

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



**Plan de Finanzas para la empresa Inversiones Centenario 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:**

**Díaz Benites, Karim**

**Ganoza Esteves, Luis Estuardo**

**Rosales Solís, Julio Emiliano**

**Asesor: Chu Rubio, Manuel Jesús**

**Surco, octubre 2017**

## **Agradecimientos**

Los estudiantes autores de la presente tesis agradecen sinceramente a su asesor Ph. D. Jesús Manuel Chu Rubio por la excelente orientación y consejo brindado a lo largo de la elaboración de esta tesis. Asimismo, sus precisas críticas y comentarios siempre contribuyeron al enriquecimiento de nuestro conocimiento y mejor entendimiento de la temática financiera; sin este apoyo no hubiera sido posible la culminación del presente trabajo.



## Dedicatorias

A mis padres Manuel Antonio y Sara Amelia, Q.E.P.D., sin cuyo desprendimiento y generosidad no hubiera sido posible realizar este gran sueño.

A mi esposa Alicia Cristina y a mis hijos Sebastián y Sergio Luis, a quienes agradezco su tolerancia y comprensión por todo el tiempo que no pude departir con ellos. Siempre fueron mi motivación y mi fuerza para seguir adelante con este reto.

Luis Ganoza



## Resumen Ejecutivo

El presente documento presenta una propuesta de plan financiero para la empresa Inversiones Centenario, en la que se tomó en cuenta la información auditada y presentada a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) en diciembre de 2015.

En base a la actual situación de la empresa, se plantean ciertos cambios que ayudarán a mejorar su valor. Cabe resaltar que la compañía actualmente cotiza en la bolsa, además, declaró ventas por más de S/400 millones en el año 2015.

Inversiones Centenario se dedica a la actividad inmobiliaria de arrendamiento y venta de inmuebles, mas no a la construcción de estos; aunque influye en el desenvolvimiento del sector inmobiliario en general. Esta empresa también realiza arrendamientos de oficinas y locales en centros comerciales; venta de terrenos para viviendas y para uso industrial y recientemente está incursionando en el sector hotelero. Cabe aclarar que a lo largo de este trabajo se considera al sector inmobiliario como una actividad comercial tan solo de compra-venta o alquiler de espacios físicos.

Asimismo, en el presente estudio se analiza la *performance* financiera de Inversiones Centenario, considerando los estados financieros de la matriz y sus subsidiarias, que son las empresas en las cuales mantiene participaciones mayoritarias superiores a 51 % y donde tiene un control definido de la gestión empresarial. No obstante, las estrategias de mejora consideran la reestructuración de la división de centros comerciales, la venta de lotes industriales construidos en forma de naves industriales y la mejora de indicadores de gestión claves.

## **Abstract**

This document presents a proposal for a financial plan for the company Inversiones Centenario, which took into account the information audited and presented to the Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) in December 2015. Based on the current situation of the company, there are certain changes that will help improve its value. It should be noted that the company currently listed on the stock market, in addition, declared sales for more than S/400 million in 2015.

Inversiones Centenario is dedicated to the real estate activity of leasing and sale of real estate, but not to the construction of these; although it influences the development of the real estate sector in general. This company also makes leases of offices and premises in shopping centers; Sells land for industrial use, and recently is entering the hotel sector. It is then clear that, throughout this work, the real estate sector is considered as a commercial activity only of buying or selling or renting of physical spaces.

The present study also analyzes the financial performance of Inversiones Centenario, considering the financial statements of the parent company and its subsidiaries, which are the companies in which it holds majority holdings of more than 51 % and where it has a defined control of business management. However, improvement strategies include the restructuring of the shopping center division, the sale of industrial lots built as industrial warehouses and the improvement of key management indicators.

## Tabla de Contenidos

<b>Lista de Tablas</b> .....	iv
<b>Lista de Figuras</b> .....	vi
<b>Capítulo I: Análisis del Sector</b> .....	1
1.1. Situación del Mercado Inmobiliario Internacional y sus Tendencias .....	1
1.2. Situación del Mercado Inmobiliario y Tendencias en el Perú .....	7
1.3. Cuantificación del Mercado Inmobiliario en el Perú .....	14
1.3.1. El mercado de Lotes urbanizados y sus perspectivas .....	14
1.3.2. El mercado de oficinas <i>prime</i> y sus perspectivas .....	19
1.3.3. El mercado de centros comerciales y sus perspectivas .....	25
1.3.4. Los mercados de locales industriales y de hotelería y sus perspectivas .....	28
1.4. Composición y Estructura Financiera del Sector .....	34
1.5. Análisis Financiero y Comparable Sectoriales .....	41
<b>Capítulo II: Análisis de la Empresa</b> .....	48
2.1. Descripción de la Empresa .....	48
2.1.1. Breve historia .....	48
2.1.2. Estrategia de la empresa .....	53
2.1.3. Descripción de productos y servicios .....	57
2.1.4. Descripción de los planes de la empresa .....	58
2.1.5. Objetivos estratégicos .....	60
2.2. Análisis de la Estructura de Capital .....	61
2.2.1. Estructura de capital óptima y análisis de riesgo .....	63
2.2.2. Análisis de posible emisión de acciones .....	76
2.2.3. Análisis de la posible emisión de deuda y categorización de la misma .....	77
2.3. Análisis del Capital de Trabajo .....	81
2.3.1. Óptimos de capital de trabajo .....	82
2.3.2. Planteamiento de la línea de crédito eficiente. Propuesta de financiamiento a corto plazo .....	84
2.4. Análisis de Valor .....	85
2.4.1. Valorización de la empresa .....	86
2.4.2. Análisis de riesgo .....	90
<b>Capítulo III: Plan Financiero</b> .....	93
3.1. Objetivos y Metas del Plan .....	93
3.2. Propuestas .....	97
3.2.1. Propuestas de reestructuración .....	97
3.2.2. Resultados de la implementación .....	98

<b>Conclusiones</b> .....	104
<b>Recomendaciones</b> .....	106
<b>Referencias</b> .....	107
Apéndice A .....	112
Apéndice B.....	113
Apéndice C.....	115
Apéndice D .....	116
Apéndice E.....	117
Apéndice F.....	118
Apéndice G .....	119
Apéndice H .....	120
Apéndice I.....	121
Apéndice J.....	123
Apéndice K .....	124
Apéndice L.....	125
Apéndice M.....	126
Apéndice N .....	127
Apéndice Ñ .....	128
Apéndice O .....	132
Apéndice P .....	133
Apéndice Q .....	134
Apéndice R.....	135
Apéndice S.....	136
Apéndice T.....	137
Apéndice U.....	138
Apéndice V.....	139

## Lista de Tablas

Tabla 1	<i>Proyección de crecimiento mundial al 2017</i> .....	1
Tabla 2	<i>Variación del producto sector construcción periodo 2010-2016</i> .....	10
Tabla 3	<i>Indicadores macroeconómicos del Perú proyectados 2015-2019</i> .....	13
Tabla 4	<i>Demanda potencial y efectiva de vivienda en el Perú (2013)</i> .....	16
Tabla 5	<i>Estimación de demanda de lotes en zonas de Lima y algunas ciudades del Perú</i> ....	17
Tabla 6	<i>Mercado de oficinas prime en Lima 2016</i> .....	24
Tabla 7	<i>Centros comerciales a nivel nacional 2005-2017</i> .....	26
Tabla 8	<i>Número de centros comerciales por desarrollador</i> .....	26
Tabla 9	<i>Ranking de principales desarrolladores y estimaciones de áreas arrendables 2015-2017</i>	27
Tabla 10	<i>Demanda de terrenos industriales para Lima Metropolitana en los próximos 15 años</i> .....	30
Tabla 11	<i>Proyecto de parques industriales zona sur 2</i> .....	32
Tabla 12	<i>Ingresos totales del sector 2014-2015 (miles de soles)</i> .....	35
Tabla 13	<i>Ingresos y ganancia neta por división de Inversiones Centenario (2015) (miles de soles)</i> .....	36
Tabla 14	<i>Ingresos y utilidad neta por división de Socovesa (2015) en soles</i> .....	37
Tabla 15	<i>Los Portales, Ebitda de la división de lotizaciones 2014-2015</i> .....	38
Tabla 16	<i>Socovesa, ganancia bruta y Ebitda de sus negocios de inmobiliarios e ingeniería (2015 y 2014) en soles</i> .....	38
Tabla 17	<i>ROA por divisiones Inversiones Centenario 2015</i> .....	39
Tabla 18	<i>ROE de las divisiones de estacionamientos y hoteles Los Portales 2014-2015</i> .....	39
Tabla 19	<i>ROE y ROA de las divisiones inmobiliaria e ingeniería y construcción de Socovesa, 2014-2015</i> .....	40
Tabla 20	<i>Endeudamiento, rentabilidad y liquidez. Inversiones Centenario 2012-2015</i> .....	43
Tabla 21	<i>Endeudamiento, rentabilidad y liquidez de Los Portales 2012-2015</i> .....	45
Tabla 22	<i>Endeudamiento, rentabilidad y liquidez de Socovesa (2012 – 2015)</i> .....	47
Tabla 23	<i>Accionistas de la empresa Inversiones Centenario</i> .....	49
Tabla 24	<i>Relación de Inversiones Centenario con otras empresas</i> .....	50
Tabla 25	<i>Participación porcentual de accionistas</i> .....	51
Tabla 26	<i>Miembros del directorio</i> .....	52
Tabla 27	<i>Relación de gerencia</i> .....	52
Tabla 28	<i>Ingresos totales y utilidad neta. Inversiones Centenario y subsidiarias 2014-2015</i> .....	60
Tabla 29	<i>Ingresos de Inversiones Centenario por divisiones 2014-2015</i> .....	61
Tabla 30	<i>Estructura de deuda y financiamiento a diciembre de 2015 (en miles)</i> .....	62
Tabla 31	<i>Evolución de la deuda y patrimonio del 2012 al 2015</i> .....	63
Tabla 32	<i>Estructura de capital óptimo (en miles de soles)</i> .....	67
Tabla 33	<i>Simulación de Swap de tasas de interés</i> .....	72
Tabla 34	<i>Precio de venta de terrenos</i> .....	75
Tabla 35	<i>Estimación de un rating sintético</i> .....	80
Tabla 36	<i>Capital de trabajo (WK) óptimo</i> .....	83
Tabla 37	<i>Costo financiero del incremento del WK</i> .....	84
Tabla 38	<i>Análisis de la línea de crédito requerida</i> .....	85
Tabla 39	<i>Valorización de la empresa por descuento de flujos (en miles de soles)</i> .....	91

Tabla 40	<i>Ratios Nopat, Roic, Wacc y Eva</i> .....	92
Tabla 41	<i>Análisis de sensibilidad de los inductores de valor (value drivers)</i> .....	92
Tabla 42	<i>Cálculo del valor económico añadido o EVA</i> .....	93
Tabla 43	<i>Valor actual de la división de centros comerciales</i> .....	95
Tabla 44	<i>Valor actual de la división de lotes urbanizados</i> .....	95
Tabla 45	<i>Valor actual de la división de arrendamiento de oficinas</i> .....	96
Tabla 46	<i>Análisis de alternativas de reestructuración</i> .....	98
Tabla 47	<i>Valor de la empresa con aplicación del plan</i> .....	100
Tabla 48	101	
Tabla 49	<i>Valor de la empresa con escenario pesimista</i> .....	103



## Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Evolución del precio del oro .....	2
<i>Figura 2.</i> Evolución del precio del petróleo. ....	2
<i>Figura 3.</i> Demanda creciente de Espacio para Oficinas Premium en Estados Unidos. Tertiary services GVA Output In USD & % Growth (2012-2019). ....	3
<i>Figura 4.</i> Gasto de los Hogares para impulsar la demanda de espacios comerciales <i>retail</i> en el mediano plazo. Total household spending BRL 2014-2020.....	5
<i>Figura 5.</i> Niveles robustos de Gasto para impulsar la demanda de espacios <i>retail</i> . Chile Total household spending CLPbn 2014-2020.(CLPbn and % change y-o-y) .....	6
<i>Figura 6.</i> Evolución del PBI en el Perú y proyección. ....	8
<i>Figura 7.</i> Tasa de crecimiento del consumo privado.....	9
<i>Figura 8.</i> Crecimiento de inversión privada y expectativas de inversión.....	10
<i>Figura 9.</i> Evolución del volumen de turismo receptivo en el Perú, millones dólares usa.....	11
<i>Figura 10.</i> Variación anual de la tasa de inflación.....	12
<i>Figura 11.</i> Indicadores de riesgo país.....	13
<i>Figura 12.</i> Crédito de consumo e hipotecario total trimestral en millones de soles.....	18
<i>Figura 13.</i> Submercados corredores de oficinas en Lima. ....	20
<i>Figura 14.</i> Evolución, nueva oferta, absorción neta y vacancia.....	21
<i>Figura 15.</i> Nivel de penetración de centros comerciales (m <sup>2</sup> /cápita).....	28
<i>Figura 16.</i> Lima Este - Ate. Precio de venta de lote industrial por USD/m <sup>2</sup> .....	29
<i>Figura 17.</i> Precios de venta de terrenos industriales en Lima por corredor.....	31
<i>Figura 18.</i> Tasa de crecimiento del PBI manufacturero no primario. Adaptado de Banco Central de Reserva del Perú. (2017b). ....	33
<i>Figura 19.</i> Ventas por división de Los Portales 2014-2015. ....	36
<i>Figura 20.</i> Evolución Ebitda por divisiones .....	38
<i>Figura 21.</i> Comparación de endeudamiento patrimonial entre Inversiones Centenario, Los Portales y Socovesa.....	41
<i>Figura 22.</i> Precio promedio de la acción en soles.....	53
<i>Figura 23.</i> Categorías principales de riesgo. ....	69
<i>Figura 24.</i> Indicadores clave.....	69

## Capítulo I: Análisis del Sector

### 1.1. Situación del Mercado Inmobiliario Internacional y sus Tendencias

De acuerdo con el análisis de la consultora inmobiliaria internacional JLL y el Foro Económico Mundial (¿Qué le depara al mercado inmobiliario mundial en el 2016?, 12 de abril del 2016) el mercado inmobiliario para el año 2017, a nivel global, mostrará ciertos desequilibrios de oferta y demanda. Asimismo a pesar del recorte en las proyecciones de crecimiento de la economía mundial realizado por el Fondo Monetario Internacional (2016). (Ver Tabla 1) para el periodo 2016-2017 del orden del 0.1 % y de la fuerte caída en los precios de los *commodities* en los últimos años, ver Figuras 1 y 2, los mercados inmobiliarios siguen atrayendo capitales provenientes de fondos de inversión reflejándose esta positiva tendencia en un incremento de 8 % anual en el volumen de inversión inmobiliaria para el año 2015 y se espera que se mantenga estable para el año 2016, o por lo menos con un crecimiento del orden del 5 % (¿Qué le depara al mercado inmobiliario mundial en el 2016?, 12 de abril del 2016).

