de la empresa, se preveía que el capital de trabajo se reduzca, lo cual se ha cumplido. El capital de trabajo es el resultado de sumar las variables efectivo, cuentas por cobrar y existencias, a ello se le debe restar las cuentas por pagar.

Si se observa el nivel de capital de trabajo para el 2014, en la Tabla 20, este también se ha reducido en un 7% respecto al 2013. Finalmente, ocurrió algo similar en el capital de trabajo del 2013 respecto al 2012, pero en tan sólo -1%.

El capital de trabajo para el año 2015 es de 794 millones de soles, permitiendo con ello financiar las próximas operaciones de la empresa.

2.3.2 Estimación del Capital de Trabajo para el periodo 2016 - 2020

Para estimar el nivel de capital de trabajo a considerar dentro de la valorización de Alicorp, para el periodo 2016 al 2020, se analizarán cada una de las variables que componen el capital de trabajo. Para ello, se utilizará la información histórica de dichas variables entre los años 2012 al 2015. Dichas variables, como ya se ha mencionado son: (a) efectivo y equivalente de efectivo, (b) cuentas por cobrar, (c) existencias y (d) cuentas por cobrar. La información histórica se obtiene del Apéndice B.

Efectivo y equivalente de efectivo. La variable efectivo y equivalente de efectivo presenta una tendencia creciente entre los años 2012 al 2015, tal como se puede observar en la Figura 35.

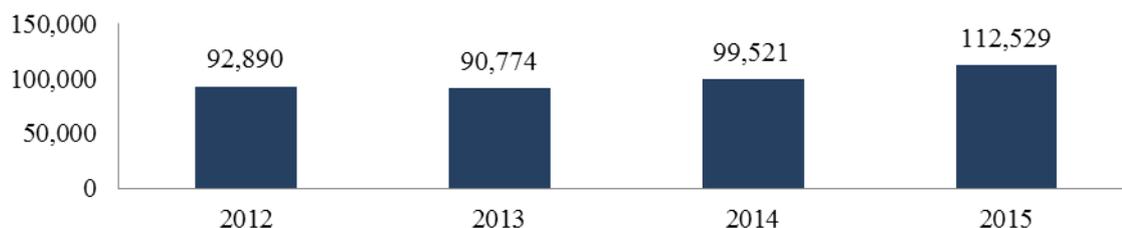


Figura 35. Efectivo y equivalente de efectivo (Miles S/).

Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de

<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

Para poder estimar la variable efectivo y equivalente de efectivo, se utilizará el ratio efectivo / ventas netas, es decir, cuánto representa el efectivo respecto del total de ventas netas. Esto se aprecia en la Tabla 21, siendo dicho ratio 2.1% en el 2012 y 1.7% en el 2015. Se considera, para la variable en análisis, el promedio del ratio efectivo / ventas netas de los años 2014 y 2015, siendo este promedio igual a 1.6%.

Tabla 21

Efectivo y Equivalente de Efectivo

	2012	2013	2014	2015
Efectivo y equivalente de efectivo (Miles S/.)	92,890	90,774	99,521	112,529
Ventas Netas (Miles S/.)	4'473,717	5'818,297	6'282,995	6'580,448
Efectivo / Ventas netas (%)	2.1	1.6	1.6	1.7
Promedio 2014-2015 (%)				1.6

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

Cuentas por cobrar. La variable cuentas por cobrar no toma en consideración a las cuentas por cobrar de entidades relacionadas y otras cuentas por cobrar. Se puede observar en la Figura 36, que en el 2013 las cuentas por cobrar se redujeron ligeramente, revirtiendo la tendencia y viéndose incrementada en los dos años siguientes.

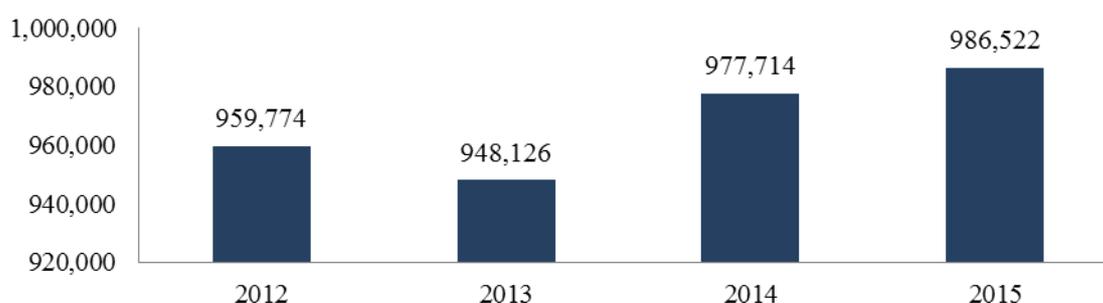


Figura 36. Cuentas por cobrar (Miles S/.).

Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

En la Tabla 22 se han calculado los ratios rotación de cuentas por cobrar (RCC) y periodo promedio de cobro (PPC). Las fórmulas empleadas de los ratios en mención son:

$$\text{Rotación de Cuentas por Cobrar (RCC)} = \text{Ventas netas} / \text{Cuentas por cobrar}$$

$$\text{Periodo promedio de cobro (PPC)} = 360 \text{ días} / \text{RCC}$$

El ratio periodo promedio de cobro calculado para el año 2015 es de 54 días, si se compara con el obtenido en el 2012, se observa que ha disminuido, de 77 días a 54 días, lo cual evidencia que Alicorp está realizando estrategias para agilizar el pago por parte de sus clientes.

Tabla 22

Cuentas por Cobrar: Ratio Periodo Promedio de Cobro

Concepto	2012	2013	2014	2015
Cuentas por cobrar (Miles S/.)	959,774	948,126	977,714	986,522
Rotación de cuentas por cobrar.	4.66	6.14	6.43	6.67
Periodo promedio cobro (PPC).	77.25	58.63	55.99	53.97
Promedio 2014-2015.				54.98

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

Para la estimación de las cuentas por cobrar se considerará el promedio del ratio periodo promedio de cobro (PPC) de los últimos dos años, puesto que tiene un valor similar (en días), a diferencia de los valores obtenidos en 2012 y 2013 respectivamente.

Cuentas por pagar. En cuanto a las cuentas por pagar, como se observa en la Figura 37, Alicorp muestra en los últimos tres años un incremento sustancial de dicha variable.

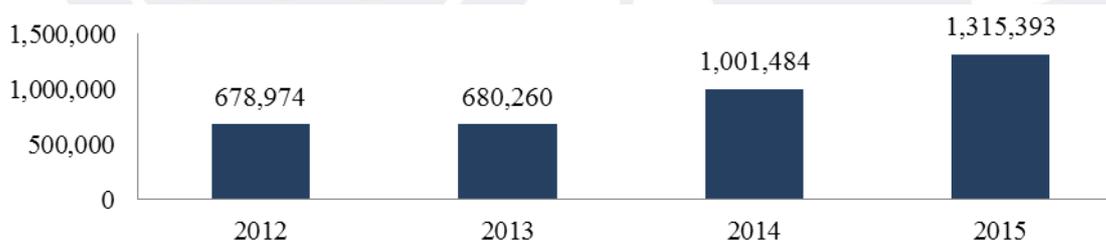


Figura 37. Cuentas por pagar (Miles S/.)

Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

En 2014, las cuentas por pagar se incrementaron en casi 50% respecto a su similar del año anterior, en el 2015 fue de 31%.

En la Tabla 23 se han calculado los ratios rotación de cuentas por pagar (RCP) y periodo promedio de pago (PPP). Las fórmulas empleadas de los ratios en mención son:

$$\text{Rotación de Cuentas por Pagar (RCP)} = \text{Costo de Ventas} / \text{Cuentas por pagar}$$

$$\text{Periodo promedio de pago (PPP)} = 360 \text{ días} / \text{RCP}$$

El ratio periodo promedio de pago calculado para el año 2015 es de 100 días, si se compara con el obtenido en el 2012, se observa que se ha incrementado, de 75 días a 100 días, lo que evidencia que debido a la magnitud en el volumen de ventas de la Corporación Alicorp, así como su posición en el sector de consumo masivo, este tiene amplio poder de negociación para con sus proveedores.

Tabla 23

Cuentas por Pagar

Concepto	2012	2013	2014	2015
Cuentas por pagar (Miles S/.).	678,974	680,260	1'001,484	1'315,393
Rotación de cuentas por pagar.	4.79	6.23	4.56	3.58
Periodo Promedio Pago (PPP).	75.11	57.79	78.87	100.47
Promedio 2014-2015.				100.47

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

Debido a los distintos valores obtenidos para el ratio periodo promedio de pago (PPP) calculados en el periodo histórico 2012-2015, se ha optado por considerar para la estimación del capital de trabajo, el del último año, es decir, que Alicorp mantendrá el pago a sus proveedores en un promedio de 100 días.

Existencias. En cuanto a la variable existencias, se observa en la Figura 38 que estas se incrementaron 25% en 2014 respecto a 2013. En 2015 el incremento es levemente mayor (2%).

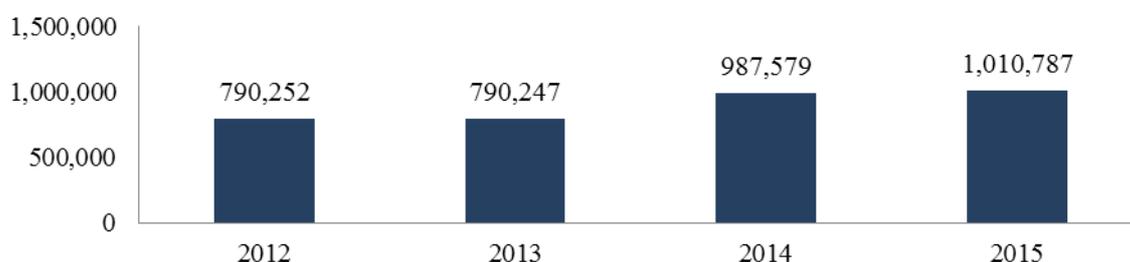


Figura 38. Existencias (Miles S/.)

Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

En la Tabla 24 se han calculado los ratios rotación de existencias (RE) y periodo promedio de inventarios (PPI). Las fórmulas de los ratios en mención son:

$$\text{Rotación de Existencias (RE)} = \text{Costo de Ventas} / \text{Inventarios}$$

$$\text{Periodo promedio de inventarios (PPI)} = 360 \text{ días} / \text{RE}$$

La gestión del inventario se está tornando eficiente, ya que en el 2012 la rotación de existencias era de 4.12 y en el 2015 se obtuvo 4.66, lo cual indica que los inventarios

permanecen menos tiempo en el almacén. El ratio periodo promedio de inventarios calculado para el año 2015 es de 77 días, si se compara con el obtenido en el 2012, se observa que ha disminuido, de 87 días a 77 días.

Para la estimación del nivel de capital de trabajo, se ha tomado el promedio de los tres últimos años del ratio periodo promedio de inventarios (PPI); es decir 74 días.

Tabla 24

Existencias

Concepto	2012	2013	2014	2015
Existencias (Miles S/.).	790,252	790,247	987,579	1'010,787
Rotación de existencias.	4.12	5.36	4.63	4.66
Periodo promedio inventarios (PPI).	87.42	67.13	77.77	77.21
Promedio 2014-2015.				74.04

Una vez analizadas las cuatro variables, se realizará una estimación del capital de trabajo, llamado también fondo de maniobra, aquel que será necesario para cubrir las necesidades operativas a corto plazo.

Antes de realizar la estimación se mencionará, a modo resumen, los valores obtenidos de los ratios de las 04 variables que componen el capital de trabajo y con los cuales se realizará la estimación. El efectivo y equivalente de efectivo posee un ratio promedio, efectivo / ventas netas, igual a 1.6%; el ratio periodo promedio de cobro (PPC), indica 55 días; el ratio periodo promedio de pago (PPP), es 100 días; y, el periodo promedio de inventarios (PPI) son 74 días. Para mayor comprensión, ver Tabla 25.

Tabla 25

Ratios para la estimación del capital de trabajo

Ratios para la estimación del capital de trabajo	
Efectivo / Ventas Netas (%)	1.6
Periodo promedio de cobro (PPC), días	55
Periodo promedio de pago (PPP), días	100
Periodo promedio de inventarios (PPI), días	74

Para realizar la estimación del capital de trabajo, es necesario conocer las ventas netas y el costo de ventas estimados para el periodo 2016 – 2020, ver Tabla 26. Es importante mencionar que más adelante se explicará cómo se calculó la estimación de las Ventas Neta y el Costo de Ventas.

Tabla 26

Ventas Netas y Costo de Ventas estimado

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas Netas (Miles S/.)	6'966,771	7'459,223	7'972,760	8'443,313	8'944,751
Costo de Ventas (Miles S/.)	-4'968,479	-5'332,798	-5'712,432	-6'055,550	-6'421,715

Con la estimación de los ratio resumidos en la Tabla 25 y la estimación de las ventas netas y costo de ventas que se visualizan en la Tabla 26, se procederá a calcular el fondo de maniobra necesario para el periodo 2016 – 2020. La estimación para cada variable se realizará de acuerdo a las fórmulas ya mencionadas. Recordar que el número de días al año a considerar son 360 días.

Para estimar el efectivo, se aplica el ratio 1.6% a la estimación de las ventas de cada año.

En cuanto a la estimación de las cuentas por cobrar, se aplica el periodo promedio de cobro obtenido, 55 días, a la estimación de las ventas de cada año, dividiéndose entre el número de días al año.

De igual forma se estima las cuentas por pagar, utilizando el periodo promedio de pago, 100 días, y aplicándolo a la estimación del costo de ventas de cada año, dividiéndose entre el número de días al año.