Tabla 1

#### *Proyección de Crecimiento Mundial al 2017*

	Estimación		Diferencias con proyecciones del informe WEO de abril del 2016	
	2016	2017	2017	2018
Producto mundial	3.1	3.4	-0.1	-0.1
Economías avanzadas	1.8	1.8	-0.1	-0.2
Estados Unidos	2.2	2.5	-0.2	0
China	6.6	6.2	0.1	0
India	7.4	7.4	-0.1	-0.1
América Latina y El Caribe	-0.4	1.6	0.1	0.1
Brasil	-3.3	0.5	0.5	0.5

*Nota.* Adaptado de Fondo Monetario Internacional. (2016). El FMI reduce su pronóstico de Crecimiento mundial por el Brexit y advierte de los riesgos para las perspectivas Recuperado de <http://www.imf.org/es/News/Articles/2016/07/18/18/11/NA07192016-IMF-Cuts-Global-Growth-Forecasts-on-Brexit-Warns-of-Risks-to-Outlook>



Figura 1. Evolución del precio del oro. Tomado de *Reporte de inflación diciembre 2016: panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2016-2018* (Banco Central de Reserva del Perú, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/XHGxC8>

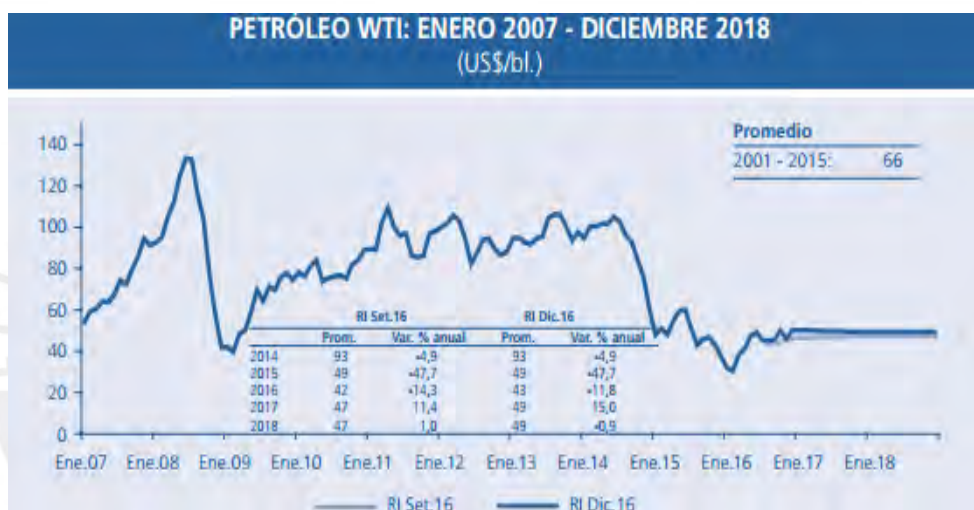


Figura 2. Evolución del precio del petróleo. Tomado *Reporte de inflación diciembre 2016: panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2016-2018* (Banco Central de Reserva del Perú, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/XHGxC8>

Una muestra de la situación del sector inmobiliario a nivel global es el caso del negocio de renta y alquiler de oficinas el cual para el año 2016 generó un suministro de 17 millones de metros cuadrados en 90 mercados mundiales, valor muy por debajo de lo desarrollado del 2001 al 2008. Este ajuste en la producción se reflejó en un bajo índice de vacancia, lo cual es muy positivo para el sector. Así en ciudades como Londres o Hong Kong, la vacancia es bastante baja entre 2.6% y 1.2% respectivamente, inclusive en Estados Unidos específicamente en ciudades como Chicago, Nueva York y Boston el índice de vacancia es menor al 2% lo cual incide positivamente en los precios por metro cuadrado. De

otro lado, en otras ciudades importantes como ciudad de Mexico, Sao Paulo, Mumbay o Singapur los precios de los inmuebles tienden a bajar por la existencia de un inventario muy alto. (¿Qué le depara al mercado inmobiliario mundial en el 2016?, 12 de abril del 2016).

A nivel del continente americano se observa que para fines del 2016 en Estados Unidos existe una sana demanda por oficinas proveniente de la expansión de las industrias de nuevas tecnologías y el crecimiento importante del sector servicios. El crecimiento de la demanda de oficinas se estima en 4.6%. Ver Figura 3. Cabe resaltar que se espera un incremento en el precio del metro cuadrado de oficina entre USD 13.40 y USD 150 según el Estado, siendo el más alto en Nueva York y el más bajo en Dallas. (Business Monitor International, [BMI], 2016a).



*Figura 3. Demanda creciente de Espacio para Oficinas Premium en Estados Unidos. Tertiary services GVA Output In USD & % Growth (2012-2019). Tomado de United States Real Estate Report 2016. BMI Research. ISSN 2045-1474. Recuperado de <https://goo.gl/t3VQrN>*

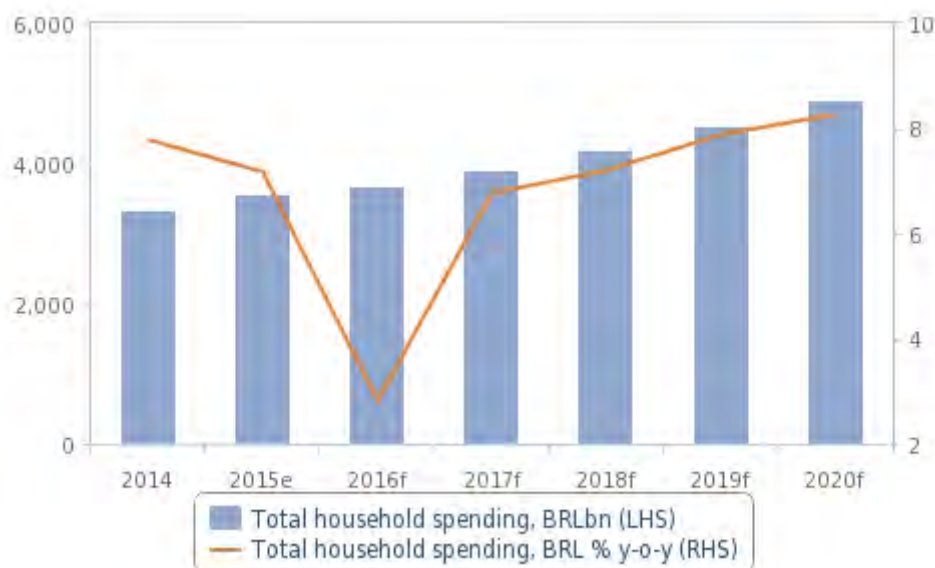
En cuanto al sector de oferta de espacios para negocios *retails* en centros comerciales se espera un crecimiento del orden del 4.33 %, principalmente favorecido por la expansión del consumo y las bajas tasas de desempleo observadas en los últimos siete años (BMI, 2016a). En el caso de los locales industriales, ya sea como almacenes o naves industriales se

espera un crecimiento del orden del 3%, favorecido por el incremento de la demanda que requiere mayores importaciones y manufacturas lo cual redundará en una mayor necesidad de espacios físicos industriales. El sector de construcción de viviendas se espera que crezca a una tasa de 6.3 %. (BMI, 2016a) favorecido por un firme crecimiento de la economía, del empleo y las bajas tasas de interés para hipotecas. Cabe resaltar que en los Estados Unidos existen un gran número de empresas dedicadas al negocio inmobiliario con un portafolio bastante diversificado, denominados *REIT o Real Estate Investment Trust* la mayoría cotizan en las bolsas de valores y entre ellas podemos mencionar: Boston Properties, Brandywine Realty Trust, Brookfield Properties y SL Green Realty Trust.

En Sudamérica, para el caso de Brasil, la economía más importante de la región, se espera un resultado más modesto en cuanto a la dinámica de su mercado inmobiliario esto debido a que Brasil viene atravesando un significativo proceso recesivo. Así para el año 2016 el sector de Oficinas Premium podría crecer a un ritmo de 8.7%, esto debido a que el sector servicios no crecerá de manera significativa apenas en un 1.6% (BMI, 2016b).

Para el sector de alquiler de espacios de negocios *retail* se espera un año difícil en vista que el consumo total caerá considerándose una leve recuperación posiblemente para el 2017 (ver Figura 4). El sector de locales industriales crecerá moderadamente principalmente por el impulso del *e-commerce*, negocio que está creciendo de manera importante y que demanda espacios de almacenamiento.

En cuanto al sector de construcción de viviendas se observa un importante declive en la demanda acompañada además de una contracción en la demanda de créditos hipotecarios, el cual ha disminuido en 25 %. (BMI, 2016b). Entre las empresas inmobiliarias más importantes con portafolios diversificados se pueden mencionar: Blackstone, Multiplan y JHSF. En el caso de Chile, otra economía importante en la región y que se encuentra más relacionada con la dinámica económica peruana, se observa una clara estabilidad macroeconómica con tasas de crecimiento estables en los últimos años.



*Figura 4. Gasto de los Hogares para impulsar la demanda de espacios comerciales retail en el mediano plazo. Total household spending BRL 2014-2020. . Tomado de Brazil Real Estate Report 2016. BMI Research .ISBN 2040-753X Recuperado de [http// goo.gl/iGpWoX](http://goo.gl/iGpWoX)*

El año 2015 el PIB creció en 2.4 % y se espera que alcance el 3.7 % entre el 2016 y 2020. (BMI, 2016c). Respecto a la situación del mercado inmobiliario en Chile se puede mencionar que este también es bastante estable y sólido. En el caso del sector de oficinas Premium seguirá estable, salvo por el riesgo de una sobre oferta dado la fuerte actividad constructora que se viene dando. Se espera un crecimiento del sector servicios del orden del 6.6 % para el periodo 2016-2020 lo cual redundará en una mayor demanda de oficinas. El precio por metro cuadrado en Santiago, la capital, tenderá a elevarse hasta un monto de USD 28.35 para el 2016. Respecto al espacio para negocios *retail* se espera que la demanda crezca de manera significativa dado que el consumo de las familias se elevará en 6.91 % el 2016 y a un promedio de 6.7 % hacia el 2020. Ver Figura 5. (BMI, 2016c). En este sentido se espera una mayor demanda de espacios de uso industrial producto de la recuperación del sector manufacturero, que crecerá a una tasa de 5.5% el 2016, y de la llegada de una mayor inversión extranjera. El valor de la renta de espacios industriales en Santiago se proyecta en un valor máximo de USD 11.56 por metro cuadrado. En cuanto a la oferta de viviendas esta se viene normalizando luego de un fuerte crecimiento de varios años. El crecimiento de este sector en Chile se ve favorecido por el buen desarrollo del financiamiento hipotecario el cual

equivale al 20% del PBI. Entre las empresas más importantes del sector inmobiliario chileno podemos mencionar: Besalco, Urbana y Socovesa.



*Figura 5. Niveles robustos de Gasto para impulsar la demanda de espacios retail. Chile Total household spending CLPbn 2014-2020.(CLPbn and % change y-o-y) . Tomado de Chile Real Estate Report 2016. BMI Research .ISBN 2040-7548. Recuperado de [goo.gl/iGpWoX](http://goo.gl/iGpWoX)*

De otro lado, JLL y el Foro Económico Mundial (¿Qué le depara al mercado inmobiliario mundial en el 2016?, 12 de abril del 2016) manifestaron que el análisis del comportamiento de los mercados inmobiliarios, en general, debe tomar en cuenta dos aspectos fundamentales: los shocks externos provenientes de otros mercados como el mercado financiero, sujeto a las fluctuaciones de las tasas de interés y al flujo de capitales, y, de otro lado, los desequilibrios internos provenientes de los excesos de oferta en el mercado, aumento de vacancia de oficinas, viviendas o locales para comercio e industria, situación que impacta directamente en la caída de los precios de los alquileres y en el valor de los activos. En lo referente al primer aspecto cabe mencionar lo sucedido durante la crisis hipotecaria ocurrida en los Estados Unidos el año 2008, denominada sub-prime, la cual afectó los mercados financieros e inmobiliarios a nivel global ocasionando una recesión mundial.

Esta situación refleja la fragilidad de los mercados financieros frente a las burbujas inmobiliarias las cuales podrían presentarse de manera cíclica. Acerca de la situación del mercado inmobiliario internacional se puede concluir que pese a las fluctuaciones económicas en el contexto internacional el mercado inmobiliario sigue siendo atractivo en su conjunto y se espera que los desequilibrios existentes se vayan corrigiendo progresivamente.

Asimismo, a lo largo del presente punto se ha tratado de brindar una descripción de la situación del sector inmobiliario a nivel mundial, continental y regional a fin de conocer las principales variables que influyen en el desempeño de los diversos productos inmobiliarios como son: oficinas, locales industriales, espacios para negocios y viviendas. El análisis del contexto del sector inmobiliario internacional permite conocer de forma más amplia el ámbito del negocio en el cual se desenvuelve la corporación inmobiliaria Inversiones Centenario, en adelante INVCENC.

## **1.2. Situación del Mercado Inmobiliario y Tendencias en el Perú**

Respecto a la situación del sector inmobiliario en el Perú para el año 2016, BMI (2016d) señala que, en general, en el Perú las reformas pro-empresariales y el auge del sector primario exportador son muy beneficiosos para el sector inmobiliario. A medida que se estimule una mayor presencia del sector empresarial en el ámbito económico y los precios de las materias primas vayan en aumento los resultados en el negocio de los bienes raíces peruanos serán mejores. En cuanto al comportamiento del PBI se observa que el desempeño de la economía peruana no ha sido ajeno a los sucesos ocurridos en el contexto mundial, pues su crecimiento se ha venido desacelerando año tras año desde el 2010, según indicó el Banco Central de Reserva del Perú, [BCRP] (2015). No obstante, a partir del 2015 se reflejó un cambio de tendencia, ya que la tasa de crecimiento fue de 3.3 %; mejorando respecto al año 2014, donde se registró un crecimiento de apenas 2.4 %. Esto se debió principalmente al impulso de los sectores de pesca y minería.

Para el año 2016, el BCRP evidenció un crecimiento de alrededor de 3.9 %, lo cual es bastante positivo. En los próximos años, se espera un mayor crecimiento, en promedio del 4 %, de acuerdo con lo proyectado por el Ministerio de Economía, [MEF] (2017); considerando la activación de nuevos proyectos mineros y la mayor producción de cobre. Ver Figura 6.