Finalmente, la estimación del inventario, consiste en aplicar el periodo promedio de inventarios a la estimación del costo de ventas de cada año, dividiéndose entre el número de días al año.

En la Tabla 27, se observan los resultados obtenidos. El capital de trabajo es la suma del efectivo, cuentas por cobrar e inventarios; a ello se le resta las cuentas por pagar.

Tabla 27

Capital de Trabajo estimado

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Efectivo (Miles S/.)	114,743	122,854	131,312	139,062	147,321
Cuentas por cobrar (Miles S/.)	1'063,981	1'139,189	1'217,618	1'289,482	1'366,062
Cuentas por pagar (Miles S/.)	-1'386,620	-1'488,295	-1'594,244	-1'690,003	-1'792,194
Inventarios (Miles S/.)	1'021,805	1'096,729	1'174,804	1'245,369	1'320,673
Capital de Trabajo (Miles S/.)	813,909	870,477	929,489	983,909	1'041,863

En la Tabla 28 se muestra el capital de trabajo estimado para el periodo 2016-2020 y su respectiva variación año a año, la cual se utilizará para el flujo de caja libre.

Tabla 28

Capital de Trabajo 2016-2020 y Variación del Capital de Trabajo

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Capital de trabajo (Miles S/.)	813,909	870,477	929,489	983,909	1'041,863
Variación de capital de trabajo (Miles S/.)		-56,568	-59,012	-54,420	-57,954

Si se observa la Tabla 28, a corto plazo, y entre el periodo 2016 al 2020, para que Alicorp pueda operar, en promedio necesita S/.55 millones cada año.

2.3.3 Capital de Trabajo Óptimo

Con respecto al capital de trabajo se ha evaluado, líneas arriba, el capital de trabajo actual e incluso se ha realizado una estimación del capital de trabajo.

A continuación se evaluará el capital de trabajo óptimo, es decir, utilizando dentro del análisis aquellos ratios que consideramos como óptimos. Momentáneamente se excluirá del análisis la variable efectivo y equivalente de efectivo.

En la Tabla 22 se evaluaron los ratios para la variable cuentas por cobrar en el periodo 2012 - 2015. El ratio óptimo para el periodo promedio de cobro (PPC) será el menor, 54 días. A, Alicorp le es beneficioso cobrar a sus clientes en el menor número de días.

En la Tabla 23 se evaluaron los ratios para la variable cuentas por pagar en el periodo 2012 – 2015. El ratio óptimo para el periodo promedio de pago será el obtenido para el 2015, 100 días. Para Alicorp es importante cumplir con sus obligaciones hacia los proveedores, siendo lo más conveniente pagar en un mayor número de días.

En la Tabla 24 se evaluaron los ratios para la variable inventarios en el periodo 2012 – 2015. El ratio óptimo para el periodo promedio de inventarios será el mejor de todo el periodo, 67 días.

Para el cálculo del capital de trabajo óptimo, se utilizará el estimado de las ventas netas para el año 2016, el valor de 6'966,771 miles de soles. Se asumirá además que el costo de ventas representa un 70% de las ventas netas para el mismo año. En la Tabla 29 se visualizan todos los supuestos y ratios a emplear.

Tabla 29

Capital de Trabajo Estimado Óptimo, 2016.

Concepto	
Ventas Netas (Miles S/.)	6'966,771
Costo de ventas (%)	70.0%
PPC	53.97
PPP	100.47
PPI	67.13
Capital de Trabajo Óptimo (Miles S/)	592,795

El capital de trabajo óptimo resultante es de 593 millones de soles. Se asumirá que el efectivo y equivalente de efectivo es el mismo del 2015, vale decir 113 millones de soles (ver Tabla 21). El capital de trabajo óptimo, incluido el efectivo, es de 705 millones de soles.

Comparando dicho monto, 705 millones de soles, estimado para el capital de trabajo en el 2016, y considerando que el capital de trabajo actual (2015) es, de acuerdo a la Tabla 20 es 794 millones de soles; se concluye que utilizando ratios óptimos se requiere menor nivel de capital de trabajo.

En la Tabla 30 se precisa con mayor detalle lo antes expuesto.

Tabla 30

Variación en Capital de Trabajo, 2016.

Concepto	
Capital de Trabajo Actual 2015 (Miles S/.)	794,535
Capital de Trabajo Estimado Óptimo 2016 (Miles S/.)	705,324
Variación en capital de trabajo (Miles de S/.)	-89,211

De la Tabla 30, se concluye que considerando ratios óptimos para la cobranza, pago a proveedores y eficiencias en los inventarios, el ahorro en capital de trabajo puede alcanzar los 89 millones de soles en el 2016.

Realizando un análisis adicional, que contempla el uso de los ratios promedios que se han elegido para realizar la estimación en el periodo 2016 – 2020, y los cuales se visualizan en la siguiente Tabla 31, se puede estimar un capital de trabajo para el año 2016.

Nuevamente se considera la estimación de las ventas del 2016, el costo de ventas representa el 70% de las ventas y por un momento no se tomará en cuenta el efectivo y equivalente de efectivo.

Tabla 31

Capital de Trabajo Estimado, 2016

Concepto	
Ventas Netas (Miles S/.)	6,966,771
Costo de ventas (%)	70.0%
PPC	54.98
PPP	100.47
PPI	74.04
Capital de Trabajo	705,902

El capital de trabajo resultante es de 706 millones de soles. Se asumirá que el efectivo y equivalente de efectivo es el mismo del 2015, vale decir 113 millones de soles (ver Tabla 21). El capital de trabajo óptimo, incluido el efectivo, es de 818 millones de soles.

Comparando dicho monto, 818 millones de soles, estimado para el capital de trabajo en el 2016, y considerando que el capital de trabajo actual (2015) es, de acuerdo a la Tabla 20 es 794 millones de soles; se concluye que utilizando los ratios estimados promedios, se requiere mayor nivel de capital de trabajo.

En la Tabla 32, se precisa con mayor detalle lo antes expuesto.

Tabla 32

Variación en Capital de Trabajo, 2016.

Concepto	
Capital de Trabajo Actual (Miles S/.)	794,535
Capital de Trabajo Estimado (Miles S/.)	818,431
Variación en capital de trabajo	23,896

De la Tabla 32, se concluye que considerando ratios estimados promedios para la cobranza, pago a proveedores y eficiencias en los inventarios, se requiere para el 2016 una inversión en capital de trabajo de alrededor de 23 millones de soles.

2.4 Análisis de Valor

Una vez revisado los estados financieros consolidados de los últimos años y el manejo del negocio, es mediante la estimación de supuestos y determinación de la tasa de descuento, que se procederá a estimar el valor de la empresa Alicorp.

2.4.1 Valorización de la empresa

En los Apéndices 1A y 1B se detalla el Estado de Situación Financiera y Estado de Resultados de Alicorp para el periodo 2012-2015, que han sido utilizados para proyectar el flujo de caja libre (DTTL, 2013, 2014; EY, 2015; Alicorp, 2016x).

Para la valorización se ha identificado los principales elementos que favorecen la creación de valor (“value drivers”) y se diseñaron supuestos presentados a continuación:

Supuestos para la proyección de ventas. Se indican los siguientes:

- A finales de 2014, Alicorp tenía tres negocios: (a) consumo masivo, (b) B2B, y (c) acuicultura. En la Figura 39 se muestra el ingreso histórico de cada rubro y demuestra tendencias poco relacionadas, es por ello que cada rubro se proyectó de forma independiente;
- Para el rubro de consumo masivo se propone un crecimiento de acuerdo con el consumo privado indicado en las proyecciones del producto bruto interno (PBI) del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP); y
- Para el rubro B2B o sector industrial se propone mantener los crecimientos del PBI del sector agrícola debido a su crecimiento relativo con este rubro.

En la Figura 39 se observa el crecimiento en los próximos años de cada rubro y en la Tabla 33 la dependencia con las proyecciones del PBI.

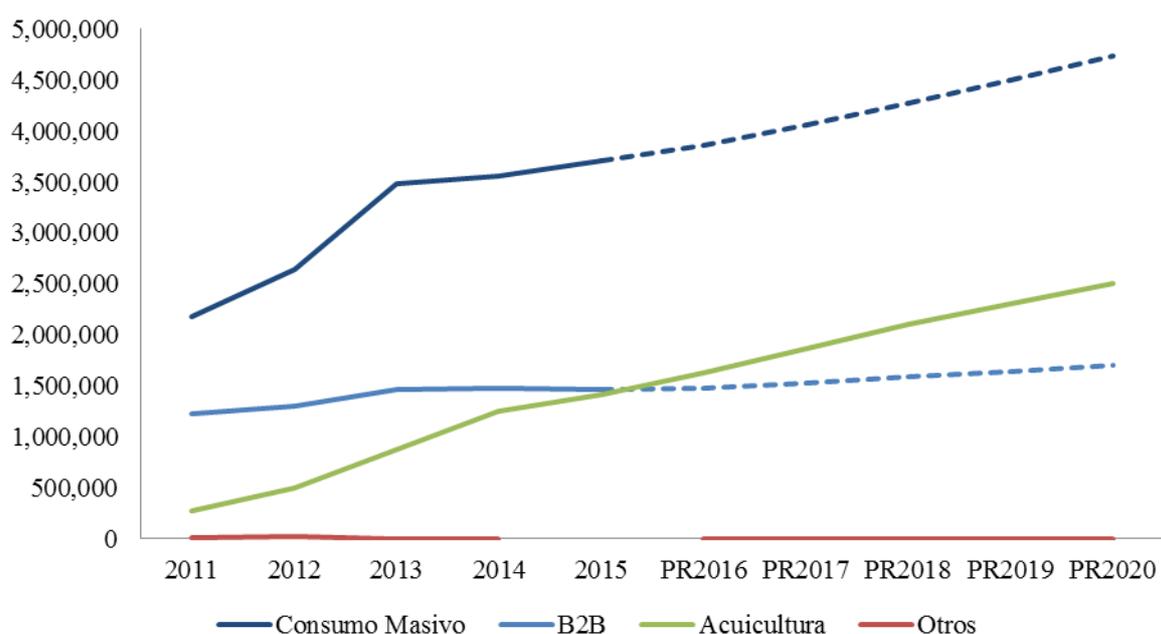


Figura 39. Ventas reales 2011-2015 y proyecciones de ventas 2016-2020 por rubro.

Tabla 33

Supuesto de Ventas según PBI por Sector (Miles S/.)

Rubro/Sector	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos de actividades ordinarias	6'966,771	7'459,223	7'972,760	8'443,313	8'944,751
Consumo masivo	3'859,858	4'063,081	4'277,003	4'502,188	4'739,230
Consumo privado (%)	4.2	5.3	5.3	5.3	5.3
B2B	1'480,901	1'532,733	1'586,378	1'641,902	1'699,368
PBI-Agrícola (%)	1.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Acuicultura	1'626,011	1'863,409	2'109,379	2'299,223	2'506,153
PBI-(Agrícola+5%) (%)	14.7	14.6	13.2	9.0	9.0

Supuesto para la proyección de costo de ventas.

La estructura de costos se descompone mediante:

Compras: Compuesto principalmente por materia prima y auxiliares e insumos como envases, embalajes y suministros. En el 2015, las compras ascendieron a S/. 4,063 millones representando un 86% del costo de ventas.

Gastos de personal: Principalmente mano de obra y trabajadores de planta para cada línea de negocio. Representa las remuneraciones, participación de trabajadores, incentivos y capacitaciones. En el 2015 el costo fue de S/. 285 millones en el año 2015 y corresponde al 6% del costo total de ventas.

Servicios prestados por terceros: corresponde a fletes de productos terminados, servicios de mantenimiento y alquiler de planta. En el 2015 asciende a S/.176 millones y corresponde al 4% del costo total de ventas.

Depreciación y cargas de diversas gestiones: La depreciación correspondiente a la devaluación periódica de los activos y cargas de gestión correspondiente a costos menores como tributos, sobrecostos en siniestros. La depreciación y los cargas de gestión ascendieron en el 2015 a S/. 121 millones y S/. 68 millones respectivamente y corresponde al 4% del costos total de ventas.

Para la valorización se definen las siguientes premisas:

- Debido a que los ratios costo de venta sobre ingresos son diferentes por cada rubro, también se analizó el costo de venta por separado;
- Actualmente este ratio se ha mantenido estable en los últimos años para cada sector siendo en promedio de 66%, 76%, y 81% para los rubros de consumo masivo, B2B, y acuicultura respectivamente; y
- Por efectos de reestructuración y en la búsqueda de eficiencias, se consideró en el rubro de consumo masivo el ratio al cierre de 2015.

Para el rubro de B2B se propone el promedio de los últimos años debido a su estabilidad (ver Tabla 34).

Tabla 34

Supuesto de Costo de Ventas (Miles S/.)

Rubro/Ratio	2016	2017	2018	2019	2020
Costo de ventas	-4'968,479	-5'332,798	-5'712,432	-6'055,550	-6'421,715
CV/Ing. (%)	71.3	71.5	71.6	71.7	71.8
Consumo masivo	-2'530,554	-2'663,789	-2'804,038	-2'951,672	-3'107,078
CV/Ing. (%)	65.56	65.56	65.56	65.56	65.56
B2B	-1'124,803	-1'164,171	-1'204,917	-1'247,089	-1'290,737
CV/Ing. (%)	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0
Acuicultura	-1'313,122	-1'504,838	-1'703,477	-1'856,790	-2'023,901
CV/Ing. (%)	80.8	80.8	80.8	80.8	80.8

Supuesto para los gastos operativos. Para los gastos operativos se espera mantener el ratio gastos operativos sobre ingresos del último año debido a los cambios estructurales. Las eficiencias se encuentran principalmente en el gasto personal y el retiro de los servicios tercerizados en el sector de acuicultura (ver Tabla 35).

Tabla 35

Supuesto de Gastos Operativos (Miles S/.)

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Gastos operativos	-1'253,185	-1'326,145	-1'402,521	-1'477,676	-1'557,168
Consumo masivo	-907,776	-955,570	-1'005,881	-1'058,841	-1'114,589
Productos industriales	-217,920	-225,547	-233,441	-241,612	-250,068
Nutrición animal	-120,122	-137,660	-155,831	-169,856	-185,142
Otros	-7,368	-7,368	-7,368	-7,368	-7,368
GO/Ingresos (%)	-18.0	-17.8	-17.6	-17.5	-17.4

Supuesto de proyección del CAPEX. La proyección de la variación del CAPEX

[gastos de capital] (ver Tabla 36) se ha calculado respecto al activo fijo bruto. Se ha hecho hincapié en el análisis de inversiones en subsidiarias (ver Tabla 37) debido a la estrategia de crecimiento que tiene la empresa en la adquisición de compañías relacionadas al rubro.

Tabla 36

Supuesto de CAPEX (Millones S/.)

Proyección CAPEX total	2016	2017	2018	2019	2020
CAPEX	178,076	201,642	223,399	244,030	264,070

Tabla 37

Inversiones en Subsidiarias y Negocios Conjuntos (Millones S/.)

Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos	2016	2017	2018	2019	2020
Alicorp Inversiones S.A.	903,817	949,008	996,458	1'046,281	1'098,595
Industrias Teal S.A.	432,665	432,665	432,665	432,665	432,665
Global Alimentos S.A.C. (d)	320,459	320,459	320,459	320,459	320,459
Cernical Group S.A.	122,340	91,874	68,995	51,813	38,910
Molinera Inca S.A.	160,051	148,716	138,183	128,397	119,303
Vitapro S.A.(c)	259,215	285,137	313,650	345,015	379,517
Alicorp Ecuador S.A.	104,392	114,831	126,315	138,946	152,841
Consortio Distribuidor Iquitos S.A.	9,756	9,756	9,756	9,756	9,756
Prooriente S.A.	6,673	6,673	6,673	6,673	6,673
Masterbread S.A.(e)	7,782	7,782	7,782	7,782	7,782
Alicorp Honduras S.A.	3,781	3,781	3,781	3,781	3,781
Alicorp Colombia S.A.	5,113	5,113	5,113	5,113	5,113

Alicorp Argentina S.C.A. y Subsidiarias	-9,837	-9,837	-9,837	-9,837	-9,837
Alicorp Guatemala S.A.	2,977	2,977	2,977	2,977	2,977
Otras	0	0	0	0	0
Bimar S.A.	5,216	5,216	5,216	5,216	5,216
	2'334,400	2'374,150	2'428,186	2'495,037	2'573,751
CAPEX Inversiones	23,327	39,751	54,036	66,851	78,714

Valorización. Para la valorización se consideró el modelo de flujo de caja descontado, considerando una tasa dinámica de acuerdo con la política de disminución del impuesto tributario y el *weighted average cost of capital* [costo de capital promedio ponderado] (CCPP) (WACC, por sus siglas en inglés).

El valor de cualquier compañía es el valor presente de los flujos descontados al costo de capital promedio ponderado (CCPP). La tasa de descuento está representada por el costo de capital promedio ponderado, de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$CCPP = K_d * \% D * (1 - T) + K_e * \% E \quad (1)$$

Donde:

CCPP: Costo de Capital Promedio Ponderado;

K_d: Costo de la deuda;

% D: Porcentaje de endeudamiento;

T: Impuesto a la renta;

K_e: Costo de oportunidad del capital / accionista; y

% E: Porcentaje de capital propio.

El cálculo del costo de oportunidad del capital o accionista (K_e) utiliza la metodología *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$K_e = TLR_{PERU} + \beta * PRM_{USA} + TRP_{PERU} \quad (2)$$

Donde:

K_e: Costo de oportunidad del capital / accionista;

- TLR_{PERU}: Tasa libre de riesgo Perú;
- β : Beta estimado de la industria (sin apalancar);
- PRM: Prima por riesgo mercado de EE.UU.; y
- TRP_{PERU}: Tasa de riesgo país Perú.

Es preciso mencionar algunas consideraciones:

- La tasa libre de riesgo Perú (TLR_{PERU}) es la suma de la tasa libre de riesgo de EE.UU. y de la tasa de riesgo país Perú. La tasa libre de riesgo de EE.UU. se encuentra representada por la media de los bonos del Tesoro americano a cinco años. La tasa de riesgo país Perú se obtuvo de la media del *spread* EMBIG PERÚ. La información anterior se obtuvo de las estadísticas que publica el BCRP en sus notas semanales;
- El Beta (β) de la industria se obtuvo de las estadísticas de Damodoran. El valor para la industria a la cual pertenece Alicorp es 0.72 (sin apalancar);
- Es preciso mencionar que se debe apalancar el β ; para ello se utilizará la tasa de impuestos y la relación deuda/patrimonio. El Beta apalancado es 1.38; y
- Para calcular la prima por riesgo de mercado (PRM), dado que en el Perú no existe información histórica relevante suficiente como para elaborar este análisis, se utilizará un diferencial entre la rentabilidad del índice compuesto S&P 500 y la rentabilidad de bonos EE.UU. a largo plazo. Los valores obtenidos para calcular el costo de oportunidad del capital de acuerdo con las consideraciones mencionadas se muestran en la Tabla 38.

Tabla 38
Costo de Oportunidad del Capital (Ke)

Concepto	Valor (%)
Costo oportunidad capital (Ke)	16.10
Tasa libre de riesgo Perú	4.20
Beta apalancado	1.65
Prima riesgo Perú	5.60
Tasa riesgo país	2.66

El valor obtenido para el costo de oportunidad del capital (K_e) es 16.10%. Una vez hallado el K_e , se procedió a calcular el CCPP, que en palabras sencillas es la tasa de descuento que se utilizará para descontar el flujo de caja proyectado. Para ello se deberá calcular también el porcentaje de endeudamiento (% D) y el de capital propio (% E). Por otro lado, se estimó el costo de la deuda (K_d). Para ello, se revisaron los estados financieros (DTTL, 2013, 2014; EY, 2015; Alicorp, 2016x), y una vez analizados los pasivos corrientes y no corrientes, se determinó mediante una ponderación que el costo de la deuda (K_d) es 5.8% (ver Tabla 39).

Tabla 39

Costo de Capital Promedio Ponderado (CCPP)

Concepto	Valor (%)
Costo de capital promedio ponderado	8.40
Deuda	64.20
Patrimonio	35.80
K_e	16.10
K_d	5.80

Adicionalmente a los supuestos presentados para los “value drivers”, se definen los siguientes supuestos:

Participación de los Trabajadores: Sujeto al régimen tributario peruano, se define una tasa de 10 por ciento sobre la utilidad imponible. Para las subsidiarias se considera el mismo criterio debido a la participación de los países respecto a Perú en ventas.

Tributos: Para los tributos se ha aplicado un promedio ponderado de acuerdo al EBIT de cada país. Adicionalmente, se ha considerado la Ley 30296 del marco legal peruano que considera una disminución de la tasa del impuesto hasta el año 2019, las reformas tributarias en Chile hasta el 2018.

En la Tabla 40 se detalla las tasas impositivas para estos dos países y en la Tabla 41 las tasas para cada país constante en la proyección. Debido a que el cálculo del costo de capital promedio ponderado se ve afectado por la aplicación de la tasa tributaria y esta cambia durante los años evaluados, se realiza el ajuste para su cálculo.

En la Tabla 42 se muestra el resultado del costo de capital promedio ponderado hasta el año 2020.

Tabla 40

Tasas tributarias para Perú y Chile

	Perú	Chile
2016	28.0%	24.0%
2017	27.0%	25.5%
2018	27.0%	27.0%
2019	26.0%	27.0%
2020 en adelante	26.0%	27.0%

Tabla 41

Tasas impositivas fija para las subsidiarias de Alicorp

	Tasa Tributaria
Argentina	10%
Colombia	39%
Honduras	10%
Uruguay	7%

Perpetuidad: Se consideró el promedio entre el crecimiento esperado del flujo de caja de los años 2016 al 2020 y los ratios de crecimiento según Damodaran para mercados emergentes en consumo masivo dando una perpetuidad de 4.84%.

Bajo los supuestos presentados, se realizó el cálculo del flujo de caja libre para los años 2016 hasta el 2020. Se descontó la caja libre de cada año a la tasa del costo de capital

promedio ponderado obteniendo y realizando la suma de los flujos se obtuvo un valor presente de S/. 7,666 millones.

Considerando un total de 854 millones de acciones, se estima el precio de la acción de Alicorp en S/.6.5, encontrándose por encima del precio del mercado de S/.5 al 27 de febrero de 2016. En la Tabla 42 se muestra el resumen del flujo y en el Apéndice C se presenta el detalle.

Tabla 42

Proyección del Flujo de Caja Libre (en Miles S/.)

	2016	2017	2018	2019	2020
CCPP (%)	8.43	8.47	8.47	8.50	8.50
FCL descontado	276,595	226,537	220,395	228,527	6'713,505
VAN	7'665,561				
Deuda	2'089,344				
Valor de empresa	5'576,217				
# Acciones	854,580				
Valor de acción (S/.)	6.5				

2.4.2 Análisis de riesgo

Considerando el escenario base presentado en la valorización, se realizó el flujo probabilístico considerando que no todos los supuestos se darán con seguridad en un 100%. Para diseñar el flujo se consideró que los “value drivers” se comportan bajo una distribución normal mediante un ratio esperado y una desviación estándar de acuerdo a sus históricos registrados.

En la Tabla 43 se muestra el valor esperado y la desviación estándar para cada “value driver”. Se tomaron quinientos resultados distintos del VAN y el precio de la acción basado en una muestra aleatoria del movimiento de los “value drivers”. Considerando la media y la desviación estándar de los resultados se identificó que existe un 13.9% de posibilidad que el valor de la empresa sea mayor al valor de mercado.

En la Tabla 44 se presenta el resumen estadístico de las simulaciones para el valor de la acción.

Tabla 43

Valor esperado y desviación estándar utilizada en los value drivers para el análisis de riesgo.

Value Drivers	Descripción del Ratio	Esperado	Desviación Estándar
Crecimiento Ventas	Variación Interanual	6.3%	0.6%
Costo de Ventas	Costo de Ventas / Ventas	-71.6%	0.2%
%Gast. Generales	Gastos Generales / Ventas	-19.1%	0.5%
WK			
PPC	Rotación de cuentas por cobrar	55.0	1.4
PPI	Rotación de inventarios	74.0	0.4
PPP	Rotación de cuentas por pagar	100.5	0.0
Efectivo	Caja/Ventas	1.6%	0.1%

Tabla 44

Resumen estadístico de la simulación para una muestra de 500 valores y probabilidad esperada para rangos del precio de la acción.

Resumen Estadístico Valor de la Acción		Valor de la acción		
			z	probabilidad
Media	5.81	0.0	-3.79	0.01%
Error típico	0.07	3.3	-1.67	4.72%
Mediana	5.87	4.2	-1.08	13.91%
Desviación estándar	1.53	6.5	0.45	67.38%
Varianza de la muestra	2.34	Probabilidad de Precio de la Acción		
Rango	9.66	Menor a 0		0.01%
Mínimo	1.12	Entre 0 a 3.3		4.72%
Máximo	10.78	Entre 3.3 a 4.2		9.18%
Cuenta	500.00	Entre 4.2 a 6.5		53.47%
		Mayor a 6.5		32.62%

2.5 Conclusiones

- 2.5.1 Desde el punto de vista de los ingresos, en el 2015 el negocio de Nutrición Animal (22%) ha superado en participación al negocio de Producto Industrial (13%)
- 2.5.2 Desde el punto de vista de los ingresos, el negocio de Consumo Masivo ha incrementado su participación, en el 2014 tenía un 60% del mercado, y en el 2015 ha logrado un 65%.
- 2.5.3 Actualmente el 60% de los ingresos de Alicorp provienen de las operaciones realizadas en Perú.
- 2.5.4 Entre los planes de la empresa Alicorp destacan los siguientes: (a) Triplicar el tamaño de la compañía en el 2021 logrando una facturación de US\$ 5,000 MM a diciembre del 2021, y (b) lograr que el cincuenta por ciento (50%) de la facturación total provenga de las operaciones fuera del Perú.
- 2.5.5 Entre los objetivos estratégicos que más resaltan, destacan: (a) recomposición de su portafolio de marcas, (b) re perfilar deuda, y (c) consolidar las adquisiciones efectuadas.
- 2.5.6 Se concluye que el ratio de estructura de capital óptimo para Alicorp es de 60% de pasivo, cabe resaltar que el ratio de apalancamiento actual es de 64.2%, este análisis toma en consideración la ponderación del riesgo que genera aumentar pasivos en una estructura de capital, castigando la tasa de interés de las fuentes de financiamiento siempre y cuando ese apalancamiento destruya valor para la empresa.
- 2.5.7 Se concluye que sensibilizar una estructura de capital óptimo, no solo mejora ratios financieros, como son: Deuda sobre EBITDA o ratios de apalancamientos ácidos, sino que lleva a obtener mejor fuentes de financiamiento y lo más importante, lleva a obtener valor para Alicorp.