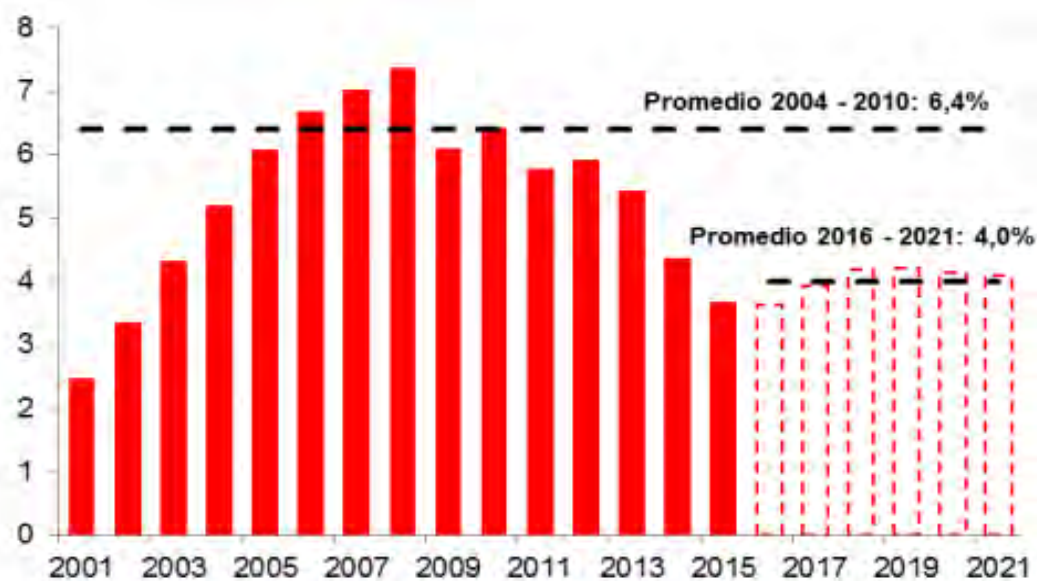


Figura 6. Evolución del PBI en el Perú y proyección. Tomado de *Marco macroeconómico multianual 2017-2019* (Ministerio de Economía y finanzas, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/OzQtQ7>

Una variable macroeconómica importante que incide en el crecimiento de la demanda inmobiliaria es el consumo, el cual ha venido creciendo sostenidamente en 5.67 % durante la última década. Pero, desde el año 2013, el crecimiento es menor que el promedio e incluso la tendencia presenta una disminución de su tasa de crecimiento. Así, el consumo en los últimos seis años ha desacelerado su ritmo de crecimiento (ver Figura 7). En el 2016, se registró un crecimiento de 3.5 %, y se espera que esta tasa se eleve hasta 4.5 % para el 2019, según las proyecciones del MEF (2016).

Otro componente macroeconómico del PBI que impacta en el sector inmobiliario es la inversión privada, la cual presenta casi el mismo comportamiento del consumo privado, salvo en el año 2009, cuando mostró una tasa negativa debido a la crisis hipotecaria de EE. UU. En

los últimos años la tasa de inversión privada ha caído drásticamente llegando a fines del año 2015 a -4.33%, (BCRP, 2017) debido básicamente a la contracción de la inversión en diversos proyectos mineros, consecuencia de los bajos precios de los minerales. En sí, se espera que la caída de la inversión se atenué por la puesta en marcha de algunos proyectos de infraestructura que contribuyan a mejorar la tasa de crecimiento del PBI en un mediano plazo, obteniendo en el 2017 un crecimiento moderado de 2 % (Credicorp Capital: la inversión privada crecerá luego de tres años de caída, 7 de febrero de 2017). Ver Figura 8.

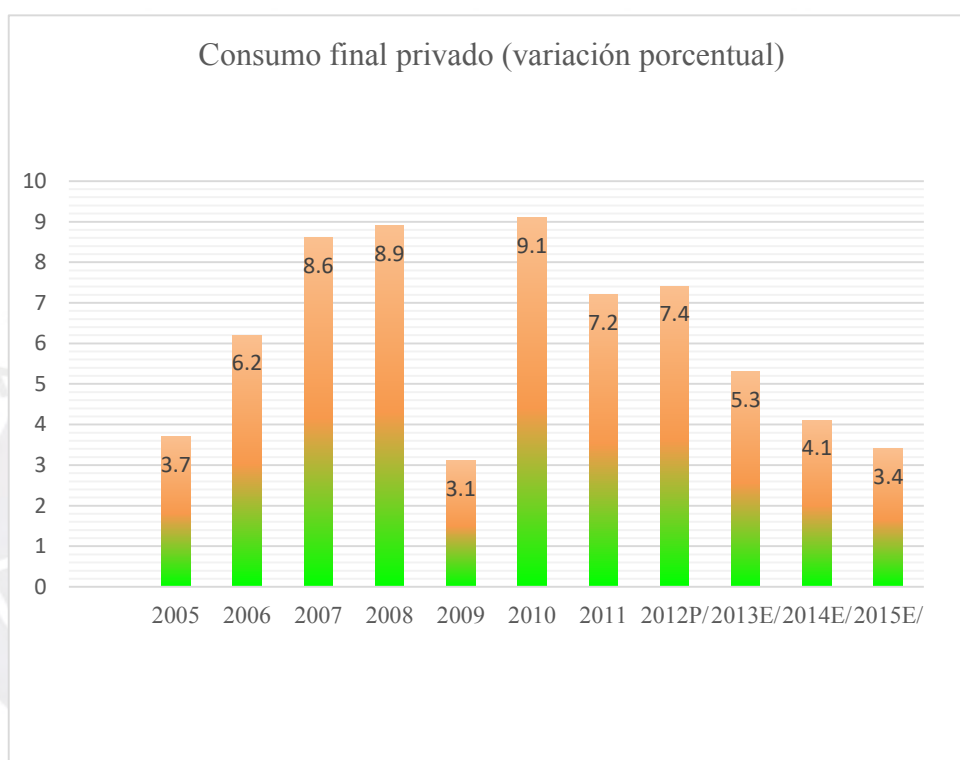


Figura 7. Tasa de crecimiento del consumo privado. Tomado de *Oferta y demanda global 1991-2012* (INEI, 2013). Recuperado de <https://goo.gl/e8enyB>

Respecto al comportamiento del sector construcción, considerado como un motor importante del crecimiento y un gran generador de empleo relacionado con el negocio inmobiliario, se puede mencionar que en los últimos cinco años el PBI sectorial fue bastante fluctuante ya que decreció en el año 2015 y logró apenas un crecimiento de 0.7 % el 2016.

De acuerdo con las proyecciones del MEF (2017), se espera una mejora en la tasa de crecimiento de este sector en el 2017 y un aumento de 4.2 % a 5.8 % en el 2019. Ver Tabla 2.

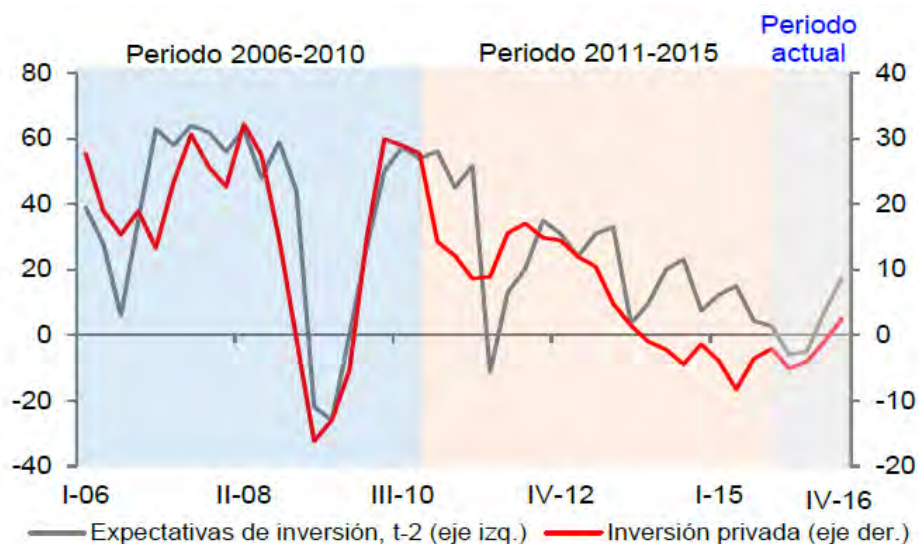


Figura 8. Crecimiento de inversión privada y expectativas de inversión. Tomado de *Marco macroeconómico multianual 2017-2019* (Ministerio de Economía y finanzas, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/OzQtQ7>

Tabla 2

*Variación del Producto Sector Construcción Periodo 2010-2016*

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
17.44 %	3.43 %	15.17 %	8.90 %	1.60 %	-5.90 %	0.7 %

Nota. Tomado de Construcción: un motor que se apagó el 2015 y que aún cuesta encender (Diario Gestión, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/E73z5V>

A partir del año 2016, INVCENC incorporó en su portafolio inmobiliario la nueva división de hoteles y los servicios hoteleros se encuentran relacionados con el sector turismo, tanto interno como externo, el cual ha experimentado en los últimos años una fuerte expansión. En el periodo 2006 -2015, el sector creció significativamente en alrededor del 62 % (Observatorio Turístico del Perú, 2017) y la inversión hotelera entre los años 2010 y 2014 ascendió a 550.1 millones de dólares (Romero, 2015). El balance de ingresos por turismo internacional arrojó un saldo positivo mayor a 2,000 millones de dólares para 2016 (ver Figura 9). Esta favorable performance viene estimulando un importante impulso a este sector mediante la generación de nuevos proyectos hoteleros.

En cuanto a la inflación, otra variable macroeconómica cuya trayectoria afecta los costos del sector inmobiliario, en la Figura 10 se puede apreciar la dinámica inflacionaria de los últimos años la cual se ha mantenido en niveles promedio menores al 3.5 %. Si bien la meta inflacionaria del BCRP es de 3 % anual este nivel de inflación aún es tolerable. El BCRP se encuentra cumpliendo una eficiente labor, a pesar del incremento del tipo de cambio en los tres últimos años, observándose que la inflación experimentada no ha impactado significativamente en la economía doméstica. De otro lado, la *performance* de la economía peruana en los últimos años ha sido bastante positiva y esto se refleja en la tendencia bajista del indicador de riesgo país.

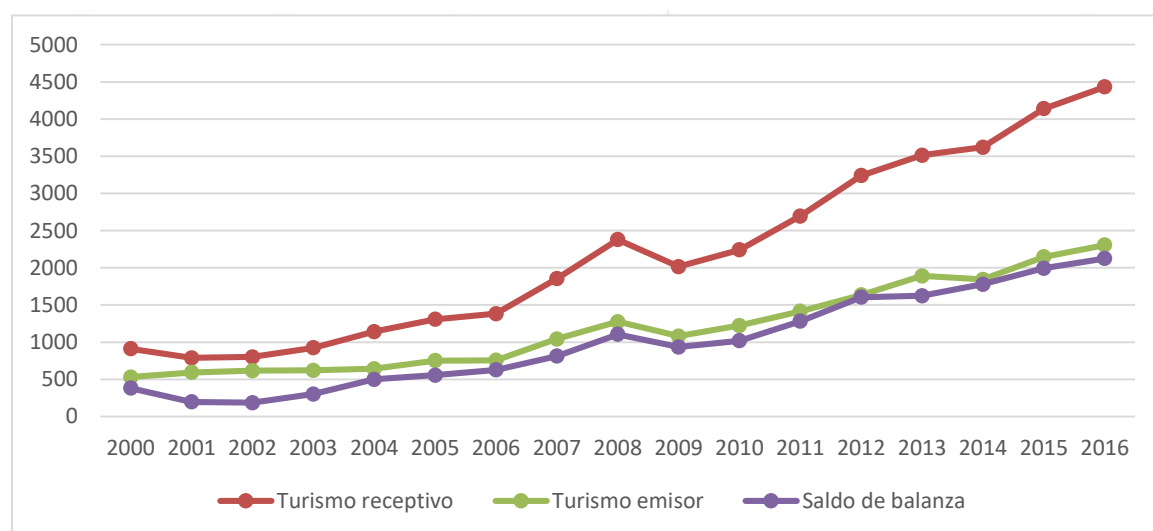
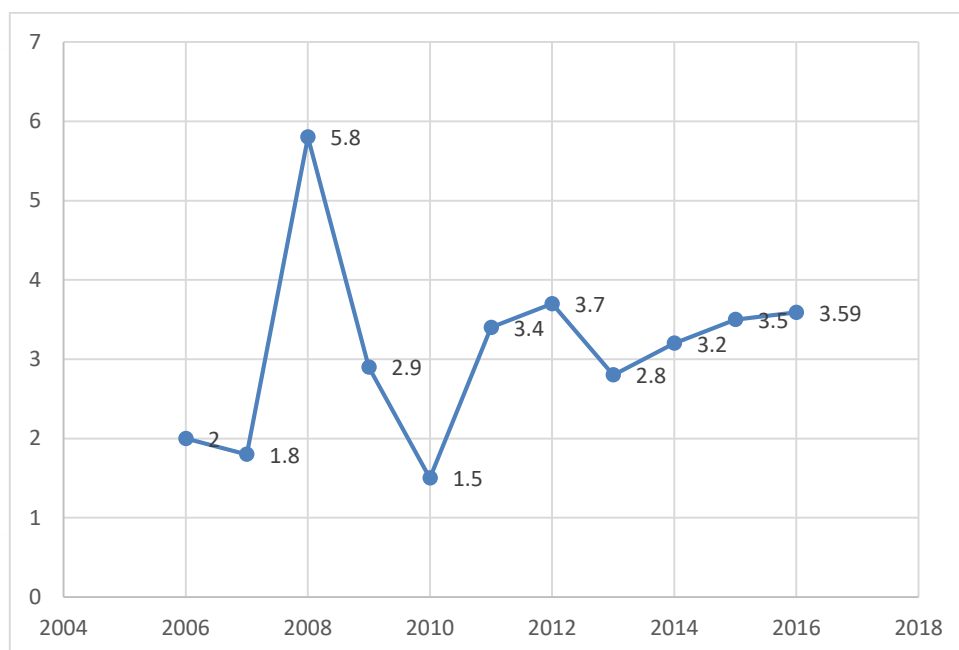


Figura 9. Evolución del volumen de turismo receptivo en el Perú, millones dólares usa. Adaptado de Perú: P.B.I. del sector turismo (Observatorio Turístico del Perú, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/ZC6k5K>

El riesgo país para el Perú, medido por el *spread Embig Perú*, *Emerging Markets Bonds Index*, indicador de bonos de mercados emergentes, pasó de 151 a 154 puntos básicos. El riesgo país cayó por debajo de la media Latinoamericana de 450 puntos básicos, en un contexto de resultados corporativos positivos en Estados Unidos y Europa y de alza del precio de los *commodities*. Cabe resaltar que ante un menor grado de riesgo país habrá una menor probabilidad de asumir altas volatilidades para el inversionista. (ver Figura 11).



*Figura 10.* Variación anual de la tasa de inflación. Tomado de Banco Central de Reserva del Perú (s.f.). Recuperado de <https://goo.gl/WIow2I>

Esta favorable situación debe atraer un mayor flujo de capitales hacia la economía; pero a su vez es importante mencionar que la variable riesgo país siempre se verá afectada por la aparición de contextos que puedan originar mayores riesgos económicos, políticos e institucionales.

Respecto a las proyecciones del comportamiento de las principales variables macroeconómicas para la economía peruana el MEF (2016) mencionó que, a mediano plazo (periodo 2016-2019), la economía comenzaría a acelerarse ligeramente, creciendo a tasas constantes, básicamente impulsado por los proyectos de inversión en infraestructura y la mayor producción de minerales. Ver Tabla 3. En este punto se ha efectuado el análisis del sector inmobiliario nacional y de las principales variables macroeconómicas que pueden influir en su desempeño. En este sentido, se puede concluir que el ritmo de crecimiento actual de la economía no mejorará sustancialmente salvo que se reactive la inversión privada o un importante impulso por parte del Estado. Se observa cierta estabilidad macroeconómica lo

cual es favorable (baja inflación y una tasa de riesgo país muy por debajo de otros países de la región), pero esto no será suficiente para alcanzar el ritmo de crecimiento observado en años anteriores

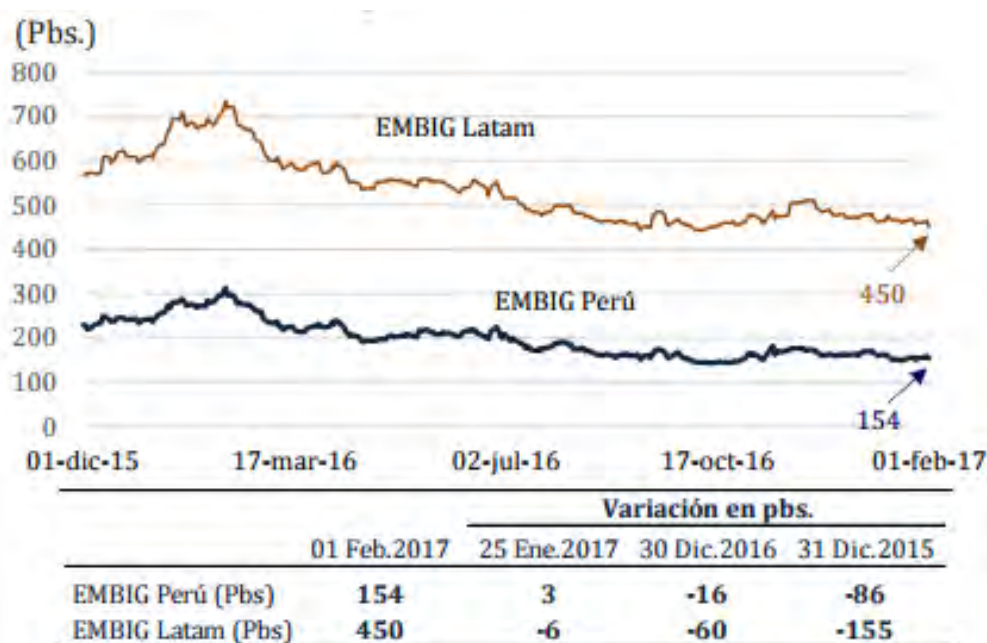


Figura 11. Indicadores de riesgo país. Tomado de Resumen informativo semanal N.º 5 (Banco Central de Reserva del Perú, 2017a). Recuperado de <https://goo.gl/yBHgec>

Tabla 3

*Indicadores Macroeconómicos del Perú Proyectados 2015-2019*

Año	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio 2017- 2019
Producto bruto interno (variación porcentual real)	3.3	4.0	4.8	4.3	4.1	4.4
Demanda interna (variación porcentual real)	2.9	2.0	3.8	4.4	4.4	4.2
Consumo privado (variación porcentual real)	3.4	3.5	3.7	4.2	4.5	4.1
Consumo público (variación porcentual real)	9.5	5.7	3.0	3.5	2.7	3.1
Inversión privada (variación porcentual real)	-4.5	-1.7	5.0	5.5	5.9	5.5
Manufactura no primaria	-2.7	-2.0	2.0	4.0	4.0	3.3
Precios (variación porcentual acumulada)	4.4	3.1	2.8	2.6	2.0	2.5
Tipo de cambio promedio (soles por U\$ dólar) <sup>2</sup>	3.19	3.37	3.48	3.55	3.55	3.53

Nota. Adaptado del Marco macroeconómico multianual 2017-2019 (Ministerio de Economía y finanzas, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/facomR>

### **1.3. Cuantificación del Mercado Inmobiliario en el Perú**

En este punto se analizan cada uno de los mercados en los cuales incursiona la empresa INVCENC como son: la venta de lotes urbanizados, alquiler de oficinas, venta de lotes industriales, renta de espacios en centros comerciales y la hotelería. Asimismo se establecen las tendencias a tomar en cuenta para las valorizaciones y el plan financiero de la empresa

#### **1.3.1. El mercado de lotes urbanizados y sus perspectivas.**

En el Perú existe un importante déficit de vivienda tanto cualitativo (caracterizado por las deficiencias en la calidad de la vivienda y servicios básicos) como cuantitativo (representado principalmente por el número de hogares sin vivienda propia).

Para el año 2016, se estimó un déficit de vivienda por ausencia de propiedad y calidad, de aproximadamente 1'800,000 unidades (Perú es el tercer país de Latinoamérica con mayor déficit de vivienda, 2 de diciembre de 2016) y se incrementa cada año conforme aumenta el número de hogares. Es este gran déficit existente lo que impulsa la oferta empresarial de viviendas cada año; considerando que la demanda por vivienda es una necesidad básica e inherente a todos los grupos humanos. La atención de esta se realiza a través de la oferta de viviendas construidas, ya sean casas o departamentos, o por medio de la adquisición de lotes destinados a la autoconstrucción.

INVCENC dirige su oferta de lotes urbanizados a los segmentos socioeconómicos B y C, según mencionó en su memoria anual 2015 (Superintendencia del Mercado de Valores, [SMV] 2015a), por lo cual se procederá a estimar la demanda existente de este tipo de producto, debido a que no se dispone de información específica al respecto.

En la Tabla 4, se observa que el Fondo Mivivienda (2014) estima una demanda potencial, a nivel de las principales ciudades del Perú, para los segmentos socioeconómicos B, C y D, de 789,706 unidades. Por otra parte, la demanda efectiva total, definida como la

cantidad de núcleos familiares no propietarios, que tienen la intención de comprar una vivienda en un plazo menor o igual a 2 años, se estima en 242,342.

Respecto a los segmentos B y C en conjunto, solo representan un 35.2 % de hogares (Asociación Peruana Empresas de Investigación de Mercados, [APEIM], 2005), por lo que la demanda total de vivienda en este segmento se estima en 464,843, y la demanda efectiva sería de aproximadamente 142,649. Asimismo, considerando que el 49.96 % de hogares demandan la adquisición de lotes (Cámara Peruana de la Construcción, [Capeco], 2010), entonces la demanda efectiva total de lotes urbanizados sería alrededor de 69,898 lotes.

En la Tabla 5, se muestran los resultados del cálculo de la estimación de la demanda efectiva de lotes para algunas zonas y ciudades importantes del Perú. Así, en Lima Sur, la demanda efectiva sería del orden de 21,212 y de Lima norte de 19,1142. Las otras ciudades donde se observa mayor demanda son, en orden de importancia, Arequipa, Trujillo, Tacna, Chiclayo, Chimbote y Piura. En total en estas ciudades importantes del país habría una demanda estimada del orden de 16,006 unidades.

Asimismo, respecto al tema de la oferta de lotes urbanizados para vivienda, en el mercado existen distintas fuentes de oferta provenientes de la actividad inmobiliaria informal, invasiones, asociaciones de vivienda y empresas inmobiliarias formales que ofrecen lotes, tanto en Lima como en provincias, y que compiten con las grandes empresas urbanizadoras; sin embargo, no hay información confiable que pueda ser considerada. No obstante, existen dos empresas importantes en este rubro: Los Portales e INVCENC y son las únicas que cotizan a nivel bursátil.

Respecto a lo mencionado sobre la escasez de empresas inmobiliarias que cotizan en la bolsa cabe resaltar que esta situación es bastante interesante desde el punto de vista empresarial dado que reflejaría la posibilidad de que existan un mayor número de empresas que pueden optar por incursionar en el negocio inmobiliario de manera corporativa, más aun

cuando el Perú se encuentra en plena etapa de desarrollo hacia un mayor nivel de ingresos per cápita.

Tabla 4

*Demanda Potencial y Efectiva de Vivienda en el Perú (2013)*

(Núcleos familiares no propietarios)		
Ciudad	Demanda potencial <sup>1</sup>	Demanda efectiva <sup>2</sup>
Lima Centro	97,654	25,098
Lima Este	141,360	11,124
Lima Norte	146,245	46,629
Lima Sur	93,432	56,351
Callao	40,865	12,993
Arequipa	40,729	15,627
Cajamarca	6,243	1,923
Cañete	5,141	2,364
Chiclayo	34,175	12,366
Chimbote	19,115	6,263
Chincha	4,613	1,272
Huacho	3,706	945
Huamanga	5,007	747
Huancayo	23,142	4,365
Huánuco	9,350	3,111
Huaraz	5,917	1,280
Ica	8,511	4,184
Ilo	2,746	500
Iquitos	14,434	1,671
Pisco	4,655	3,182
Piura	14,732	4,056
Pucallpa	4,016	1,586
Puerto Maldonado	2,197	383
Puno	5,405	1,945
Sullana	5,078	886
Tacna	13,542	4,604
Tarapoto	4,091	1,278
Trujillo	30,844	14,985
Tumbes	2,761	624
Total	789.706	242.342

*Nota.* <sup>1</sup>Demanda potencial de vivienda: Se considera a todos aquellos núcleos familiares que no poseen vivienda propia. <sup>2</sup> Demanda Efectiva de Vivienda: Se considera a todos los núcleos familiares que no poseen vivienda propia y que tienen la intención de comprar una en un plazo menor o igual a dos años. Tomado de Estudio de demanda de vivienda. Presentación (Fondo Mivivienda, 2014). Recuperado de <https://goo.gl/Yc6rzz>

Para el año 2015, la empresa Los Portales reportó haber vendido 512,730 m<sup>2</sup> a nivel nacional, lo que equivaldría a un total de 5,697 lotes, considerando un tamaño de lote promedio de 90 m<sup>2</sup>; mientras que INVCENC registró ventas por 2,841 lotes. En ambos casos, la oferta total ascendió a 8,538 lotes, es decir, mediante esta oferta apenas se cubrió el 15 % de la demanda efectiva total estimada líneas arriba.

Como se puede inferir de la información mostrada, existe un amplio margen para seguir creciendo en este mercado en Lima y en provincias. Cabe destacar que Los Portales cuenta con un portafolio más diversificado en su oferta y cubre diferentes variantes de este producto, como son los lotes para casas de campo y de playa.

El problema de la satisfacción de la demanda de lotes no vendría por el lado de la demanda efectiva existente, la cual inclusive creció conforme se ampliaron los sectores B y C de la población y a medida que se incrementó el ingreso anual de los hogares. Jaramillo y Zambrano (2013) mencionan que la clase media en Lima considerada como el segmento socioeconómico B y C creció de manera importante de 43.3 % en el 2005 a 54.6 % el 2011; un incremento de más del 26 %. Es decir, esta clase creció a un ritmo promedio anual de 3.3 %. Claramente se evidencia un déficit de oferta y más aún se estima que dentro de 20 años para atender la demanda de vivienda en las 35 principales ciudades del país se requerirán alrededor de 15,000 has. de terreno urbanizables, un promedio de 750 ha anuales (Resolución de Secretaria General, N.º 012-2014/vivienda-SG, 2014, p.16).

Tabla 5

*Estimación de Demanda de Lotes en Zonas de Lima y Algunas Ciudades del Perú*

	Demanda Efectiva segmento B,C y D	Porcentaje de población en el segmento B y AB (provincias)	Porcentaje de población en el segmento C	Porcentaje de población en el segmento D	Total segmento B + C + D	Total segmento B +	Porcentaje de demanda por lotes urbanizados	Demanda efectiva estimada de lotes
Lima Sur	56,351	6.70 %	42.20 %	16.00 %	64.90 %	48.90 %	49.96 %	21,212
Lima Norte	46,629	9.90 %	45.40 %	12.10 %	67.40 %	55.30 %	49.96 %	19,114
Arequipa	15,627	17 %	29.40 %	33.00 %	79.40 %	46.40 %	49.96 %	4,562
Trujillo	14,985	9.80 %	18.90 %	26.20 %	54.90 %	28.70 %	49.96 %	3,914
Chiclayo	12,366	11.30 %	22.90 %	29.30 %	63.50 %	34.20 %	49.96 %	3,327
Tacna	4,604	15.40 %	30.50 %	34.30 %	80.20 %	45.90 %	49.96 %	1,316
Chimbote	6,263	7.70%	20.30 %	24.10 %	52.10 %	28.00 %	49.96 %	1,682
Piura y Sullana	4,972	6.30%	19.50 %	27.40 %	53.20 %	25.80 %	49.96 %	1,205

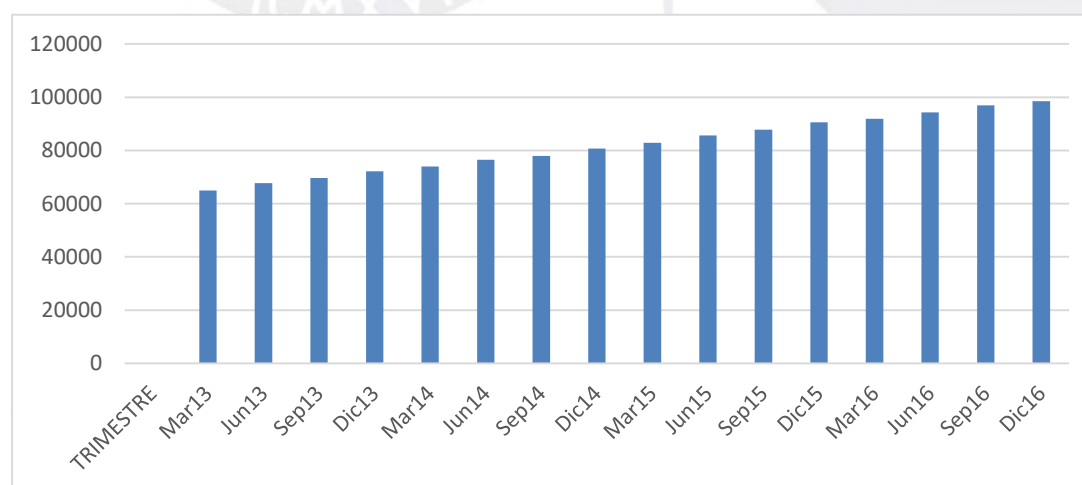
*Nota.* Tomado de Estudio de demanda de vivienda. Presentación. (Fondo Mivivienda, 2014). Recuperado de <https://goo.gl/Yc6rzz>

Por otra parte, se destaca la fuerte dinámica que ha tenido la oferta de lotizaciones en provincias por parte de INVCENC y Los Portales, los cuales han sido atraídos principalmente por los menores costos de los terrenos que se encuentran aún por debajo de los precios

registrados en Lima; aunque en los casos de Trujillo y Piura ya están alcanzando los costos de Lima. Sin embargo, en Ica, Piura y Chiclayo aún se encuentran hasta en un 30 % menor al precio de la capital, ya que existen grandes áreas agrícolas que son convertidas en zonas urbanizadas. (Provincias son un mercado atractivo para inmobiliarias, 2 de febrero de 2015).