- 2.5.8 Se concluye que la Bolsa de Valores de Lima, ha tenido una constante caída del valor de acciones, desde hace más de dos años. Dentro de la cartera de acciones, también se encuentra Alicorp que perdió más de 40% del valor de su acción.
- 2.5.9 Se concluye que la recompra de acciones mediante emisión de deuda sería viable, si la rentabilidad por acción sería superior al costo de financiamiento. Para la situación de Alicorp esto no es posible, ya que la rentabilidad por acción actual es menor al costo de financiamiento.
- 2.5.10 Se concluye que una emisión de acciones por parte de Alicorp puede ser posible pero el mercado actual no permite obtener ingresos altos, por la baja cotización de las acciones.
- 2.5.11 Se concluye que una emisión de bonos, considera valoración de la empresa para el mercado, no se pueden poner colaterales en bienes inmuebles. Es por ese motivo, que a enero 2016 la tasa de emisión de Alicorp para bonos es superior a una emisión bancaria. Una emisión de bonos puede fluctuar entre 6 – 7 % de tasa anual, frente al 5.3% que tiene una emisión de deuda bancaria.
- 2.5.12 El capital de trabajo actual (2015) es de 794 millones de soles. Se ha reducido en 25% respecto al obtenido en el 2014, cumpliendo uno de los objetivos estratégicos de la empresa.
- 2.5.13 La estimación del capital de trabajo para el periodo 2016 – 2020 se ha realizado utilizando las variables: efectivo y equivalente de efectivo, cuentas por cobrar, cuentas por pagar e inventarios. Además de los respectivos ratios relacionados a las variables en mención.
- 2.5.14 De acuerdo a la estimación realizada del capital de trabajo para el periodo 2016 – 2020, se concluye que para que Alicorp pueda financiar sus operaciones en el corto plazo necesita, en promedio, S/. 55 millones de soles cada año.

2.5.15 Además del análisis del capital de trabajo actual y de la estimación realizada para el periodo 2016 – 2020, se ha evaluado el capital de trabajo óptimo de Alicorp, para ello se han tomado, del periodo histórico 2012 – 2015, aquellos ratios que optimicen el cálculo del capital de trabajo. Se concluye que considerando ratios óptimos para la cobranza, pago a proveedores y eficiencias en los inventarios, el ahorro en capital de trabajo puede alcanzar los 89 millones de soles en el 2016.

2.5.16 Es recomendable comprar la acción de la empresa, puesto que su valor fundamental se encuentra por encima de su valor de mercado. La percepción del mercado responde a las expectativas pesimistas por la nueva dirección de la empresa.

2.5.17 Las posibilidades para igualar las expectativas del mercado son viables pero requiere de esfuerzos para superar los parámetros del escenario base.



Capítulo III: Plan Financiero

En el capítulo I del presente escrito, se ha desarrollado extensamente las características del sector de consumo masivo, su evolución en los últimos años y las posibles tendencias de acuerdo a como se está moviendo el mercado. En dicho Sector se encuentra desarrollando sus actividades la empresa Alicorp, al igual que sus pares, las empresas Laive, Gloria y Lindley, las cuales han sido consideradas dentro de un comparativo sectorial.

En el capítulo II se ha realizado un análisis minucioso de Alicorp, empezando por su historia, los negocios en los que se desarrolla así como los productos que ofrece, sus planes y objetivos estratégicos. Por el lado del análisis financiero, se evaluó la estructura de capital óptimo así como el análisis de riesgos, y el capital de trabajo.

Finalmente se hizo una valorización de la empresa considerando para la estimación de la misma un periodo de 05 años (2016 – 2020), se han mencionado además los supuestos sobre las ventas, el costo de ventas, los gastos administrativos y el CAPEX.

Una vez conocido el valor de la empresa, en el presente capítulo se proponen 03 estrategias que tienen como objetivo final incrementar el valor de la misma.

3.1 Objetivos del Plan Financiero

Como ya se ha indicado en el Capítulo II, Alicorp presenta deficiencias operativas y financieras. La evidencia más notoria de estas deficiencias se materializó en febrero de 2015, al presentarse los estados financieros al 31 de diciembre de 2014 (EY, 2015). La consecuencia inmediata fue que las calificadoras de riesgo redujeron la calificación de Alicorp e incluso remitieron opiniones en los medios de comunicación, todas con perspectivas desfavorables. Los ratios que más llamaron la atención fueron: deuda sobre EBITDA, variaciones del capital de trabajo, y la utilidad neta, la cual es preciso mencionar, se redujo en 96% respecto de 2013 (EY, 2015). Debido a la situación que atraviesa Alicorp,

se plantean 03 estrategias para incrementar el valor de la empresa, y como consecuencia, mejorar sus ratios de calificación crediticia.

Por lo tanto, antes de desarrollar las 03 estrategias del plan financiero, se definen los siguientes objetivos.

Objetivo principal. Diseñar estrategias para incrementar el valor de la empresa Alicorp.

Objetivos secundarios.

1. Analizar posibles adquisiciones en el sector del consumo masivo, para aumentar valor.

Metas.

- Evaluar si la propuesta mejorará el valor de la empresa;
 - Valorizar las potenciales adquisiciones;
 - Definir una estrategia de compra, basada en una evaluación de valor para Alicorp; y
 - Estructurar la deuda de la posible adquisición.
2. Identificar y evaluar la unidad de negocio que genera mayor valor para Alicorp (i.e., consumo masivo, B2B, acuicultura).

Metas.

- Analizar la unidad B2B con sus propios variables de valor;
 - Desarrollar la valorización de la unidad de negocio de forma independiente a través del análisis de las variables de valor; y
 - Realizar el comparativo del escenario base respecto de la estrategia de independizar la unidad de negocio.
3. Disminuir el ratio de apalancamiento (deuda sobre EBITDA) como medida para mejorar rating de calificación financiera.

Metas.

- Establecer criterios para reducir el ratio de apalancamiento utilizando para ello información de las calificadoras de riesgo; y
- Desarrollar estrategias para disminuir deuda o aumentar EBITDA.

3.2 Estrategias

A continuación se presentan las 03 estrategias que tienen como objetivo maximizar el valor de la empresa.

3.2.1 Adquisiciones

El perfil de crecimiento de Alicorp ocurre de manera orgánica e inorgánica, con alta predeterminación y enfoque en esta última; considerando fuertes proyecciones de CAPEX, mediante adquisiciones de otras empresas, ya sea para ganar participación de mercado en el sector o ingresar a nuevas líneas de negocio, como ocurrió con la compra de Global Alimentos, líder del mercado en cereales, con su marca insignia Cereales Ángel. Alicorp tiene un portafolio diversificado dentro del negocio de consumo masivo y cada vez está adquiriendo nuevas unidades de negocio. Por la razón antes mencionada, se puede evaluar la posibilidad de que la empresa tenga la intención de adquirir a uno de sus principales competidores en Perú; valdría la pena detallar a cada uno de ellos.

Gloria, con facturación mayor a S/.2,500 millones, está presente en los rubros como leche evaporada, yogurt, y quesos. Esta firma es el mayor competidor de Alicorp. Como segundo mayor competidor está San Fernando, cuya empresa ingresó a nuevas categorías del mercado, con productos elaborados que están dando buenos resultados, con ingresos mayores a S/.1,500 millones. El tercer competidor de Alicorp es el grupo Intradevco, empresa que compite en los rubros insecticidas, limpia todo, lavavajillas, lejías, suavizantes, y jabón líquido, y tiene como marcas insignias a Sapolio y Dento (“¿Cuáles Son,” 2014).

Finalmente, Laive también compite en el sector del consumo masivo, empresa de lácteos de la familia Palacios. Laive, con ingresos superiores a S/.400 millones en 2015, abarca las categorías de yogurts, mantequillas, embutidos, y leches frescas, impulsando los resultados de la firma peruana (“¿Cuáles Son,” 2014).

Haciendo un análisis de los principales competidores de Alicorp, se considera como potencial compra a la empresa Laive puesto que sería la apertura para competir con Gloria, en el rubro de leche fresca y evaporada. El siguiente paso sería valorizar a Laive y determinar si para Alicorp esa empresa puede generar mayor valor.

La metodología para valorizar Laive, ha sido la misma que se utilizó para Alicorp en el Capítulo II, donde se desarrolla a detalle el cálculo de los drivers principales.

Las proyecciones de ventas se desarrollaron mediante proyección del PBI de consumo privado, según Tabla 33. Para proyectar el costo de ventas y gastos operativos fue necesario analizar los ratios históricos y ajustarlos al mercado; y de la misma manera, se calcularon las rotaciones de cuentas por cobrar, cuentas por pagar, porcentaje de efectivo sobre las ventas e inventario, para calcular la variación del capital de trabajo.

Los ratios utilizados para la valorización se muestran en la Tabla 45.

El CAPEX se calculó como porcentaje de crecimiento del activo fijo y de los comentarios y expectativas de las memorias y calificadoras de 2014 y 2015.

Tabla 45

Drivers de Laive

Concepto	Valor (%)
Comerciales	
Crecimiento de ventas	
Costo de ventas	77.8
Gastos generales	17.4
Crecimiento	4

Capital de trabajo	
PPC	38.3
PPI	80.8
PPP	90.7
Efectivo	0.5

Se ha determinado que S/.137, 379 millones es el valor de Laive., teniendo como drivers del flujo de caja libre los antes mencionado, drivers propios de Laive en la actualidad. Según se evidencia en la Tabla 46 la deuda es de S/.62, 163 millones y el número de veces EBITDA que vale es 9.6. En el Apéndice D se ve el detalle.

Tabla 46

Flujo de Caja Libre de Laive, con Drivers Propios (Miles S/.)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
FCL	-8,939	9,489	9,854	10,686	11,737	234,616
CCPP (%)	9.43	9.43	9.46	9.46	9.50	9.50
FCL descontado		9,489	9,002	8,918	8,939	163,194
VAN	199,542					
Deuda	62,163					
Valor de empresa	137,379					
# veces EBITDA	9.6					

El siguiente análisis, es valorizar Laive utilizando los drivers que maneja Alicorp, de esta manera se va obtener un valor de Laive desde la perspectiva de compra de Alicorp. No se pueden utilizar todos los drivers principales de Alicorp, ya que hay costos propios del negocio que no van a tener sinergias con la compra. Según se muestra en la Tabla 47, los ratios de Alicorp Perú difieren con los consolidados (Sudamérica). Se debe resaltar que los ratios utilizados para la valorización pertenecen a la matriz en Perú, puesto que la compra es local, y si se utilizan los ratios consolidados, se tendría una distorsión del mercado.

Tabla 47

Drivers de Alicorp

Concepto	Indicador en ámbito (%)	
	Perú	Sudamérica
Comerciales		
Crecimiento de ventas		
Costo de ventas	72.9	71.5
Gastos generales	21.6	19.0
Crecimiento	4.0	4.8
Capital de trabajo		
PPC	44.5	55.0
PPI	65.1	74.0
PPP	135.5	100.5
Efectivo	0.4	1.6

Para la valorización desde la perspectiva de Alicorp, se va mantener los siguientes ratios de Laive: Costo de venta, rotación de inventarios, estructura de capital, y CAPEX, ya que son ratios propios del negocio.

Los ratios que van a generar valor para Alicorp son: Rotación de cuentas por cobrar, costo de la deuda, rotación de cuentas por pagar y Gastos generales (sinergias). Este último es el más importante, ya que representa el 17.4% de los ingresos actuales de Laive.

La Tabla 48 muestra las sinergias consideradas para la valorización desde la perspectiva de Alicorp.

Tabla 48

Análisis de los gastos de Laive y las sinergias con Alicorp (Miles S/.)

Gastos de administración y ventas	Laive	Sinergias (Alicorp)
Cargas de personal	11,947	11,947
Servicios prestados por terceros	4,552	0
Cargas diversas de gestión	730	730
Tributos	685	685
Depreciación y amortización	894	894
Otros	445	445
Gastos de publicidad	31,551	31,551

Servicios prestados por terceros	18,568	0
Cargas de personal	14,529	8,717
Cargas diversas de gestión	1,619	1,619
Depreciación y amortización	2,146	2,146
Tributos	242	242
Provisión por cobranza dudosa	34	34
Otros	2,799	2,799
Totales	90,741	61,809

Teniendo en cuenta los drivers antes mencionados y las sinergias que genera esta adquisición para Alicorp. El valor de Laive, desde la perspectiva de compra de Alicorp, sería de S/.602, 510 millones, según se evidencia en la Tabla 49, el número de veces EBITDA subió a 13, valor superior al que maneja Laive actualmente. En el Apéndice E se ve el detalle.

Tabla 49

Flujo de Caja Libre de Laive, con Drivers de Alicorp (Miles S/.)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
FCL	10,686	28,700	31,049	33,229	36,001	777,364
CCPP (%)	8.89	8.89	8.92	8.92	8.95	8.95
FCL descontado		28,700	28,505	28,007	27,834	551,627
VAN	664,673					
Deuda	62,163					
Valor de empresa	602,510					
# veces EBITDA	13.0					

En conclusión, Alicorp podría pagar por Laive, un rango entre S/.137, 679 y S/.602.510 millones; esta adquisición podría significar para Alicorp aumentar su cartera de productos en el sector del consumo masivo y entrar a competir con Gloria, en su línea estrella; lecha fresca y evaporada.

La adquisición de Laive aumenta valor para Alicorp, y este valor va a depender del precio que pague por la compra.

Para el análisis se consideró un precio de adquisición superior al precio base, si consideramos un precio de adquisición S/.169.379 millones, el aumento del valor de la acción es de 7.8%, como se evidencia en la Tabla 50.

Tabla 50

Valorización de Alicorp Luego de la Adquisición de Laive (Miles S/.)