En cuanto a las perspectivas de crecimiento en provincias: Trujillo, Piura y Arequipa son zonas que pueden mantener una cantidad de proyectos de diverso perfil y para distintos segmentos como son lotes, casas en condominios y edificios de departamentos. Otras zonas con buen potencial están ubicadas en algunas ciudades de la selva, como Pucallpa y Tarapoto; aunque son terrenos poco explorados donde la construcción por asuntos climáticos, traslado de materiales y de personal calificado podría registrar un mayor nivel de costos, estos precios se compensan con el menor valor del terreno (Provincias son un mercado atractivo para inmobiliarias, 2 de febrero de 2015).

Es importante mencionar que una de las variables que coadyuva al desarrollo del mercado inmobiliario es el crecimiento del consumo de las familias que, a la vez, se ve reflejado en el aumento constante de la demanda de crédito, tanto para consumo personal como hipotecario, la cual ha evidenciado un crecimiento anual de alrededor de 14.9 % entre los años 2013 y 2016. (BCRP, 2016). Ver Figura 12.



*Figura 12.* Crédito de consumo e hipotecario total trimestral en millones de soles. Adaptado de Series Estadísticas Banco Central de Reserva del Perú (s.f). Series estadísticas. Recuperado de <https://goo.gl/EcHcmp>

De acuerdo con las cifras del análisis efectuado en la Tabla 5, existe una amplia demanda efectiva de lotes urbanizados a nivel nacional, la cual se incrementa anualmente de manera significativa por efecto del crecimiento poblacional y de los segmentos socioeconómicos de la clase media a los cuales INVCENC dirige su oferta, por lo cual la ventas lotes de INVCENC seguirá su ritmo de crecimiento normal.

### **1.3.2. El mercado de oficinas *prime* y sus perspectivas.**

Otro producto ofrecido por INVCENC es el de arrendamiento de oficinas tipo *prime* (de excelente localización), lo cual las convierte en las más atractivas del mercado. Estas cuentan con un alto estándar de diseño, sistemas tecnológicos y administración gerencial. El mercado de oficinas *prime* es el que lidera y atrae a los clientes corporativos de mayor poder económico. Si bien los edificios antiguos se pueden reciclar y posicionar en la clase A, en la mayoría de casos, los que entran en esta categoría son nuevos.

Existen también en el mercado de alquiler de oficina los denominados edificios inteligentes que cuentan con un alto grado de tecnología y cuya oferta de oficinas se diferencian mucho del resto. De otro lado, cabe destacar que actualmente en el Perú el mercado de oficinas *prime* se encuentra concentrado en la ciudad de Lima, donde hay una amplia oferta de oficinas para alquiler o venta. Ver Figura 13.

Pese a la crisis financiera observada en el periodo 2008-2009, la oferta de oficinas *prime* ha ido evolucionando positivamente debido al factor demanda, consecuencia de la buena *performance* económica que viene atravesando el país. Tan pronto empezó la reactivación de 2010, la oferta también se incrementó siguiendo el ritmo de crecimiento de la economía y de la inversión. En el 2012, el mercado de oficinas *prime* se mostraba estable, pero se podía observar cierto incremento de la vacancia.

## SUBMERCADOS (CORREDORES) DE OFICINAS EN LIMA



Figura 13. Submercados corredores de oficinas en Lima. Tomado de *Reporte de mercado industrial 2015* (Vidal, 2015).

A fines de 2013, la vacancia fue de 5.2 %; en el 2014, 8.1 %; en el cuarto trimestre de 2015 llegó a 19.9 %, y a fines de 2015 registró alrededor de 19% (Vidal, 2016). Ver Figura 14. De acuerdo con Vidal (2016) a fines del 2015 ya se venía incrementado de manera significativa la oferta de oficinas nuevas llegando a ser del orden de 226,451 m<sup>2</sup> y la absorción neta solo fue de 108,263 m<sup>2</sup>; considerando 25,000 m<sup>2</sup> de oferta de oficinas proveniente de la construcción del nuevo edificio de Banco de la Nación (BN), ubicado en San Borja. Sin embargo, si no se considerara la oferta del BN la absorción sería de tan solo 83,263 m<sup>2</sup>, esta cifra es cercana a la de periodos anteriores: año 2013 con 81,002 m<sup>2</sup>, año 2014 con 81,786 m<sup>2</sup> (Vidal, 2015) por lo cual se puede afirmar que la demanda de oficinas prime se ha mantenido prácticamente estable. Lo que se ha incrementado es la oferta.

Sobre el incremento de la oferta el artículo *Oficinas de Lima. La nueva oferta en la montaña rusa (Perú)* (2016) mencionó:

Los desarrolladores, que han insistido durante los tres últimos años en producir sistemáticamente más oficinas que las que el mercado demanda. Al principio un 20 % o 30 % más. En 2015, más del doble. Se han entregado 162.472 m<sup>2</sup> de oficinas prime,

para esa absorción que citamos, que no llega a 80.000 m<sup>2</sup>. Así que el la tasa de vacancia ha saltado del 8,5 % al 18,4 % (que es lo que en bolsa se llamaría “alta volatilidad”)



Figura 14. Evolución, nueva oferta, absorción neta y vacancia. Tomado de *Reporte de mercado oficinas 4T 2016* (Vidal, 2016).

Si siguiendo con el análisis para el año 2015 se puede mencionar que ese año ingresaron al mercado prime 11 nuevos edificios, en las zonas de Sanhattan (04), Miraflores (02), Magdalena (01), San Borja (02) y en Nuevo Este (02). Para el año 2016 se proyecta que ingresen al mercado prime aún más edificios de reciente construcción, siendo la zona de Magdalena la que muestra mayor producción (nuevos m<sup>2</sup> de oficinas), en sí este distrito contaría con 4 edificios Premium y 81,000 m<sup>2</sup> de oficinas. (Vidal, 2015).

La oferta de oficinas *prime* y de otros formatos se incrementó sistemáticamente por parte de los desarrolladores y, por ello, el nivel de vacancia siguió aumentando ante un contexto de inversión privada que aún no se recuperaba hasta el 2016 (Oficinas de Lima. La nueva oferta en la montaña rusa (Perú), 10 de febrero de 2016).

En la Tabla 6 se aprecia que la zona denominada San isidro Golf, zona en la cual la empresa INVCENC cuenta con la mayoría de edificios de alquiler y la cual es la más

solicitada por los clientes de oficinas *prime*, mantiene una muy baja vacancia, casi de un 0 %, en contraste con otros sectores, como el Nuevo Este, con 37.8 %.

Esta situación también estaría incidiendo en los precios del mercado que en los últimos meses ha pasado en promedio de USD 19.3 por m<sup>2</sup> al cierre de 2015 a USD 17.70 al cierre de 2016. (Vidal, 2016). No obstante, cabe resaltar que esta situación sería temporal dado que este mercado tiene características cíclicas, donde el principal determinante de la demanda de oficinas es originado por el incremento de la inversión privada; si bien ha venido decreciendo en porcentaje del PBI, aún puede mantener la demanda estable. Frente a esta realidad BMI (2016) pone en manifiesto la posibilidad de buscar nuevos mercados al interior específicamente el caso de la ciudad de Arequipa.

En general, actualmente existe una sobreoferta de área arrendable de oficinas *prime* (BMI, 2016d) mayormente fuera del distrito de San Isidro. Esta situación también estaría incidiendo en los precios del mercado que en los últimos meses ha pasado en promedio de USD 19.3 por m<sup>2</sup> al cierre de 2015 a USD 17.70 al cierre de 2016. No obstante, cabe resaltar que dicha situación sería temporal dado que este mercado tiene características cíclicas, donde el principal determinante de la demanda de oficinas es originado por el incremento de la inversión privada; la cual, si bien ha venido decreciendo en porcentaje del PBI, aún puede mantener la demanda estable. (Vidal, 2016). De otro lado, para dar un alcance del volumen que representa el mercado de arrendamiento de oficinas *prime* considerando la oferta de área arrendable de la Tabla 6 de 1'026,258 m<sup>2</sup> y dado el precio actual por metro cuadrado de USD 18 se estima que el mercado de alquileres de oficinas *prime* representan aproximadamente USD 221'671,728 anuales.

En el caso de INVCENC, su área arrendable prácticamente permanece copada puesto que su cartera de clientes la conforman mayoritariamente empresas corporativas. En el año 2015, esta empresa inició la construcción del edificio Real 2, el cual estará ubicado en el Centro Empresarial Real y tendrá aproximadamente 12,786 m<sup>2</sup> de área arrendable (SMV,

2015a). Adicionalmente, el 2015 fue el primer año completo de operación del edificio Real 8, inaugurado en junio de 2014, con un total de 16,044 m<sup>2</sup> de área arrendable, presentando un 100 % de ocupación; lo que confirma su liderazgo en la zona de San Isidro Golf.

En total, el portafolio de oficinas tiene en promedio 74,000 m<sup>2</sup> de área arrendable (SMV, 2015a). En base a esta información, se puede estimar que *la empresa cuenta con una participación de 7% del mercado*, considerando el total de área existente de oficinas *premium* según la tabla 6. A pesar que el crecimiento promedio de la nueva oferta arrendable de oficinas prime ha sido de aproximadamente 14.07 % del año 2011 al 2015, (Vidal, 2015) en estos momentos la demanda de oficinas *prime* está atravesando un periodo de cierto estancamiento debido al menor crecimiento de la inversión privada; pero INVCENC mantiene casi 100% de ocupabilidad dado su posicionamiento estratégico en las zonas más exclusivas de Lima, lo que le garantiza una demanda constante. Si bien es cierto existen las condiciones para un mayor crecimiento de la inversión privada dada la estabilidad macroeconómica del país y el poco convulsionado contexto internacional, el ritmo será aún lento , esperando que se realicen fuertes inversiones sobre todo en el sector minero. Por ello se espera que el crecimiento de las ventas de INVCENC sea estable a tasas bajas.

Tabla 6

*Mercado de oficinas prime en Lima 2016*

Zona	Inventario (m <sup>2</sup> )			N.º edificios		Disponibilidad (%)			Absorción neta (m <sup>2</sup> )			Precio de renta (US / m <sup>2</sup> / mes)		
	A+	A	Total	A+	A	A+	A	Total	A+	A	Total	A+	A	Total
Sanhattan	178,595	182,304	360,900	10	14	24.2 %	27.2 %	25.7 %	4,706	-510	4,196	18.93	17.06	17.95
San Isidro Golf	45,286	71,024	116,311	3	13	--	0.5 %	0.3 %	--	1,140	1,140	--	21.00	21.00
Miraflores	63,003	63,778	126,780	4	6	12.7 %	18.6 %	15.7 %	309	59	358	19.47	18.77	19.16
San Borja	25,000	19,059	44,059	1	3	--	8.9 %	3.8 %	--	--	--	--	17.00	17.00
Chacarilla	--	10,398	10,398	--	1	--	6.4 %	6.4 %	--	-589	-589	--	20.00	20.00
Magdalena	--	110,193	110,193	--	6	--	52.7 %	52.7 %	--	6,540	6,540	--	17.81	17.81
Nuevo Este	177,279	80,338	257,618	7	8	53.3 %	3.6 %	37.8 %	4,713	-2,092	-2,621	17.41	14.62	17.40
Subtotal	489,163	537,095	--	25	51	29.8 %	23.3 %	26.4 %	9,728	4,898	--	18.00	17.44	--
Total		1,026,258			76		26,38 %				14,626			17.77

Nota. Tomado de *Reporte de mercado oficinas 4T 2016* (Vidal, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/1qTX>

### 1.3.3. El mercado de centros comerciales y sus perspectivas.

El auge de los centros comerciales en el Perú se inició en 1997, con la apertura en Lima del Jockey Plaza Shopping Center, que contaba con un área de 15,000 m<sup>2</sup> de zona comercial y que se caracterizaba por incorporar locales alquilados a tiendas por departamentos, denominadas tiendas anclas, como Saga y Ripley. A diferencia de los centros comerciales tradicionales, los locales no eran vendidos, sino que tan solo se daban en alquiler. El éxito de esta primera experiencia dio pie a la construcción de un centro comercial muy emblemático en Lima, Larcomar, ubicado en el distrito de Miraflores. Cinco años más tarde (2003), se inauguró el Mega Plaza en la zona norte de Lima, con un área total de 138,000 m<sup>2</sup>. Con la apertura de este local, se consolidó la primera etapa de crecimiento de centros comerciales en la capital. La segunda etapa se inició con la expansión en las provincias, siendo el primer centro comercial el Real Plaza de Huancayo, inaugurado en el 2008. En pocos años, toda región importante del país ya contaba con un centro comercial. (La imparable expansión de los centros comerciales en el Perú, 13 de Abril del 2015). En la Tabla 7, se observa cómo ha evolucionado anualmente desde el 2005 el sector de centros comerciales, así como su proyección estimada en un crecimiento promedio de 19 %. El sector cuenta con 16 grupos empresariales que operan los centros comerciales, según la Asociación de Centros Comerciales del Perú (ACCEP), y de estos, cuatro manejan el 62 % de los más de 2,4 millones de superficie arrendable total en el país; es decir, 51 de los 77 *malls* que operan aproximadamente. Entre ellos destacan Intercorp, con Real Plaza, que lidera en renta y ventas; el Parque Arauco (considerando los activos de Inmuebles Panamericana, donde es socio junto al grupo Wiese); Aventura Plaza (alianza entre Falabella y Ripley, y Open Plaza del grupo Falabella). Asimismo, se espera que en el 2016 este último y los dos primeros del *ranking*, cobren mayor poderío en metros cuadrados de *retail* y ventas; manejando 55 de los 84 complejos que se estima habrá al cierre del año (Salas, 18 de enero de 2016).

Tabla 7

*Centros Comerciales a Nivel Nacional 2005-2017*

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016(*)	2017(*)
10	14	19	24	30	40	47	51	62	73	77	82	87

*Nota.* Tomado de *El Comercio* (2016). Recuperado de <https://goo.gl/jtn7Ud> y del *Diario Gestión* (2016). Recuperado de <https://goo.gl/yX1o2u>. (\*) Proyectado.

Existe una importante concentración del negocio de centros comerciales en pocos grupos desarrolladores, esto debido a que el ingreso en este tipo de negocio conlleva la superación de varias barreras de entrada, como son la experiencia corporativa en el sector *retail* y un fuerte nivel de respaldo financiero, ya sea de capital propio o apalancado. Como se observa en la Tabla 8, INVCENC participa apenas con cinco centros comerciales que representan un 6 % de la oferta en metros cuadrados.

En términos de área arrendable INVCENC cuenta con 132,082 m<sup>2</sup> que refleja un 5 % del total del mercado, el cual se estima en 2'465,808 m<sup>2</sup>. (Ver Tabla 9). Esta empresa es un operador relativamente nuevo en este negocio (desde el 2013) en donde ya existen otros con más experiencia y participación de mercado.

Tabla 8

*Número de Centros Comerciales por Desarrollador*

Grupo empresarial	Intercorp	Parque Arauco	Parque Arauco / Grupo Wiese	Falabella	Brescia	Centenario Grupo Romero	Falabella /Ripley	Penta Realty Group	Cencosud Shopping Center
Marcas	Real Plaza	Parque Arauco	Inmuebles Panamericana (Mega Plaza)	Open Plaza	Cúbica-La Rambla	Centros Comerciales	Aventura Plaza		Cencosud Shopping Center
Cantidad de centros comerciales	19		18	10	7	5	4	3	3

*Nota.* Tomado de *El Comercio* (2016). Recuperado de <https://goo.gl/jtn7Ud>

Tabla 9

*Ranking de principales desarrolladores y estimaciones de áreas arrendables 2015*

Grupo	Intercorp	Parque Arauco/ Grupo Wiese	Falabella /Ripley	Falabella	Ibárcena	Altas Cumbres	Familia Wong	Centenario Grupo Romero	Otros	Total
Marcas	Real Plaza	Parque Arauco	Aventura Plaza	Open Plaza	Inversiones Castelar	Jockey Plaza Shopping center	Plaza Norte	Centros Comerciales	--	
Área Arrendable m <sup>2</sup>	608,535	367,623	291,455	277,000	230,000	150,000	137,492	132,082	271,621	2,465,808
%	25	15	12	11	9	6	6	5	12	

Nota. Adaptado de *El Comercio* (2016). Recuperado de <https://goo.gl/jtn7Ud>

Existen buenas oportunidades de crecimiento en este sector; tanto así que las empresas de *retail* no encuentran espacios para la locación de sus comercios y, más aún, el precio de renta por metro cuadrado se estaría elevando a partir del segundo trimestre de 2016 en alrededor del 10 % (Trigoso, 2016). El especialista en centros comerciales, Ernesto Aramburú, es optimista respecto al crecimiento del sector, al menos durante los próximos diez años, y estima que para cualquier ciudad de 20,000 habitantes se puede construir un centro comercial habiendo primero identificado 300 ciudades (Salas, 18 de enero de 2016). De otro lado, la Asociación de Centros Comerciales del Perú (ACCEP) calcula que para el 2021 habrá 135 centros comerciales en todo el Perú (Equilibrium Clasificadora de Riesgos, 2015). En suma, las perspectivas del sector son positivas, ya que existiría un amplio margen de crecimiento, considerando que en el Perú el nivel de penetración de centros comerciales es aún bajo respecto a otros países de Latinoamérica (ver Figura 15). A su vez, el segmento de clase media de la población viene creciendo anualmente, aspecto comentado al inicio del presente capítulo, puesto que ha elevado su consumo y la demanda de centros comerciales.

Como se ha mencionado, el negocio de centros comerciales sigue bastante dinámico; no obstante, INVCENC no tiene planeado una expansión en este rubro, salvo la ampliación del área arrendable de sus centros comerciales que se ha incrementado en 10,000 m<sup>2</sup>, un

promedio de 5,000 m<sup>2</sup> por año (SMV, 2015a) entre 2013 y 2015, y la futura remodelación del antiguo centro comercial Camino Real, ubicado en San Isidro, del cual es propietario en más del 90 %.

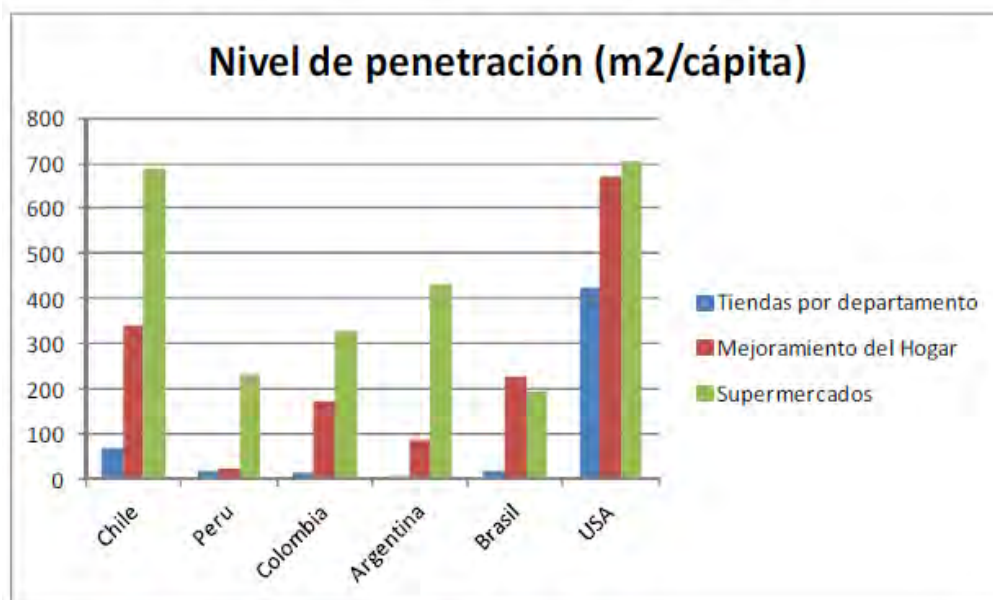
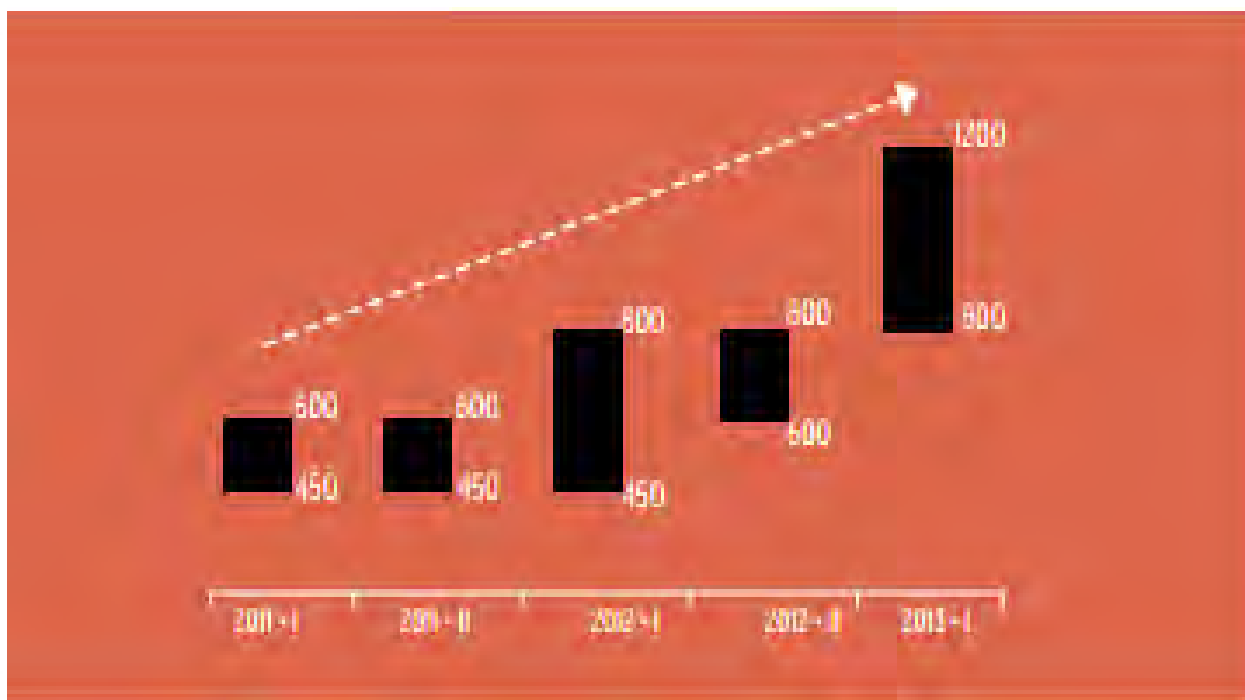


Figura 15. Nivel de penetración de centros comerciales (m<sup>2</sup>/cápita). Tomado de Análisis del sector *retail*: supermercados, tiendas por departamentos y mejoramiento del hogar (Equilibrium Clasificadora de Riesgos, 2015). Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/sectorialretailmar15.pdf>

#### 1.3.4. Los mercados de locales industriales y de hotelería y sus perspectivas.

La principal plaza para la comercialización de lotes industriales es la ciudad de Lima, donde se encuentran concentradas la mayor cantidad de industrias manufactureras y comercios de diversa índole. Hace algunas décadas, la principal zona de Lima donde se realizaba actividad industrial correspondía a las avenidas Argentina y Colonial, pero debido a la expansión urbanizadora para viviendas, la mayoría de industrias abandonaron dichas zonas buscando otras ubicaciones, por lo que la oferta de lotes industriales ahora es bastante limitada. (Vidal, 2015c). Esta escasez generó un fuerte incremento de los precios (ver Figura 16), por ejemplo, en tan solo dos años, el precio de lotes industriales en Ate se duplicó; subiendo en el primer semestre de 2013 hasta en 50 %.



*Figura 16.* Lima Este - Ate. Precio de venta de lote industrial por USD/m<sup>2</sup>. Tomado de Desarrollo inmobiliario industrial. *Revista Moneda* (Iberico, J. y Vera, R., 2013). Recuperado de <https://goo.gl/C0NRhr>

Si se compara el precio por m<sup>2</sup> de terreno para uso industrial que existe en otros países cercanos, como Chile (USD 191) o Argentina, en el caso peruano el valor del terreno es mucho más alto (USD 358). Esta realidad se debe a que, a nivel de Estado, principalmente no ha habido una planificación de algo tan esencial como lo es la generación de parques industriales; más aún cuando la actividad económica ha venido creciendo constantemente (Iberico y Vera, 2013).

Se estima que existen en Lima Metropolitana alrededor de 62,000 empresas manufacturera, con instalaciones desde 150 m<sup>2</sup> hasta 100,000. El *stock* de terrenos industriales supera apenas las 7,000 ha, pero la demanda estimada para los próximos 15 años es del orden de 14,000 ha.; esto indica claramente la existencia de una demanda insatisfecha a largo plazo (ver Tabla 10).

Tabla 10

*Demanda de Terrenos Industriales para Lima Metropolitana en los Próximos 15 años*

Variable	Número de trabajadores en cada empresa							Total
	De 1 a 10 personas	De 11 a 50 personas	De 51 a 100 personas	De 101 a 150 personas	De 151 a 200 personas	De 201 a 500 personas	De 500 a más personas	
Empresas industriales en Lima y Callao	52,938	4,434	1,633	882	764	724	280	61,655
Tamaño del terreno promedio (metros)	150	600	2,000	4,000	10,000	25,000	100,000	
Estimado <i>stock</i> actual de terrenos (ha)	794	266	327	353	764	1,810	2,802	7,116
*Demanda estimada de terrenos industriales para los próximos 15 años	2,204	796	898	873	1,661	3,394	4,413	14,239

*Nota.* Tomado de Desarrollo inmobiliario industrial. *Revista Moneda* (Iberico y Vera, 2013). Recuperado de <https://goo.gl/C0NRhr>

Para dar otro ejemplo del nivel de desfase en la creación de parques industriales, Ibérico y Vera (2013) indicaron que mientras en Argentina y Chile se encuentran por lo menos 200 parques industriales en funcionamiento; en Lima no existe uno solo con características adecuadas que aseguren el orden y la continuidad de la expansión de la frontera industrial.

La carencia de una propuesta planificada de zonas de uso industrial por parte de la iniciativa estatal ha favorecido el desarrollo individual de proyectos que no tienen una estructura coordinada que permita mayor eficiencia. En este sentido se viene observando que muchas empresas están migrando hacia la zona sur de Lima donde el costo de la tierra es menor y donde existe fácil acceso y factibilidad de servicios públicos por lo que Villa El Salvador y Lurín se están consolidando como ciudades industriales mientras que Chilca está en proceso de convertirse en una zona industrial (Iberico y Vera, 2013).

De acuerdo con Vidal (2016), en Lima se cuenta con ocho grandes zonas de concentración de actividad industrial: Centro, conformada por el distrito del Cercado de Lima; Norte 1, por los distritos de Los Olivos e Independencia; Norte 2, por los distritos de

Puente Piedra, Carabayllo y Comas; Este 1, por los distritos de El Agustino, Santa Anita, Ate y San Luis; Este 2, Lurigancho-Chosica y San Juan de Lurigancho; Oeste, Provincia Constitucional del Callao, especialmente los distritos del Cercado del Callao y Ventanilla; Sur 1, Chorrillos y Villa El Salvador, y Sur 2, por Lurín y Chilca. Respecto a los precios de venta por metro cuadrado de cada zona, se puede observar en la Figura 17.

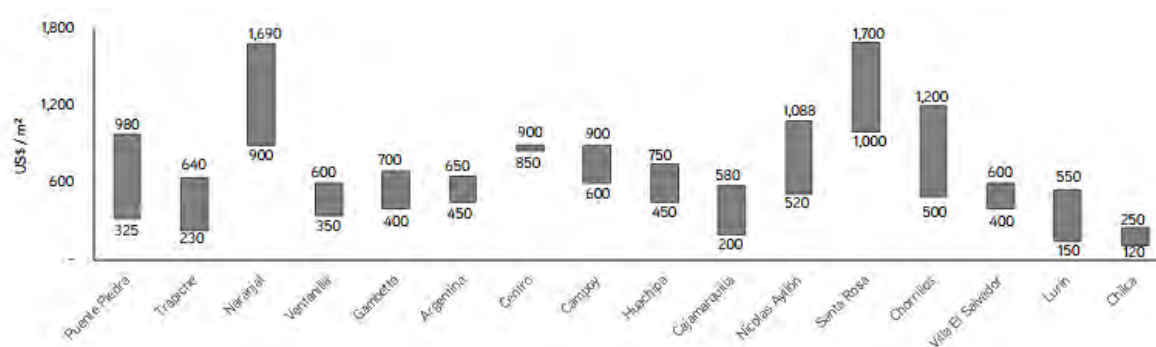


Figura 17. Precios de venta de terrenos industriales en Lima por corredor. Tomado de *Reporte de mercado oficinas 4T 2016* (Vidal, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/ZqUiER>

Desde el año 2015, INVCENC inició la comercialización de lotes destinados al uso industrial (plantas industriales, almacenes u otros de uso logístico). Esta nueva oferta inmobiliaria surgió a partir de la decisión de emplear las casi 1,000 ha que la empresa adquirió en el año 1997 (en el distrito de Lurín) para la creación de una ciudad industrial (SMV, 2015a). No obstante, otras empresas también ofrecen locales o terrenos industriales en la zona sur. La oferta de INVCENC es mayor y equivalente a una participación del mercado del 51 %, seguido por el proyecto La Chutana, con un 27 %. (Ver Tabla 11).