Concepto	Valor
VAN	8'330,234
Deuda	2'151,507
Valor de empresa	6'178,727
Valor compra – Laive	169,379
N acciones	854,580
Valor de acción (S/.)	7.032

Como se evidencia en la Tabla 51, el aumento de valor que puede generar la adquisición va depender del precio que se pague por Laive. La Tabla 51 muestra la sensibilidad del aumento de valor, según el precio que se pague por Laive.

Tabla 51

Aumento del Precio de la Acción de Alicorp, Luego de la Adquisición de Laive

Precio compra (Millones S/.)	Aumento de valor (%)
137.379	8.3
153.379	8.1
169.379	7.8
245.379	6.4
321.379	5.0
397.379	3.7
235.702	0.0

3.2.2 Spin off

Dentro del análisis de valorización se determinó el valor de la empresa Alicorp, proyectando los flujos de toda la compañía y basándose en variables globales. Realizar una evaluación global de esta compañía puede llevar a la imprecisión, principalmente porque cuenta con tres rubros importantes con grandes similitudes y al mismo tiempo con grandes diferencias.

- El rubro de consumo masivo participa del 56% del total de ventas y 59% en utilidad operativa; y es el rubro con mayor participación y con mejor margen sustentado por la experiencia en la operación desde los inicios de la compañía (Alicorp, 2016x).
- El rubro acuicultura es el más nuevo para Alicorp, sus tasas de crecimiento promedio desde 2013 hasta 2015 son de 44% adoptando una estrategia inorgánica con la adquisición de diversas empresas en Latinoamérica (DTTL, 2014; EY, 2015). Debido a esta estrategia de crecimiento, los indicadores como el margen y la rotación de los agentes de capital de trabajo presentan fuertes variaciones durante los últimos años puesto que las empresas adquirientes tenían una operativa comercial distinta.
- El rubro B2B es el más estable de la compañía en cuanto a márgenes, pero con una participación en la utilidad operativa que va disminuyendo respecto a las otras dos terminando en 2015 con 13%. Esta disminución está principalmente relacionada al decrecimiento en ventas durante los dos últimos años (Alicorp, 2016x).

Reconocer que los rubros económicos tienen particularidades hace entender que la evaluación de estos por separado permitirá disgregar las fortalezas y debilidades de cada uno. Para este análisis, se seleccionó el rubro B2B debido a su potencial crecimiento perdido en los últimos años y a su estabilidad en los costos y gastos operativos. La independización de este permitirá identificar sus fortalezas para potenciarlas y sus debilidades para contraerlas.

La estrategia utilizada para ello es el spin off, cuyo objetivo es evaluar el flujo del rubro B2B como si esta fuera una entidad independiente a la compañía, valorizarla, y luego evaluarla en su conjunto con la empresa para saber si genera valor.

Para valorizar el rubro de B2B, se identificaron las principales variables propias del sector; entre ellas se tiene:

- El crecimiento de ventas se basó en la proyección del PBI Agrícola como se mencionó en el Capítulo II y cuyo promedio interanual es de 3.5%;
- El costo de ventas y el gasto operativo se basaron en los ratios históricos costo de ventas sobre ingresos y gastos operativos sobre ingresos respectivamente (76% para costo de ventas y 14.7% para gastos operativos);
- La variación interanual del capital del trabajo del rubro B2B se ha determinado basado en el análisis comparativo del sector. En la Tabla 52 se presenta el comparativo frente a la rotación de las compañías emergentes y globales y la tomada para el rubro B2B de Alicorp.

Tabla 52

Comparativo de Principales Indicadores de Capital de Trabajo

Indicador	PPC	PPI	PPP
Mercado emergente			
Procesamiento de alimentos	29.50	68.90	39.55
Agricultura	30.77	76.97	31.54
Alicorp	54.98	74.04	100.47
B2B	41.14	70.81	100.47

- El beta aplicado para el rubro es de 0.74, diferencia de 0.02 respecto al de la empresa debido a que este está más correlacionado a la del mercado según Damodaran (2015).

El resultado de la evaluación independiente del rubro B2B ofrece un valor de S/.1, 108 millones y se muestra en la Tabla 53. El valor de la empresa luego de separar el rubro

B2B es de S/.6, 703 millones y se muestra en la Tabla 54. En el Apéndice F y G se ve el detalle.

Tabla 53

Valor del Rubro B2B (Miles S/.)

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
FCL	43,372	43,777	43,395	43,985	1,326,029
CCPP (%)	8.52	8.56	8.56	8.60	8.60
FCL descontado	43,372	40,326	36,822	34,345	953,459
VAN	1'108,324				

Tabla 54

Valor de Alicorp sin el Rubro B2B (Miles S/.)

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
FCL	206,844	204,286	218,328	250,454	8'214,641
CCPP (%)	8.43	8.47	8.47	8.50	8.50
FCL descontado	206,844	188,339	185,574	196,061	5'926,627
VAN	6'703,445				

Si se consolidan las dos valorizaciones, se tiene que el valor de la empresa es de S/.7, 811 millones y el valor de la acción asciende a S/.6.7.

La Tabla 55 resume el resultado de la estrategia, la cual incrementa el valor de la empresa en 2.6%, con lo cual se puede concluir que una independización del rubro B2B puede generar valor de acuerdo con las variables desarrolladas.

Tabla 55

Valor de Alicorp con la Estrategia Spin Off (Miles S/.)

Concepto	Valor
VAN	7'811,769
Deuda	2'089,344
Valor de empresa	5'722,425
N acciones	854,580
Valor de acción (S/.)	6.7

3.2.3 Reducción del ratio de apalancamiento Deuda/EBITDA

Revisando las memorias anuales, pudo determinarse que una de las principales crisis por las que atravesó Alicorp entre el 2014 y 2015, estuvo relacionada con el elevado apalancamiento financiero. Según Manrique (2013), como es conocido, en 2013 diversas firmas peruanas buscaban fuentes de fondeo barato para expandir sus operaciones, e incluso para refinanciar deuda más costosa; Alicorp fue una de ellas. Según Valdiviezo (2015), en las notas de prensa de Alicorp, en 2013 Alicorp emitió bonos por US\$450 millones para financiar adquisiciones (entre sus planes estaba adquirir Global Alimentos, y se concretó en abril de 2014). Es preciso mencionar que al momento de la emisión de bonos, esta fue destacada por el mercado, puesto que la tasa obtenida fue la más baja de una emisión corporativa en la historia peruana, incluso la coyuntura económica en ese momento tenía amplias perspectivas de crecimiento, por lo tanto era una excelente decisión.

Pero ocurrió lo inesperado, la combinación de dos eventos, en primer lugar el incremento en el precio del dólar americano —lo cual produjo elevadas pérdidas cambiarias—, y la desaceleración económica en toda la región. Ello ocasionó, entre otras cosas, un menor EBITDA para Alicorp en el 2014 (ver Tabla 56)

Tabla 56

EBITDA Alicorp para el Periodo 2012-2015

	2012	2013	2014	2015
EBITDA (Miles S/.)	488,658	629,270	354,305	560,615

En la Tabla 56 se observa que el EBITDA se redujo drásticamente en 2014 (44%). Por otro lado, es conveniente analizar la deuda financiera de Alicorp. En la Tabla 57 se muestra cómo ha evolucionado en los últimos cuatro años. En 2014 la deuda financiera se

incrementó 45.3% respecto a 2013; y en 2015, esta se ha visto reducida en aproximadamente 30%.

Tabla 57

Deuda Financiera Alicorp para el Periodo 2012-2015

	2012	2013	2014	2015
Deudas financiera (Miles S/.)	2'054,359	2'054,064	2'984,591	2'089,344

Con la información proporcionada, tanto de EBITDA y Deuda Financiera, se establece el ratio deuda sobre EBITDA, el cual se muestra en la Tabla 58.

Tabla 58

Ratio Deuda/EBITDA Alicorp para el Periodo 2012-2015

	2012	2013	2014	2015
Deuda/EBITDA	4.2	3.3	8.4	3.7

El ratio deuda sobre EBITDA alcanzó un valor de 8.4 en 2014 y en 2015 se redujo a 3.7.

Calificadoras de riesgo, entre ellas Fitch, mencionan que “los mayores flujos de efectivo, como resultado de mejoras operacionales y un moderado gasto de capital, han permitido que Alicorp reduzca su ratio de apalancamiento” (“Fitch Ratificó,” 2016, párr. 2).

A enero de 2016, Fitch ratifica la calificación a Alicorp con el grado BBB pero con perspectiva estable (“Fitch Ratificó,” 2016). También se debe recordar que el año pasado se encontraba con calificación BBB y perspectiva negativa.

En la Tabla 59 se puede observar en el grado de calidad en el que se encuentra Alicorp de acuerdo con Fitch. Por otro lado, Moody's, otra agencia calificadora de riesgo, también rebajó el año pasado la calificación de Alicorp, y pasó de Baa2 a Baa3 con perspectiva estable (“Moody's Redujo,” 2015).

Tabla 59

Calificación de las Principales Agencias de Rating

Grado de calidad		Moody's	S&P y Fitch
Inversión	Óptima	Aaa	AAA
		Aa1	AA+
		Aa2	AA
	Buena	Aa3	AA-
		A1	A+
		A2	A
	Satisfactoria	A3	A-
		Baa1	BBB+
		Baa2	BBB
Especulación (bono basura)	Cuestionable	Baa3	BBB-
		Ba1	BB+
		Ba2	BB

Nota. Tomado de “Fitch Mejora la Nota de España,” por C. Delgado, 2014. *El País*. Recuperado de http://economia.elpais.com/economia/2014/04/25/actualidad/1398439091_903764.html

Para ambas calificadoras de riesgo, en la actualidad, el grado de calidad es satisfactorio, pero el inconveniente principal sigue siendo el elevado apalancamiento de Alicorp.

Si bien es cierto, Alicorp en el 2015 obtiene un ratio deuda/EBITDA de 3.7, Fitch espera que Alicorp siga reduciendo su ratio deuda sobre EBITDA hasta ubicarse en el rango de 2.5 a 3.0 para finales de 2016 (“Fitch Ratificó,” 2016).

Para poder implementar dicha estrategia, se ha optado por evaluar la posibilidad de disminución del capital de trabajo y/o la no repartición de dividendos; ello con el objetivo de disminuir la deuda financiera de Alicorp para 2016 y cumplir con las expectativas por parte de las calificadoras de riesgo.

En la Tabla 60, se muestra la estimación del EBITDA de Alicorp para los años 2016 – 2020.

Tabla 60

Estimación del EBITDA Alicorp para el Periodo 2016-2020

Período	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA (Miles S/.)	671,543	706,540	761,250	822,874	873,390

En la Tabla 61, se muestra la estimación de la deuda de Alicorp para los años 2016 - 2020.

Tabla 61

Estimación de la Deuda de Alicorp para el Periodo 2016-2020

Período	2016	2017	2018	2019	2020
Deuda (Miles S/.)	2'286,884	2'545,095	2'827,505	3'125,955	3'447,978

Se ha elaborado el ratio deuda sobre EBITDA, considerando las estimaciones ya mostradas para 2016-2020 (ver Tabla 62).

Tabla 62

Estimación del EBITDA Alicorp para el Periodo 2016-2020

Período	2016	2017	2018	2019	2020
Deuda/EBITDA	3.4	3.6	3.7	3.8	3.9

Se puede observar, en la Tabla 62, que de acuerdo a nuestras estimaciones, el ratio deuda sobre EBITDA se mantiene en 3.4 para 2016.

Para adaptarlo, de acuerdo con lo establecido por la calificadora Fitch, la deuda debe disminuir en 2016 en S/.386 millones aproximadamente (antes 2'287 millones), y manteniendo el EBITDA constante, con ello se logrará disminuir el ratio Deuda/indicado a 2.8. Ver Tabla63.

Tabla 63

Estimación del ratio Deuda/EBITDA Alicorp para el año 2016

Período	2016
Deuda (Miles S/.)	1'900,084
EBITDA	671,543
Deuda/EBITDA	2.8

Conociendo en cuanto debe disminuir la deuda, y considerando que líneas arriba se mencionó que podía ser a través de capital de trabajo, se han realizado implementaciones en el capital de trabajo. Mediante la reducción de las cuentas por cobrar en un día, reducción del periodo promedio de inventarios en cuatro días, y aumentando las cuentas por pagar en cuatro días, se logran eficiencias en el capital de trabajo, lo que permite disminuir este en S/.123.5 millones. Ver Tabla 64.

Tabla 64

Estimación del ratio Deuda/EBITDA Alicorp para el año 2016

Ratios	Estimados 2016	Estimados 2016 - Estrategia 3
Periodo promedio cobro (PPC)	55.0	54.0
Periodo promedio inventario (PPI)	74.0	70.0
Periodo promedio pago (PPP)	100.5	104.0
Efectivo / Ventas	1.6%	1.6%
Inversión en capital de trabajo	19,464	-104,074
Disminución en capital de trabajo		-123,538

Dicho monto, S/.123.5 millones, puede servir para reducir la deuda financiera. El monto restante, S/.263.3 millones, puede financiarse utilizando la utilidad neta luego del pago de dividendos. Por lo tanto, se puede concluir que es posible disminuir el ratio deuda sobre EBITDA, mediante una disminución de la deuda financiera. Para poder disminuir esta, se realizarán eficiencias en el capital de trabajo y además se obtendrá dinero luego de la repartición de los dividendos correspondientes al ejercicio en curso.

3.2.4 Unificación de Estrategias

El estudio de las estrategias de adquisición y spin-off nos demuestran que existe una generación de valor por separado. Adicionalmente, se ha presentado una alternativa para la reducción del ratio de apalancamiento, lo que permite tener mejores tasa de financiamiento. Sin embargo, la unión de estas estrategias puede no significar un incremento de valor.