En cuanto a los precios promedio de oferta, INVCENC brinda el valor más bajo; además, ya ha realizado ventas de lotes por un valor de S/91 millones, lo que representa el 60 % de la primera etapa del proyecto (SMV, 2015a). La actividad de venta de lotes industriales en parques ofertados por empresas privadas en la ciudad de Lima recién está empezando y existe una amplia posibilidad de crecimiento dada la gran demanda insatisfecha y la falta de oferta del Estado; sin embargo, éste mediante la promulgación del DL N.º 1199 ha contribuido al impulso, desarrollo e implementación de parques industriales (Vidal, 2015c)

Tabla 11

*Proyecto de Parques Industriales Zona Sur 2*

Proyecto	Ubicación	Desarrollador	Área	%	Precio de lista promedio (USD/m <sup>2</sup> )
La Chutana	Chilca	Inmobiliaria La Chutana	526 ha	27	130
Sector 62	Chilca	Inmoviliaria Triana	212 ha	11	100
Macrópolis	Lurín	Inversiones Centenario	980 ha	51	100
Indupark	Chilca	Indupark	210 ha	11	140
		Total	1928		

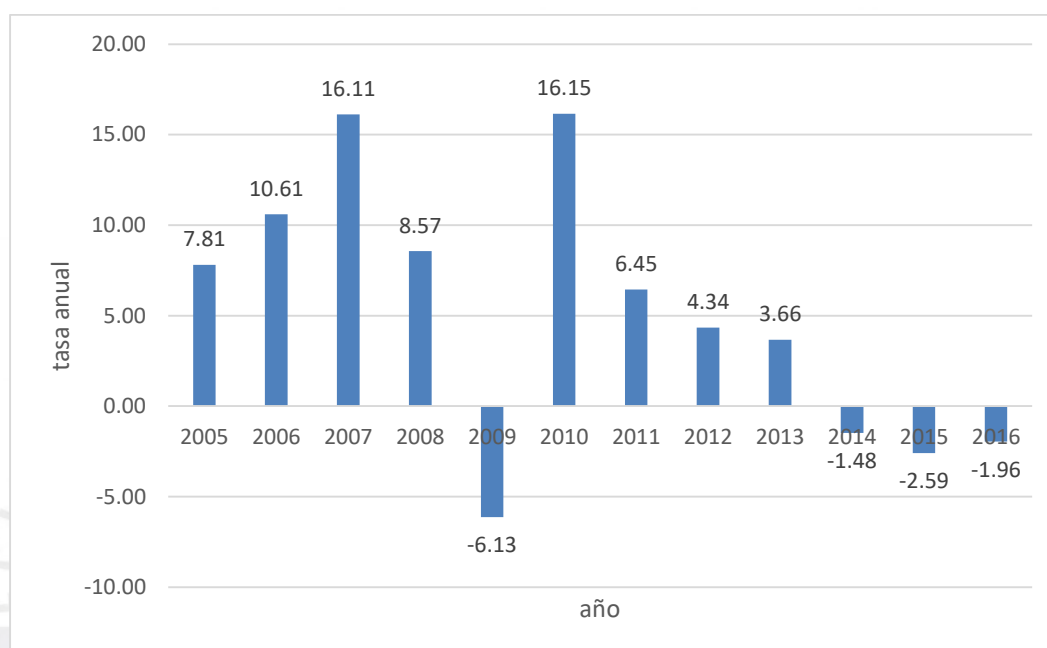
*Nota.* Tomado de *Reporte de mercado industrial 2015*. Lima: Colliers International (Vidal, 2015c).

Por otro lado, la contracción de la inversión es la causa principal por la cual el mercado está sufriendo una desaceleración, pero se espera que esta situación que atraviesa el sector sea temporal, dada la gran necesidad y la sensibilidad de la demanda de los ciclos económicos. (Vidal, 2015c).

A nivel general la demanda de locales industriales se ve influenciada por el desempeño de la inversión en el sector manufacturero el cual no ha reflejado un buen desempeño en los últimos años, la tasa de crecimiento de este sector ha venido decreciendo llegando a -1.96 al cierre del 2016 tal como se aprecia en la Figura 18.

En el caso de INVCENC es el líder del sector en esta zona. Además, cuenta con una amplia cartera de clientes corporativos, producto de su actividad inmobiliaria en el sector de arrendamiento de oficinas. Asimismo, la empresa está rentabilizando su inversión a través de la venta de lotes industriales, pero el proyecto MacrOpolis también contempla la construcción de almacenes logísticos y plantas listas, como naves industriales. No obstante, debido a la caída de la inversión y a la contracción del sector manufacturero las perspectivas de crecimiento del sector son lentas para los próximos años. Con respecto a la situación del sector hotelero, la nueva división de INVCENC, este mercado muestra una continua recuperación desde la caída experimentada con la crisis financiera internacional de fines de 2008. El turismo a nivel internacional se ha incrementado sustancialmente cada año, como se

ha visto al inicio del presente capítulo; esto ha redundado en una mayor demanda hotelera de diferentes categorías. Dicha demanda se ha reflejado en un buen nivel de ocupabilidad de la capacidad hotelera, es decir, el promedio de ocupación anual de las habitaciones en el Perú se estima en 64.6 % para el año 2015. Asimismo, el costo promedio por habitación es de USD 142 y el *Revenue Per Available Room* (RevPar) es de USD 92 (Perú tiene el mejor rendimiento hotelero en la región Andina, 30 de setiembre de 2015).



*Figura 18.* Tasa de crecimiento del PBI manufacturero no primario. Adaptado de Banco Central de Reserva del Perú. (2017b). Cuadros estadísticos. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/nota-semanal/cuadros-estadisticos.html>

Sobre esta favorable situación, Romero (2015) indicó que diversos factores tanto endógenos como exógenos han limitado la dinámica del sector en los últimos años. Entre los factores endógenos figuran: a) adquisición del terreno, b) estudios de mercado, c) definición del concepto y categoría del hotel, d) negociación de contratos de franquicia u operación del negocio, e) y levantamiento de fondos para la implementación del proyecto. Completar todos estos factores, a fin de concretar un proyecto, puede tomar años; dependiendo de la complejidad del mismo. En cuanto a los factores exógenos, se deben tener en cuenta los siguientes aspectos: a) competitividad del mercado y de la economía, y b) altos costos de la tierra, sobre todo en ciudades de Lima y Cusco, donde terrenos no bajan de USD 4,000 por

metro cuadrado en el mejor de los casos; aun así, se espera un crecimiento anual del sector del orden de 4 % al año.

El año 2016, INVCENC inició la construcción de dos hoteles, uno en Lima, con 164 habitaciones, y otro en Piura, con 120 habitaciones, los cuales serán operados por la cadena Holiday Inn Express, franquicia internacional de gama media y alta. La inversión estimada es de alrededor de USD 40 millones (Centenario concreta su ingreso al rubro hotelero con dos proyectos, 4 de abril de 2016).

En conclusión, se puede manifestar que la *performance* del sector hotelero en esta última década ha sido muy positiva como consecuencia del incremento del turismo internacional, considerado una exportación de servicios; la exoneración del impuesto a las ventas; la frecuente realización de eventos internacionales, y el incremento del turismo nacional. Así, se espera que esta situación se mantenga y vaya en crecimiento, sobre todo por las fuertes inversiones hoteleras que se vienen realizando mediante alianzas con operadores hoteleros internacionales.

#### **1.4. Composición y Estructura Financiera del Sector**

En este punto se realiza el análisis de la composición financiera del sector inmobiliario tanto a nivel nacional como internacional. Desde el punto de vista nacional, si bien es cierto existen múltiples empresas constructoras e inmobiliarias, solo hay dos empresas peruanas, INVCENC y Los Portales que cotizan en la bolsa de valores y cuentan con un portafolio diversificado inmobiliario. Desde el punto de vista internacional se considera para este análisis a la empresa Socovesa, una de las empresas inmobiliarias más importantes de Chile que cuenta con un portafolio diversificado inmobiliario y que a su vez cotiza en la bolsa de Santiago. Cabe resaltar que económicamente el PBI chileno no está muy distanciado del peruano, goza de un buen desempeño económico y posee un mercado desarrollado en el sector inmobiliario. Socovesa maneja un portafolio de negocios de construcción de casas, departamentos, oficinas y proyectos no habitacionales. Para el análisis

se tomarán los valores de los estados financieros de la Superintendencia Valores y Seguros de Chile en pesos chilenos pero expresados en la moneda local soles peruanos (Investing (s.f)).

La empresa Los Portales posee un portafolio con diversas líneas de negocios: unidad inmobiliaria, negocio de estacionamiento, negocio hotelero y de rentas (habilitación de centros comerciales y *stripmalls*). En la Tabla 12, se puede observar que las ventas del sector disminuyeron entre el año 2014 y el 2015, en alrededor de 2%, básicamente, por los menores ingresos de la empresa chilena Socovesa, empresa que lidera el sector, en nuestro análisis, con una participación de mercado de 58% en el año 2015. (Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, [SVS], 2015).

Tabla 12

*Ingresos Totales del Sector 2014-2015 (Miles de Soles)*

Años	2014	2015
Inversiones Centenario	484,528	499,655
Los Portales	667,846	768,876
Socovesa	1,944,414	1,751,776
Totales	3,096,788	3,020,307

*Nota.* Adaptado de (1) *Notas a los estados financieros 2015. Inversiones Centenario S. A. A. y Los Portales* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015b y 2015d). (2) Estado Financiero 2015. Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=94840000&grupo=0&tipointeridad=RVEMI&row=AABbBQABwAAAA5OAAE&vig=VI&control=svs&pestanian=3>

El *core* del negocio de INVCENC es la división de lotes urbanizados que, de acuerdo a la Tabla 13, representó el 65 % del ingreso total de la empresa en el año 2015, y sus ganancias antes de impuestos es de 66 %. Sin embargo, cabe aclarar que esta se encuentra incrementada por la revalorización de activos inmobiliarios, que alcanza alrededor de S/128,435 miles; sin esta la ganancia caería al 44 %, casi la tercera parte del valor inicial. En el caso de la división de centros comerciales, se observa que las ganancias antes de impuestos es negativa, consecuencia de sus altos costos operativos.

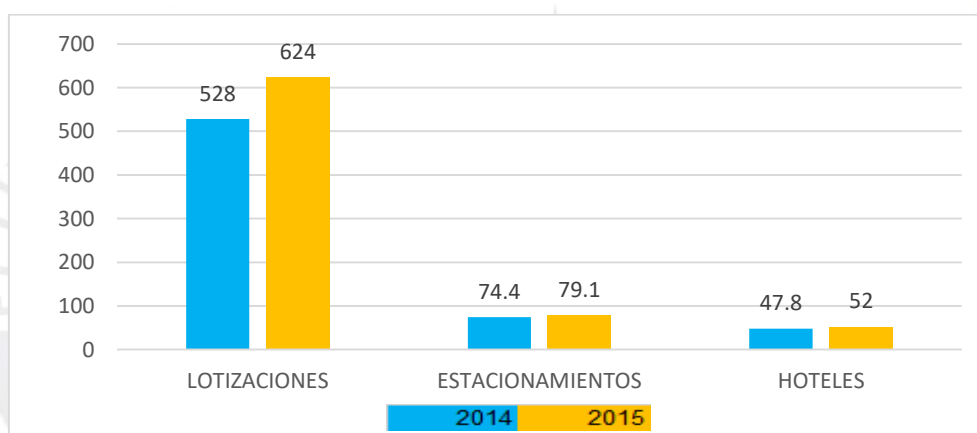
Tabla 13

*Ingresos y Ganancia Neta por División de Inversiones Centenario (2015) (Miles de Soles)*

	División de lotes urbanizados	División de alquiler de oficinas	División de centros comerciales	Otros	Total
Ingresos	320,653	87,907	78,887		487,447
Ganancia antes de impuestos	214,365	83,858	-31,898	221,123	487,448

*Nota.* Tomado de *Notas a los estados financieros 2015. Inversiones Centenario S. A. A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015). Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/notas%20eff.pdf>

Respecto a Los Portales el ingreso por ventas se encuentra menos diversificado que el de INVCENC, dado que su división de lotizaciones para vivienda representó el 80 % del ingreso total de sus ventas en el 2015 (ver Figura 19).



*Figura 19.* Ventas por división de Los Portales 2014-2015. Tomado de *Memoria anual 2015. Los Portales S. A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015). Recuperado de <https://goo.gl/GF7Ysk>

Los ingresos de la empresa Socovesa están conformados por sus negocios inmobiliarios de venta de casas, departamentos y oficinas. Además posee una división de negocio de servicios de ingeniería y construcción. El foco estratégico de la empresa en el año 2015 estuvo centrado en el negocio inmobiliario, pues del total de ingresos el negocio inmobiliario representó el 99 %, incluso las ganancias antes de impuestos arrojaron S/229 millones todo lo contrario con el negocio de ingeniería donde tuvieron pérdida antes de impuestos por un valor de S/46 millones, pero en el consolidado resultó un saldo positivo. (Ver Tabla 14).

Otro aspecto importante a destacar en el análisis del sector son las ganancias o beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización o *Ebitda* (por sus siglas en inglés, *earnings before interets, taxes, depreciation and amortization*) que generan estas empresas; así como el análisis de la rentabilidad sobre activos totales o ROA (*return on assets*) y la rentabilidad sobre patrimonio o ROE (*return on equity*), todos ellos estimados en base a las cifras publicadas por cada empresa en sus estados financieros.

Tabla 14

*Ingresos y Utilidad Neta por División de Socovesa (2015) en Soles*

	Negocio Inmobiliario	Negocio Ingeniería y Construcción	Total
Ingresos	1,728,484	23,291	1,751,776
Ganancia antes de impuestos	229,395	-46,893	182,502

*Nota.* Tomado de los Estados Financieros 2015 y 2014. Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=94840000&grupo=0&tipoentidad=RVEMI&row=ABbBQABwAAAA5OAAE&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

Así, en la Figura 20 se observa que el *Ebitda* de la división de lotes urbanizados de INVCENC (el producto más importante para ambas empresas) disminuyó entre los años 2014 y 2015; mientras que en el caso de Los Portales se incrementó (ver Tabla 15).