Para realizar el análisis en conjunto se consideró la unificación de los flujos de caja de las estrategias de adquisición y spin-off y se descontó con el impacto que trae la reducción del apalancamiento. En la Tabla 66 se observa el resultado de los flujos de las estrategias de adquisición y spin-off y la suma de los mismos.

Para la tasa de descuento, es necesario considerar que la estrategia de reducción de ratio de apalancamiento permite reducir las tasas de financiamiento. Utilizando el análisis de sensibilidad de emisión de deuda del Capítulo 2, se propone una disminución de la tasas de financiamiento lineal decreciente. En la Tabla 65 se observa las tasas estimadas, así como el impacto en el costo de capital promedio ponderado.

Tabla 65

Tasas estimadas para los años proyectados

Período	2016	2017	2018	2019	2020
Tasa Deuda	5.80%	5.6%	5.4%	5.2%	5.0%
%Deuda	64%	64%	64%	64%	64%
%Capital	36%	36%	36%	36%	36%
CCPP	8.4%	8.4%	8.3%	8.2%	8.1%

Luego de realizar el cálculo de los flujos de caja anuales y las respectivas tasas de descuento, se realizó la formulación del valor actual neto de los flujos descontados dando como resultado S/. 8,622 millones.

Para encontrar el valor de la empresa es necesario retirar la deuda actual de la empresa, la deuda de la adquisición de Laive; así como el valor de compra, dando como resultado S/. 6,301 millones.

Realizando un comparativo con el escenario base tenemos un crecimiento de valor de 13%. En la Tabla 66 se presenta el detalle del cálculo y En el Apéndice H se ve el detalle del flujo de caja libre.

Tabla 66

Flujo de Caja de estrategias consolidadas

Período	2016	2017	2018	2019	2020
FCL Alicorp	43,372	43,777	43,395	43,985	1,326,029
FCL B2B	206,844	204,286	218,328	250,454	8,214,641
FCL Adquisición	28,700	31,049	33,229	36,001	777,364
FCL Total	278,916	279,112	294,952	330,439	10,318,034
CCPP	8.4%	8.3%	8.2%	8.1%	8.0%
FCL Descontado	278,916	257,738	251,944	261,314	7,572,162
VAN	8,622,075				
Deuda	2,151,507				
Valor compra Laive	169,379				
Valor de Empresa	6,301,189				
# Acciones	854,580				
Valor de Acción	7.373				

3.2.5 Conclusiones

1. Alicorp presenta diferentes estrategias para cada una de sus líneas de negocio. El negocio B2B presenta una estrategia de crecimiento orgánico, acuicultura inorgánico y consumo masivo una combinación de ambas.
2. Para cada uno de los negocios es necesario considerar que las variables de valor son diferentes y deben ser analizadas para compararlas con el mercado y posiblemente generar eficiencias.

3. Separar el negocio B2B de Alicorp nos demuestra que puede generar valor siempre y cuando se realicen eficiencia en las variables de valor de acuerdo al mercado. El spin off es una estrategia que permite fortalecer las ventajas de un rubro particular de negocio sin que las desventajas de la compañía perjudiquen su gestión.
4. Se concluye que Alicorp tiene dentro de su plan de crecimiento, crecer de manera inorgánica. Por lo tanto, se consideró una estrategia de adquisición dentro del mercado peruano, siendo la empresa Laive la elegida, por las siguientes razones: Rubro de consumo masivo que no tiene actualmente Alicorp (Leche fresca y evaporada), siendo Gloria, su mayor competidor de consumo masivo, el líder en ese rubro.
5. Se concluye que para la valorización desde la perspectiva de Alicorp, se va mantener los siguientes ratios de Laive: Costo de venta, rotación de inventarios, estructura de capital, y CAPEX, ya que son ratios propios del negocio. Los ratios que van a generar valor para Alicorp son: Rotación de cuentas por cobrar, costo de la deuda, rotación de cuentas por pagar y Gastos generales (sinergias)
6. Se concluye que el valor financiero que proyecta Laive, con drivers propios, es menor considerando una valorización con drivers de Alicorp. Por lo tanto, existe un spread para lograr que Alicorp compre Laive.
7. Se concluye que Laive está valorizado en 9.6 veces EBITDA, ratio promedio para el sector de consumo masivo. Mientras que la valorización desde el punto de vista de Alicorp, considerando ratios propios de empresa, brinda un valor de 13 veces EBITDA.
8. Se concluye que la adquisición de Laive aumenta valor para Alicorp, y este valor va a depender del precio que pague por la compra. El precio por la adquisición va desde S/ 139.379 hasta S/. 235.702 millones. A su vez esta adquisición puede generar un aumento de valor hasta de 8.3 %.

9. Las calificadoras de riesgo aportan información valiosa para la toma de decisiones de una empresa. Si bien es cierto no es una obligación por parte de las empresas cumplir a cabalidad con ciertos criterios que sugieren las calificadoras de riesgo, en el caso de Alicorp, la empresa consideró lo sugerido por las calificadoras de riesgo, referido al ratio deuda sobre EBITDA, el cual debería ubicarse en un rango de 2.5x a 3x. Como ya se ha mencionado, en el 2014 el ratio deuda sobre EBITDA de Alicorp se encontraba en un valor 8.4x. Utilizar el criterio deuda sobre EBITDA, y tener en cuenta un rango sugerido entre 2.5x a 3x permitió cuantificar en cuanto debe disminuir la deuda en el 2016, de tal manera que se mantenga una calificación crediticia, además de enfrentar de esta manera futuros riesgos de crédito.
10. En el caso de Alicorp, y en congruencia con uno de sus objetivos estratégicos, el cual es disminuir el capital de trabajo, se concluye que una estrategia para disminuir la deuda proviene de mejoras en el capital de trabajo. Optimizar el periodo promedio de inventarios (PPI), periodo promedio de cobro (PPC) o pago (PPP) puede generar menor necesidad operativa a corto plazo, destinando dicho ahorro al pago de la deuda financiera.
11. En 2015 Alicorp no repartió dividendos, y dicha decisión tuvo como finalidad pagar parte de la deuda financiera. Para 2016, se ha determinado que la utilidad neta permitirá pagar los dividendos correspondientes e incluso contribuir al pago de la deuda. Por lo tanto, se puede concluir que es posible disminuir el ratio deuda sobre EBITDA, mediante una disminución de la deuda financiera. Para poder disminuir esta, se realizarán eficiencias en el capital de trabajo y además se obtendrá dinero luego de la repartición de los dividendos correspondientes al ejercicio en curso. Finalmente, a diferencia de 2015, sí habrá reparto de dividendos.
12. Las estrategias consolidadas implican un crecimiento de 13% del valor del flujo base debido a las sinergias presentadas por cada una. El Spin-off nos permite eficiencias en las variables de valor del negocio B2B, la adquisición nos permite incrementar valor

debido a la reducción de costos de venta y la disminución del ratio de apalancamiento permite mejorar el rating de las calificadoras para conseguir mejores tasas de financiamiento.



Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones

4.1 Conclusiones Finales

A partir de lo analizado y desarrollado, se presentan las conclusiones finales del *Plan Financiero Empresarial para Alicorp*:

1. La tendencia a nivel mundial del Sector de Consumo Masivo es decreciente, debido a que las ventas se han contraído por una coyuntura económica, en especial, por la variación de los precios de los “commodities”; sin embargo, en el Perú la tendencia del Sector de Consumo Masivo es creciente. De acuerdo al análisis realizado con la información que proporciona el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), se prevé que para los siguientes cuatro años, la tendencia creciente para dicho sector se mantenga. Es por ello, que en el presente trabajo se considera de suma importancia plantear una serie de estrategias que permitan acompañar la tendencia creciente del mercado incrementando así el valor para Alicorp.
2. Se ha identificado que Alicorp impulsó hasta el 2014 su crecimiento y expansión tomando deuda, el propósito era crecer orgánicamente e inorgánicamente bajo el supuesto del crecimiento económico que mantenía el Perú en ese momento. Se concluye que dicho supuesto resultó errado y ha llevado a la empresa Alicorp a perder valor en ese año.
3. El desenvolvimiento del Sector de Consumo Masivo en el Perú explica su crecimiento en dos razones fundamentales, (a) por la situación económica obtenida en el Perú es mejor a la mostrada por los países latinoamericanos, y (b) los indicadores macroeconómicos que se muestran en el último reporte de inflación indican que habrá crecimiento en los próximos años.
4. El consumidor peruano se está volviendo más sofisticado, es por ello que la oferta de productos de Alicorp está cada vez más ligada a las Plataformas *Core* del negocio.

5. En cuanto a la estructura financiera, se concluye que el Sector de Consumo Masivo se encuentra apalancado en un 45% aproximadamente.
6. Uno de los objetivos estratégico de Alicorp es la reducción del capital de trabajo. Lo cual se evidencia a través de las estrategias de Spin-off, donde se establece eficiencias en el capital de trabajo del negocio de B2B y, la estrategia de reducción de apalancamiento, donde se disminuye la variación de inversión en el capital de trabajo.
7. Alicorp tiene un comportamiento diferenciado por cada uno de sus segmentos de negocio, siendo el desarrollo de: (a) consumo masivo por crecimiento orgánico, (b) producto industrial llamado también B2B por aseguramiento de margen, y (c) acuicultura por crecimiento inorgánico.
8. Alicorp evidencia una fuerte inversión en CAPEX en 2013 y 2014, llegando a 30% y 24% sobre el activo fijo respectivamente, obteniendo un incremento en la deuda financiera para realizar dichas adquisiciones. Debido a ello, en el 2015, el ratio CAPEX sobre activo fijo se redujo a 4.6%. La estrategia de Spin-off refleja un replanteamiento en cuanto a la cantidad de adquisiciones que se puedan realizar, considerando la posibilidad de eliminar el crecimiento inorgánico y evaluar la independización de los negocios; y como se ha visto en el capítulo 3, resulta en un incremento de valor.
9. Evaluar por separado los segmentos de negocio ha permitido identificar las principales variables por cada uno de ellos. Para el segmento B2B, se considera su manejo en la rotación de cuentas por pagar e inventario, al igual que la estabilidad en la gestión de costo de ventas, soportado por el volumen de costo en commodities.
10. Realizar un spin off para el sector del consumo masivo significa un riesgo debido al porcentaje de participación en la utilidad operativa (59%) como en la capacidad de distribución asociada al volumen de consumidores. El rubro B2B no presenta ese

riesgo debido a: (a) que sus clientes son corporativos, (b) la capacidad de distribución es menor, y (c) el valor de la marca no es tan relevante.

11. El rubro B2B, valorizado de forma independiente, permite mejorar el valor de la compañía en 2.6%, otorgando un valor por acción de S/.6.7.
12. La estrategia de adquirir la empresa Laive, trae consigo un incremento de valor sobre Alicorp de hasta 8.3% dependiendo de cuanto se pague por dicha empresa. Es preciso recalcar que el análisis es en base a la proyección cualitativa de las ventas, teniendo como premisa que la cadena de distribución de Alicorp es superior a la que ostenta Gloria, quien es el líder absoluto en el rubro de leche fresca. Se concluye que la expectativa de crecimiento en ventas para Alicorp es superior a la proyectada por Laive; por ende, el aumento de valor puede llegar a cifras mayores de 8.3% estimado. En conclusión, se debe realizar la operación de adquisición de Laive.
13. La estrategia de adquisición de Laive resulta beneficiosa para Alicorp porque incrementa valor; sin embargo, puede ser perjudicial para otra estrategia prevista por la empresa, como es la reducción del ratio deuda sobre EBITDA a corto plazo. El CAPEX generado por la adquisición de Laive no contribuye a la disminución de la deuda, pero se antepone la generación de valor para la empresa.
14. Las calificadoras de riesgo aportan información valiosa para la toma de decisiones de una empresa. En el caso de Alicorp, se consideró lo mencionado por las calificadoras de riesgo, referido a considerar el ratio deuda sobre EBITDA en un rango de 2.5x a 3x para el 2016. Considerar el rango de dicho ratio permitió a la empresa cuantificar en cuanto debía disminuir la deuda hasta lograr dichos valores, enfrentando también de esta manera futuros riesgos de crédito.
15. Un aspecto relevante a considerar para disminuir deuda proviene del capital de trabajo. Optimizar el periodo promedio de inventarios y cuentas por cobrar o pagar, puede generar menor necesidad operativa a corto plazo, destinando dicho ahorro al pago de la deuda financiera.

16. Se concluye que la unificación de las estrategias propuestas en el capítulo III permiten posibles sinergias. El Spin-off por si solo permite alcanzar un crecimiento de valor de 2.6% sobre el flujo base, en cuanto a la adquisición de Laive se logra un crecimiento de 8.3% sobre el flujo base, y la reducción del ratio de apalancamiento de un 1%. La consolidación de las estrategias permite a Alicorp crecer en un 13%, por encima de implementación de estrategias individuales.

4.2 Recomendaciones

A través de este *Plan Financiero Empresarial para Alicorp*, se llega a consideraciones importantes como:

1. Se vuelve fundamental en términos de aspectos estratégicos contar con el respaldo del Grupo Romero, para fortalecer las negociaciones al momento que Alicorp lleve a cabo futuras adquisiciones.
2. Debido a las consecuencias que han traído en los últimos años las adquisiciones de Alicorp, se recomienda contar con un Plan de Adquisiciones que fije políticas para determinar su viabilidad, considerando que cada operación incremente el valor de la empresa.
3. De acuerdo a la valorización base realizada para Alicorp y que ha sido descrita en el Capítulo II, se recomienda la compra de acciones debido a que su valor fundamental es mayor a la perspectiva del mercado. Si además consideramos que Alicorp llevará a cabo las estrategias desarrolladas en el capítulo III, se ratifica la adquisición de acciones de Alicorp.
4. Se hace imperioso continuar con la reducción de la deuda financiera para mantener o mejorar la perspectiva estable que otorgan las calificadoras de riesgo y permite acceder a mejores tasas de financiamiento.

5. Se recomienda la adquisición de Laive ya que se demuestra la generación de valor para Alicorp, además contribuye a la diversificación en el segmento de consumo masivo.
6. Se recomienda mantener una política de derivados no especulativa, que permita protegerse de la variación de las materias primas como de las divisas.
7. Mediante las recomendaciones de las calificadoras de riesgo se pueden tomar decisiones que le permitan mejoras a Alicorp. Es importante mantenerse actualizado sobre los ratings que estas le otorguen. Si bien es cierto, disminuir la deuda es una tarea compleja, para Alicorp es importante mantenerse con una calificación triple B; es necesario recordar que es una empresa multilatinas y como tal debe cumplir con los requisitos que ciertas calificadoras de riesgo le sugieren.
8. Si Alicorp desea que las ventas generadas tengan mayor participación gracias al mercado internacional se debe tener un crecimiento orgánico en los países en los que ya cuenta con presencia más que en el crecimiento inorgánico con adquisiciones de marcas extranjeras.
9. Se recomienda a Alicorp aplicar el plan financiero empresarial ya que las estrategias presentadas (Spin-off, Adquisición y reducción de apalancamiento) generan valor para la empresa.

Referencias

- ¿Cuáles son las firmas de consumo que más facturan en el Perú?. (2014, 4 de setiembre). *El Comercio*. Recuperado de <http://elcomercio.pe/economia/negocios/cuales-son-firmas-consumo-que-mas-facturan-peru-noticia-1754460>
- ¿Qué marcas lideran la preferencia de los consumidores peruanos?. (2015, 26 de mayo). *Perú21*. Recuperado de <http://peru21.pe/economia/sabes-cuales-son-marcas-que-lideran-preferencias-consumidores-peruanos-2219561>
- Alicorp aumenta sus ventas en 3.4% en tercer trimestre y su deuda cae en 10%. (2015, 1 de noviembre). *Gestión*. Recuperado de <http://gestion.pe/empresas/alicorp-aumenta-sus-ventas-34-tercer-trimestre-y-su-deuda-cae-10-2147047>
- Alicorp avanza en su estrategia de crecimiento. (2015, 2 de noviembre). *Business: Negocios en el Perú*. Recuperado de <http://www.revistabusiness.com.pe/2015/11/02/alicorp-avanza-en-su-estrategia-de-crecimiento/>
- Alicorp compra empresa dueña de cereales Ángel por US\$ 107.7 millones. (2014, 30 de abril). *LaRepublica.pe*. Recuperado de <http://larepublica.pe/30-04-2014/alicorp-compra-empresa-suena-de-cereales-angel-por-unos-us-1077-millones>
- Alicorp designó a Alfredo Pérez Gubbins como gerente general a partir de octubre. (2015, 20 de abril). *Gestión*. Recuperado de <http://gestion.pe/empresas/alicorp-designo-alfredo-perez-gubbins-como-gerente-general-partir-octubre-2130639>
- Alicorp incrementa ventas impulsado por negocio de nutrición animal. (2015, 31 de julio). *Gestión*. Recuperado de <http://gestion.pe/empresas/alicorp-incrementa-ventas-impulsado-negocio-nutricion-animal-2138681>

- Alicorp. (2013). *Alicorp: Presentación corporativa*. Recuperado de http://www.alicorp.com.pe/alicorp/content/inversionistas/pdf/hechos/Alicorp_Corporate_Presentation_2Q13ESP.pdf
- Alicorp. (2013x). *Alicorp: Informe de Sostenibilidad*. Recuperado de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/desarrollo-sostenible/reporte-de-sostenibilidad.html>
- Alicorp. (2014b). *Acuerdos de Junta de Accionistas* (convocada en marzo de 2014).
Recuperado de http://www.alicorp.com.pe/alicorp/content/inversionistas/pdf/acuerdos/Acuerdos_de_Junta_de_Accionistas_Convocada_Marzo_2014.pdf
- Alicorp. (2014x). *Nuestra visión, misión y valores*. Recuperado de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/nosotros-/nuestra-vision-mision-y-valores.html>
- Alicorp. (2014y). *¿Cuál es nuestra historia?* Recuperado de [http://www.grupoalicorp.com/alicorp-paises/nosotros/cual-es-nuestra-historia\(82\).html](http://www.grupoalicorp.com/alicorp-paises/nosotros/cual-es-nuestra-historia(82).html)
- Alicorp. (2014z). *Nuestras metas al 2021*. Recuperado de http://reporte2013.grupoalicorp.com/reportes2013_alicorp/estrategia/index.html
- Alicorp. (2015). *Memoria anual 2014 de Alicorp S.A.A.* [correspondiente al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2014]. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/hhii/B30006/20150302084601/MEMORIA32ANUAL322014.PDF>
- Alicorp. (2016x). *Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2015*. Recuperado de

<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

Apoyo & Asociados. (2016). *Alicorp S.A.A. y Subsidiarias (Alicorp)* (Informe trimestral).

Recuperado de

http://128.121.179.224/files/instituciones_no_financieras/alicorp/cu/alicorp_cu_s et.pdf

Avellaneda, O. (2015, 3 de marzo). Alicorp toma medida para mejorar resultados este 2015.

El Comercio. Recuperado de

<http://elcomercio.pe/economia/negocios/alicorp-toma-medidas-mejorar-resultados-este-2015-noticia-1795084>

Benza, P. (2015, 1 de noviembre). Utilidad de Alicorp subió 12.1% a S/.74.3 millones en el

tercer trimestre. *SEMANAeconómica.com*. Recuperado de

<http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/172987-utilidad-de-alicorp-subio-12-1-a-s-74-3-millones-en-el-tercer-trimestre/>

Bolsa de Valores de Lima [BVL]. (2016). *Empresas con valores listados: Alicorp S.A.A.*

Recuperado de

http://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones21400_QUxJQ09SQzE.html

Class & Asociados. (2015). *Fundamento de clasificación de riesgo: Gloria S.A.*

Recuperado de <http://www.classrating.com/Gloria.pdf>

Damodaran, A. (2015). *Implied equity risk premium update* [actualización de prima de riesgo

implícita]. Recuperado de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- Delgado, C. (2014, 25 de abril). Fitch mejora la nota de España. *El País*. Recuperado de http://economia.elpais.com/economia/2014/04/25/actualidad/1398439091_903764.html
- Deloitte Touche Tohmatsu Limited [DTTL]. (2013). *Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados financieros consolidados al el 31 de diciembre de 2012 y 2011 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>
- Deloitte Touche Tohmatsu Limited [DTTL]. (2014). *Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>
- Ernst & Young [EY]. (2015). *Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2014 y 2013 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>
- Fitch ratificó la nota de Alicorp en BBB. (2016, 22 de enero). *SEMANAeconómica*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/177679-fitch-ratifico-la-nota-de-alicorp-en-bbb/>
- Flores, H. (2014, 19 de noviembre). Alicorp: A ritmo multilatin. *América Economía*. Recuperado de <http://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/alicorp-ritmo-multilatin>

- Hurtado, J. (2016, 18 de febrero). Alicorp: El mercado internacional es clave para su recuperación. *SEMANAeconómica.com*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/180207-alicorp-el-mercado-internacional-es-clave-para-su-recuperacion/>
- Ibarguren, S. (2015, 17 de febrero). Resultados Alicorp 2014: ¿por qué cayó tanto su utilidad neta?. *SEMANAeconómica.com*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/154406-resultados-alicorp-2014-por-que-cayo-tanto-su-utilidad-neta/>
- Kantar Worldpanel. (2015). *Sobre nosotros*. Recuperado de <http://www.kantarworldpanel.com/la/Sobre-nosotros>
- León, A. (2013, 14 de enero). Entrevista Paolo Sacchi Giurato, gerente general de Alicorp. *El Comercio*. Recuperado de http://www.alicorp.com.pe/alicorp/content/inversionistas/pdf/hechos/140113d_Nota_de_Prensa_PaoloSacchi_El%20Comercio.pdf
- Manrique, O. (2013, 20 de marzo). Sigue furor de empresas por financiarse con bonos. *Gestión*. Recuperado de <http://gestion.pe/mercados/sigue-furor-empresas-financiarse-bonos-2061942>
- Marcas peruanas lideran ranking de consumo masivo en el mercado. (2015, 28 de mayo). *LaRepública.pe*. Recuperado de <http://larepublica.pe/impres/sociedad/3349-marcas-peruanas-lideran-ranking-de-consumo-masivo-en-el-mercado>
- Moody's redujo la calificación de Alicorp de Baa2 a Baa3, con perspectiva estable. (2015, 5 de mayo). *SEMANAeconómica*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/159668-moodys-redujo-la-calificacion-de-alicorp-de-baa2-a-baa3-con-perspectiva-estable/>

Perú: Conoce cuáles son las 10 marcas más elegidas por los hogares. (2015, 21 de mayo).

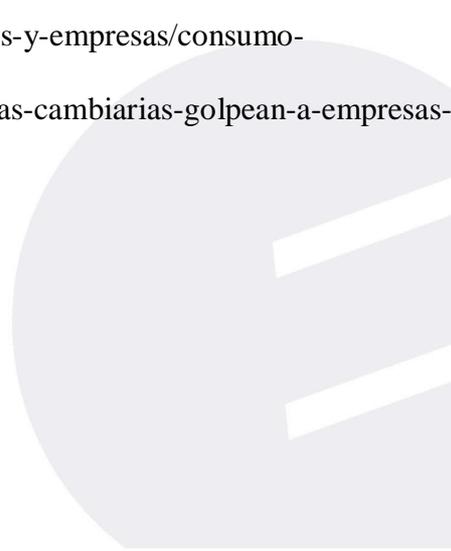
Perú.com. Recuperado de <http://peru.com/actualidad/economia-y-finanzas/estas-son-diez-marcas-mas-elegidas-familias-peruanas-noticia-358434>

Valdiviezo, C. (2015, 5 de mayo). Alicorp en problemas: mucha deuda, menores ganancias y

un nuevo CEO. *SEMANA Económica.com*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/159681-alicorp-en-problemas-mucha-deuda-debiles-resultados-y-un-nuevo-ceo/>

Vega, J. M. (2015, 14 de agosto). Gastos financieros y pérdidas cambiarias golpean a

empresas de consumo masivo. *SEMANA Económica.com*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/166966-gastos-financieros-y-perdidas-cambiarias-golpean-a-empresas-de-consumo-masivo/>



Apéndice A: Estado de Resultados de Alicorp (Miles S/.)

Concepto	2012	2013	2014	2015
Ventas netas	4'473,717	5'818,297	6'282,995	6'580,488
Costos de ventas	-3'254,369	-4'237,666	-4'571,288	-4'713,108
Utilidad bruta	1'219,348	1'580,631	1'711,707	1'867,380
Gastos de ventas	-495,350	-720,358	-818,384	-910,178
Gastos de administración	-242,706	-298,518	-350,453	-373,360
Otros ingresos operativos	5,937	67,898	39,684	31,231
Otras ganancias (pérdidas)		-4,090	-207,497	-30,040
Ganancia de la baja en activos financieros medidos al costo amortizado	1,429			
Otros gastos operativos			-20,752	-24,418
Utilidad de operación	488,658	625,563	354,305	560,615
Ingresos financieros	12,003	59,103	15,778	0
Gastos financieros	-45,235	-180,700	-228,251	-366,652
Diferencias de cambio neto	26,329	-121,497	-81,272	-31,917
Otros ingresos (gastos) de las subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas		-1,496	-549	-6,535
Pérdidas de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable	-21,128			
Resultado antes de impuesto a las ganancias	459,991	380,973	60,011	155,511
Gasto por impuesto a las ganancias	-167,415	-125,778	-47,644	-75,465
Ganancia (pérdida) neta de operaciones continuadas	292,576	255,195	12,367	157,473
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas, neta del impuesto a las ganancias	58,814	63,489	-332	0
Utilidad (perdida) neta de actividad continuas	351,390	318,684	12,035	157,473

Nota. Adaptado de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de “Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015,” por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

Apéndice B: Estado de Situación Financiera de Alicorp (Miles S/.)

Concepto	2012	2013	2014	2015
Activo				
Activo Corriente				
Efectivo y equivalente de efectivo	92,890	90,774	99,521	112,529
Activos financieros	4,740	55,524	332,674	52,767
Cuentas por cobrar comerciales	1'160,208	1'145,270	1'217,333	1'084,921
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)	959,774	948,126	977,714	986,522
Otras cuentas por cobrar neto	164,478	26,292	193,924	75,893
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	425	425	157	1,882
Anticipos	35,531	35,531	45,538	20,624
Inventarios	790,252	790,247	987,579	1'010,787
Activos por impuestos a las ganancias	61,967	53,595	103,186	93,903
Otros activos no financieros	12,104	12,112	19,934	33,244
Total de activos	2'122,161	2'147,522	2'760,227	2'388,151
Activos no corrientes	9,559	9,559	23,047	30,033
Total Activo Corriente	2'131,720	2'157,081	2'783,274	2'418,184
Activo No Corriente				
Otros activos financieros	271,609	246,445	328,833	222,967
Inversiones en subsidiarias	29,205	24,708	24,179	17,890
Cuentas por cobrar comerciales	21,375	45,117	36,715	58,419
Propiedades plantas y equipos netos	1'876,942	1'870,047	2'073,569	2'022,448
Activos intangibles distintos de la plusvalía	777,069	487,864	591,905	545,268
Plusvalía	697,310	724,084	897,622	825,347
Activos por impuestos diferidos	89,067	94,816	90,868	102,353
Activos biológicos				790
Total Activo No Corriente	3'762,577	3'493,081	4'043,691	3'795,482
Total Activo	5'894,297	5'650,162	6'826,965	6'213,666
Pasivo y Patrimonio				
Pasivo Corriente				
Otros pasivos financieros	292,175	291,880	1'169,809	523,467
Cuentas por pagar comerciales	788,996	765,619	1'107,496	1'409,319
Cuentas por pagar comerciales	678,974	680,260	1'001,484	1'315,393
Otras cuentas por pagar	104,871	80,208	103,832	93,835
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	5,151	5,151	2,180	91
Provisión por beneficios a los empleados	95,326	96,815	84,761	101,737
Otras provisiones	12,358	14,117	15,202	26,666
Pasivos por impuestos a las ganancias	2,593	2,593	10,370	12,699
Total Pasivo Corriente	1'191,448	1'171,024	2'387,638	2'073,888
Pasivo No Corriente				
Obligaciones financieras y otros pasivos financieros	1'762,184	1'762,184	1'814,782	1'565,877
Otras cuentas por pagar	126,597	126,597	98,212	13,867
Provisión por beneficios a los empleados	7,403	7,403	6,475	3,593
Otras provisiones	8,265	8,265	3,006	2,810
Pasivos por impuestos diferidos	432,357	399,367	420,836	330,625
Total Pasivo No Corriente	2'336,806	2'303,816	2'343,311	1'916,772
Total Pasivo	3'528,254	3'474,840	4'730,949	3'990,660
Patrimonio Neto				
Capital emitido	847,192	847,192	847,192	847,192
Acciones de inversión	7,388	7,388	7,388	7,388
Otras reservas de capital	160,903	160,903	169,438	169,438
Resultados acumulados	1'263,996	1'101,904	1'001,240	1'130,193
Otras reservas de patrimonio	77,734	50,398	61,607	45,998
Participaciones no controladoras	8,830	7,537	9,151	22,797
Total Patrimonio Neto	2'366,043	2'175,322	2'096,016	2'223,006
Total Pasivo y Patrimonio	5'894,297	5'650,162	6'826,965	6'213,666

Nota. Adaptado de "Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2012 y 2011 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes," por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2013, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias.pdf>; de "Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes," por Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), 2014, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>; de "Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2014 y 2013 junto con el Dictamen de los Auditores Independientes," por Ernst & Young (EY), 2015, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>; y de "Alicorp S.A.A. y Subsidiarias: Notas a los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2015," por Alicorp, 2016x, recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20a%20los%20EEFF%20Consolidados%204T%202015.pdf>

Apéndice C: Flujo de Caja Libre – Escenario Base (Miles S/.)

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	6'966,771	7'459,223	7'972,760	8'443,313	8'944,751
Costo de ventas	-4'968,479	-5'332,798	-5'712,432	-6'055,550	-6'421,715
Margen bruto	1'998,291	2'126,425	2'260,329	2'387,763	2'523,036
Gastos generales	-1'326,749	-1'419,885	-1'499,079	-1'564,889	-1'649,646
EBITDA	671,543	706,540	761,250	822,874	873,390
Depreciación	-110,725	-115,835	-121,181	-126,773	-132,624
EBIT	560,818	590,705	640,069	696,101	740,766
Participación trabajadores (10%)	-56,082	-59,071	-64,007	-69,610	-74,077
Impuesto	-141,326	-143,541	-155,537	-162,888	-173,339
Depreciación	110,725	115,835	121,181	126,773	132,624
NOPAT	474,135	503,928	541,706	590,377	625,974
CAPEX	-178,076	-201,642	-223,399	-244,030	-264,070
Inversión en capital de trabajo	-19,464	-56,569	-59,012	-54,420	-57,953
Perpetuidad					9'001,351
FCL	276,595	245,718	259,296	291,926	9'305,301
CCPP (%)	8.43	8.47	8.47	8.50	8.50
FCL Descontado	276,595	226,537	220,395	228,527	6'713,507

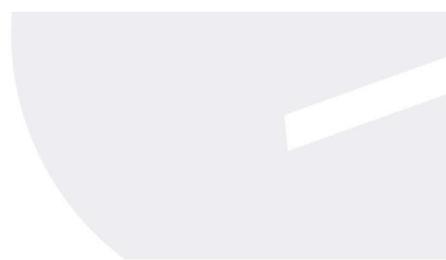
Nota. NOPAT = Beneficio antes de intereses y después de impuestos; EBIT = Beneficio antes de intereses e impuestos; VAN = 7'665,561; Deuda = 2'089,344; Valor de empresa = 5'576,217; N acciones = 854,580; y Valor de acción = 6.525.



Apéndice D: Flujo de Caja Libre – Estrategia Adquisición, valor para Laive (Miles S/.)

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	520,230	553,315	588,505	625,933	665,740
Costo de Ventas	-405,122	-430,887	-458,290	-487,436	-518,436
Margen Bruto	115,108	122,429	130,215	138,496	147,304
Gastos Generales	-88,017	-93,614	-99,568	-105,900	-112,635
EBITDA	27,091	28,814	30,647	32,596	34,669
Depreciación	-13,504	-13,909	-14,326	-14,756	-15,199
EBIT	13,588	14,905	16,321	17,840	19,470
Part. Trabajadores(10%)	-1,359	-1,491	-1,632	-1,784	-1,947
Impuesto	-3,424	-3,622	-3,966	-4,175	-4,556
Depreciación	13,504	13,909	14,326	14,756	15,199
NOPAT	22,309	23,702	25,049	26,637	28,166
CAPEX	-10,551	-10,868	-11,194	-11,530	-11,875
Inv K de W	-2,269	-2,980	-3,170	-3,371	-3,586
Perpetuidad	0	0	0	0	221,911
FCL	9,489	9,854	10,686	11,737	234,616
CCPP	9.43	9.46	9.46	9.50	9.50
FCL Descontado	9,489	9,002	8,918	8,939	163,194

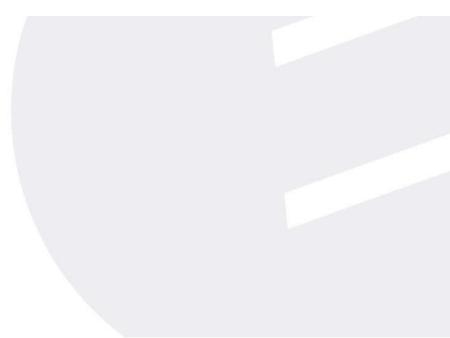
Nota. NOPAT = Beneficio antes de intereses y después de impuestos; EBIT = Beneficio antes de intereses e impuestos; VAN = 199,542; Deuda = 62,163; Valor de empresa = 137,379; Número de veces EBITDA = 9.6.



Apéndice E: Flujo de Caja Libre – Estrategia Adquisición, valor de compra (Miles S/.)

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	520,230	553,315	588,505	625,933	665,740
Costo de Ventas	-404,881	-430,630	-458,017	-487,146	-518,128
Margen Bruto	115,349	122,685	130,488	138,786	147,613
Gastos Generales	-61,751	-65,679	-69,856	-74,298	-79,023
EBITDA	53,598	57,007	60,632	64,488	68,589
Depreciación	-13,504	-13,909	-14,326	-14,756	-15,199
EBIT	40,094	43,098	46,306	49,732	53,391
Part. Trabajadores(10%)	-4,009	-4,310	-4,631	-4,973	-5,339
Impuesto	-10,104	-10,473	-11,252	-11,637	-12,493
Depreciación	13,504	13,909	14,326	14,756	15,199
NOPAT	39,485	42,224	44,749	47,878	50,757
CAPEX	-10,551	-10,868	-11,194	-11,530	-11,875
Inv K de W	-234	-307	-327	-347	-369
Perpetuidad	0	0	0	0	738,852
FCL	28,700	31,049	33,229	36,001	777,364
CCPP	8.89	8.92	8.92	8.95	8.95
FCL Descontado	28,700	28,505	28,007	27,834	551,627

Nota. NOPAT = Beneficio antes de intereses y después de impuestos; EBIT = Beneficio antes de intereses e impuestos; VAN = 664,673; Deuda = 62,163; Valor de empresa = 602,510; Número de veces EBITDA = 13.0.



Apéndice F: Flujo de Caja Libre – Estrategia Spin Off sin B2B (Miles S/.)

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	5'485,869	5'926,490	6'386,382	6'801,411	7'245,383
Costo de Ventas	-3'156,323	-4'831,373	-4'492,485	-4'191,539	-5'869,021
Margen Bruto	1'642,193	1'757,863	1'878,867	1'992,950	2'114,404
Gastos Generales	-1'923,292	-1'838,908	-1'768,771	-1'712,336	-1'637,282
EBITDA	565,485	596,771	647,638	705,286	751,686
Depreciación	-93,772	-98,087	-102,793	-107,575	-114,143
EBIT	471,713	498,684	544,845	597,712	637,543
Part. Trabajadores(10%)	-47,171	-49,868	-54,484	-59,771	-63,754
Impuesto	-118,872	-121,180	-132,397	-139,865	-149,185
Depreciación	93,772	98,087	102,793	107,575	114,143
NOPAT	399,442	425,722	460,756	505,651	538,747
CAPEX	-150,811	-170,747	-189,501	-207,075	-224,241
Inv K de W	-41,786	-50,690	-52,927	-48,123	-51,435
Perpetuidad	0	0	0	0	7'951,571
FCL	206,844	204,286	218,328	250,454	8'214,641
CCPP	8.43	8.47	8.47	8.50	8.50
FCL Descontado	206,844	188,339	185,574	196,061	5'926,627

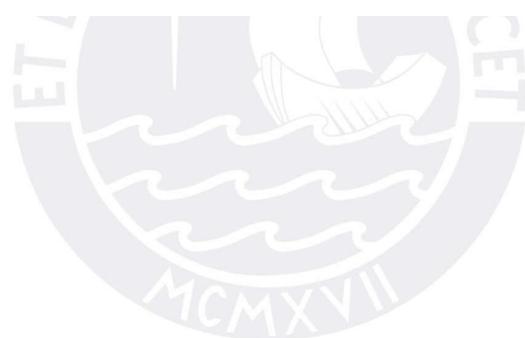
Nota. NOPAT = Beneficio antes de intereses y después de impuestos; EBIT = Beneficio antes de intereses e impuestos; VAN = 6'703,445



Apéndice G: Flujo de Caja Libre – Estrategia Spin Off solo B2B (Miles S/.)

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	1'480,901	1'532,733	1'586,378	1'641,902	1'699,368
Costo de Ventas	-1'875,197	-1'835,829	-1'795,083	-1'752,911	-1'709,263
Margen Bruto	356,099	368,562	381,462	394,813	408,631
Gastos Generales	-250,041	-258,793	-267,850	-277,225	-286,928
EBITDA	106,058	109,770	113,611	117,588	121,703
Depreciación	-16,953	-17,748	-18,387	-19,198	-18,481
EBIT	89,105	92,021	95,224	98,390	103,223
Part. Trabajadores(10%)	-8,910	-9,202	-9,522	-9,839	-10,322
Impuesto	-22,454	-22,361	-23,139	-23,023	-24,154
Depreciación	16,953	17,748	18,387	19,198	18,481
NOPAT	74,693	78,206	80,950	84,726	87,227
CAPEX	-27,265	-30,895	-33,898	-36,956	-39,829
Inv K de W	-4,056	-3,533	-3,657	-3,785	-3,918
Perpetuidad	0	0	0	0	1'282,548
FCL	43,372	43,777	43,395	43,985	1'326,029
CCPP	8.52	8.56	8.56	8.60	8.60
FCL Descontado	43,372	40,326	36,822	34,345	953,459

Nota. NOPAT = Beneficio antes de intereses y después de impuestos; EBIT = Beneficio antes de intereses e impuestos; VAN = 1'108,324



Apéndice H: Flujo de Caja Libre – Estrategias Consolidadas (Miles S/.)

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	7'487,000	8'012,538	8'561,265	9'069,246	9'610,492
Costo de Ventas	-5'626,640	-5'236,572	-6'829,551	-6'457,304	-6'060,157
Margen Bruto	2'113,640	2'249,110	2'390,816	2'526,549	2'670,649
Gastos Generales	-1'611,500	-1'514,437	-1'431,065	-1'360,813	-1'271,330
EBITDA	725,140	763,547	821,882	887,362	941,979
Depreciación	-124,229	-129,744	-135,507	-141,529	-147,822
EBIT	600,912	633,803	686,375	745,833	794,156
Participación trabajadores(10%)	-60,091	-63,380	-68,637	-74,583	-79,416
Impuesto	-151,430	-154,014	-166,789	-174,525	-185,833
Depreciación	124,229	129,744	135,507	141,529	147,822
NOPAT	513,619	546,152	586,455	638,254	676,731
CAPEX	-188,628	-212,510	-234,592	-255,560	-275,945
Inv K de W	-46,076	-54,530	-56,911	-52,255	-55,722
Perpetuidad	0	0	0	0	9'972,971
FCL	278,916	279,112	294,952	330,439	10'318,034
CCPP	8.35	8.29	8.20	8.14	8.04
FCL Descontado	278,916	257,738	251,944	261,314	7'572,162

Nota. NOPAT = Beneficio antes de intereses y después de impuestos; EBIT = Beneficio antes de intereses e impuestos; VAN = 8'622,075; Deuda = 2'151,507; Compra Laive = 169,379; Valor de empresa = 6'301,189; N acciones = 854,580; y Valor de acción = 7.373.