De otro lado en la Tabla 16 se observa que la empresa Socovesa posee ingresos estables para el periodo 2014 y 2015 y sus márgenes de *Ebitda* se mantienen constantes. Estos márgenes son estables debido a que su división de negocio inmobiliario es el más significativo en cuanto al total de ingresos de la empresa. Socovesa en su negocio de ingeniería presenta márgenes de *Ebitda* negativos en el periodo de análisis, pero en el consolidado de la empresa la ganancia bruta y los márgenes *Ebitda* se mantienen en 18 %, pues ellos se ven influenciados en mayor medida por el negocio inmobiliario.

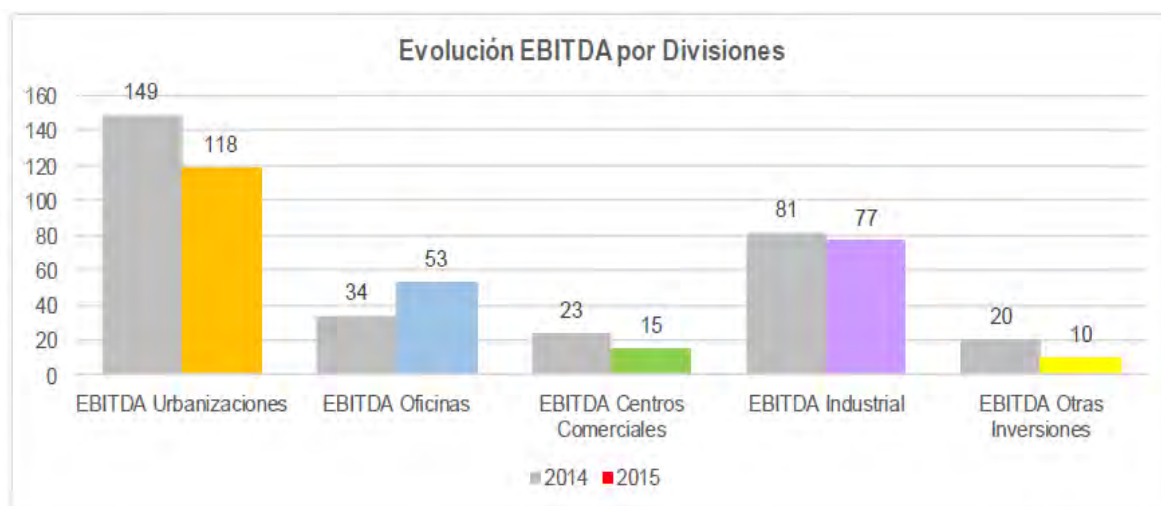


Figura 20. Evolución Ebitda por divisiones. Tomado de *Memoria anual 2015. Inversiones Centenario S. A. A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015). Recuperado de <https://goo.gl/wPBKrs>

Tabla 15

*Los Portales, Ebitda de la División de Lotizaciones 2014-2015*

Año	2014	2015
Ebitda, división de lotizaciones	S/130'000,000	S/167'000,000

Nota. Tomado de *Memoria anual 2015. Los Portales S. A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015). Recuperado de <https://goo.gl/GF7Ysk>

Tabla 16

*Socovesa, Ganancia Bruta y Ebitda de sus Negocios de Inmobiliarios e Ingeniería (2015 y 2014) en Soles*

	Desarrollo Inmobiliaria			Ingeniería y Construcción			Consolidado		
	2015	2014	% Var	2015	2014	%Var	2015	2014	%Variación
Ganancia Bruta	105,278,893	105,243,573	0.00	806,206	(2,525,303)	(1.32)	106,085,099	102,718,270	0.03
Ebitda	73,991,406	80,264,591	(0.08)	(9,287,120)	(3,700,950)	1.51	64,704,286	72,251,156	0.10
Margen Ebitda	21 %	21 %		-192%	-147 %		18 %	18 %	

Nota. Tomado del Estado Financiero 2015. Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=94840000&grupo=0&tipoentidad=RVEMI&row=AABbQABwAAAA5OAAE&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

En el caso de INVCENC, el mayor ROA se observó en el sector de arrendamiento de oficinas *premium*, el cual generó 33 % y en el caso de centros comerciales el ROA es de apenas del 1 % para el año 2015 (ver Tabla 17).

Tabla 17

*ROA por Divisiones Inversiones Centenario 2015*

	División de lotes urbanizados	División de alquiler de oficinas	División de centros comerciales	Otros
ROA	12 %	33 %	1 %	-9 %

*Nota.* Tomado de *Memoria anual 2015. Inversiones Centenario S. A. A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015). Recuperado de <https://goo.gl/wPBKrs>

En Los Portales el ROE del negocio de estacionamientos se incrementó de 19.3 % a 22.6 %, del año 2014 al 2015; y de 17.4 % a 18.6 % en la división de hoteles (ver Tabla 18).

Tabla 18

*ROE de las Divisiones de Estacionamientos y Hoteles Los Portales 2014-2015*

Año	2014	2015
Estacionamientos	19.3 %	22.6 %
Hoteles	17.4 %	18.6 %

*Nota.* Tomado de *Memoria anual 2015. Los Portales S. A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015). Recuperado de <https://goo.gl/GF7Ysk>

Respecto a Socovesa en los dos últimos años su línea de negocio de Ingeniería presentó resultados negativos, incluso sus indicadores de rentabilidad empeoraron en el año 2015, el ROE disminuyó hasta 64 % y el ROA hasta 19.5 %, (Ver Tabla 19) estos resultados negativos se dieron porque existen provisiones de deudores incobrables que impactan directamente en el estado de resultados.

En cuanto al negocio inmobiliario, la disminución del valor del ROE de 16.3 % a 14.3 % se debió básicamente por el incremento del patrimonio atribuible a nuevas participaciones, según los estados financieros (SVS, 2015).

En la Figura 21 se observa que en promedio, durante el periodo de análisis del 2012-2015, Los Portales posee un mayor apalancamiento o ratio de endeudamiento patrimonial, medido como el ratio de pasivo total sobre patrimonio, a nivel de todo el sector, dado que su apalancamiento alcanza tres veces más de su patrimonio, obteniendo un ratio de endeudamiento para el año 2015 de 3.6, esta situación podría representar una posición muy riesgosa para esta empresa.

Tabla 19

*ROE y ROA de las divisiones inmobiliaria e ingeniería y construcción de Socovesa, 2014-2015*

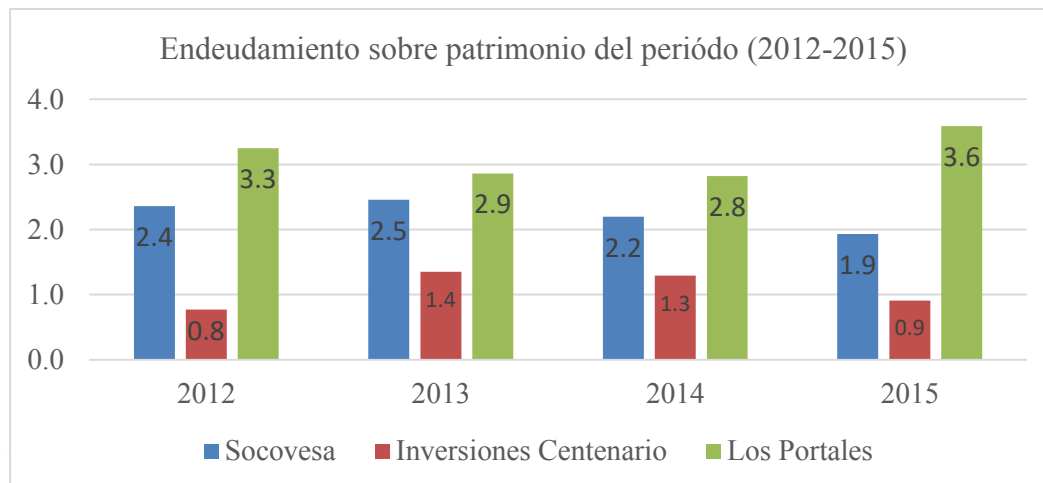
Año	2014		2015	
	Inmobiliaria	Ingeniería	Inmobiliaria	Ingeniería
ROE	16.3 %	-36.3 %	14.3 %	-64.0 %
ROA	5.0 %	-14.2 %	4.9 %	-19.5 %

*Nota.* Adaptado del Estado Financiero 2015. Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=94840000&grupo=0&tipoentidad=RVEMI&row=ABbBQABwAAAA50AAE&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

Caso contrario es el de la empresa INVCENC que presenta un menor ratio de endeudamiento patrimonial en promedio, para el periodo de análisis, de 1.1 veces su patrimonio e incluso muestra una disminución sustancial en el último año 2015, su nivel de apalancamiento patrimonial fue de 0.9, lo cual demuestra una posición más conservadora frente a sus acreedores.

Dentro del sector, la empresa chilena Socovesa, presentó en promedio un menor ratio de endeudamiento del orden de 2.2 veces su patrimonio. Sus ratios fueron menores a Los Portales pero mayores a la empresa INVCENC. Incluso el ratio de endeudamiento de Socovesa mejoró en el último año 2015, llegando a 1.9 veces su patrimonio, menor al del año 2014, cuando el ratio fue de 2.2. Este resultado se fundamenta por la disminución de deudas

financieras de corto plazo, en general disminución del total de pasivos, en 6.4 % y un aumento en su patrimonio el mismo porcentaje, 6.4 % del 2014 al 2015.



*Figura 21.* Comparación de endeudamiento patrimonial entre Inversiones Centenario, Los Portales y Socovesa. Tomado de *Notas a los estados financieros* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2012-2015) y estados financieros (Superintendencia Valores y Seguros de Chile, 2012-2015).

### 1.5. Análisis Financiero y Comparable Sectoriales

En esta parte se analizarán los principales indicadores financieros del sector compuesto por INVCENC, Los Portales y Socovesa haciendo una comparación entre ellos a fin de tener un mejor conocimiento de la gestión de cada una respecto a su competencia.

Dentro del sector desde el año 2012 hasta el 2015, INVCENC mantuvo un menor grado de endeudamiento (pasivo total sobre activo total), pues en promedio este fue de 51 %; es decir, poseía un menor financiamiento por terceros para sus activos (Ver Tabla 20).

En contraste, Los Portales evidenciaba un mayor grado de endeudamiento respecto al sector del orden de 75 %, para el mismo periodo (ver Tabla 21) mientras que el grado de endeudamiento de la empresa chilena Socovesa fue de 69% en el periodo de análisis (ver Tabla 22).

En general, a nivel del sector se observa una disminución del grado de endeudamiento, siendo el más significativo el caso de INVCENC, que pasó del año 2015 al 2014, a un nivel de 47.7 %, debido principalmente a la disminución de sus pasivos de largo

plazo que se redujeron a 12.8 % respecto al año 2014, debido a la cancelación de préstamos obtenidos para la adquisición de propiedades.

Además esta menor posición deudora de INVCENC mejoró su grado de propiedad respecto al 2014, que se incrementó a 52.3 % y por ende mejoró su ratio de deuda patrimonio que disminuyó en 29 %; este fue favorecido por el incremento de patrimonio debido a la emisión de nuevas acciones. La empresa que incrementó sustancialmente su ratio de deuda respecto al patrimonio, entre el año 2014 y 2015, fue Los Portales. Su mayor apalancamiento se debió a una mayor posición deudora producto de un nuevo financiamiento mediante la emisión de bonos por un monto de USD 22 millones destinados a reestructuración de deuda y capital de trabajo.

Sin embargo, el multiplicador financiero de Los Portales (activo sobre patrimonio) mejoró y se incrementó a 4.69 en el año 2015. Socovesa posee en promedio un ratio de 3.24 e INVCENC un ratio de 2.24. Cabe resaltar que el ROA de INVCENC, para el periodo 2012-2015, fue en promedio el doble respecto a Los Portales y tres veces el de Socovesa.

En cuanto al desempeño de la rentabilidad del negocio en el periodo 2012-2015 el margen bruto de INVCENC ha sido de 58.8 %, reflejando una mejor *performance* a nivel del sector, Los Portales obtuvo 32 % y Socovesa alrededor de 24%. La mejor posición de margen bruto se debe a los menores costos de ventas que INVCENC presenta en sus estados financieros (SMV, 2015b). De igual manera, en promedio el margen neto, ganancia neta respecto a las ventas de INVCENC, es mucho mayor en promedio, 66 %, respecto a Los Portales, con un promedio de 8.4 % y Socovesa, con promedio de 7.1 %. Sin embargo si se considera el margen neto sin el ingreso proveniente de revaluación de activos éste cae drásticamente desde alrededor de 12% el 2012 hasta hacerse negativo en el 2015.

Si bien es cierto el ROA de INVCENC en el año 2015 fue mucho mayor al de Los Portales y Socovesa, el ROE de INVCENC y Los Portales fue casi similar en el periodo de análisis bordeando el 17 % en promedio mientras que Socovesa posee el menor ROE del

sector, 9.6 %. Asimismo, cabe mencionar que el ROE de INVCENC no se incrementó debido a que la empresa elevó su nivel de patrimonio de S/1,346 millones a S/1,861, en los años 2014 y 2015 respectivamente (ver Tabla 20). Dicho incremento patrimonial fue consecuencia de la emisión de 47'999,000 de acciones, con valor nominal de S/1.0 en la Bolsa de Valores de Lima, pero con un valor de colocación de S/6.5; cada una originando una prima por sobreprecio de acciones por un valor total de S/311'993,000.

Tabla 20

*Endeudamiento, Rentabilidad y Liquidez. Inversiones Centenario 2012-2015*

Inversiones Centenario	2012	2013	2014	2015
<b>Endeudamiento</b>				
Grado de endeudamiento	43.4 %	57.5 %	56.3 %	47.7 %
Endeudamiento sobre patrimonio	0.77	1.35	1.29	0.91
Grado de propiedad	56.6 %	42.5 %	43.7 %	52.3 %
Multiplicador financiero	1.77	2.35	2.29	1.91
<b>Rentabilidad</b>				
Margen bruto	64.5 %	58.4	59.6	53.0
Margen neto	82.6 %	61.2	46.4	74.1
ROA	11.4 %	7.3	6.6	9.7
ROE	20.1 %	17.3	15.1	18.5
<b>Liquidez</b>				
Capital de trabajo	202,221	271,954	339,817	433,358
Capital de trabajo neto	185,337	203,166	295,909	386,533
Ratio corriente	1.01	0.36	1.04	2.00
Prueba ácida	0.28	0.14	0.63	1.59
Relevancia activo corriente	11.9 %	10.2 %	12.1 %	24.3 %
Ratio de capital de trabajo	10.3 %	7.2 %	8.7 %	10.1 %
Ratio de efectivo	0.5 %	1.3 %	1.9 %	2.3 %
<b>Actividad</b>				
Rotación de cuentas por cobrar	6.74	5.85	4.34	3.23
Periodo promedio de cobranzas	53	62	83	111
Inventarios	156,065	177,142	164,351	190,568
Rotación de inventarios	0.56	0.80	1.19	1.23
Periodo promedio de inventarios	637	451	302	292
Rotación de cuentas por pagar	5.22	2.06	4.46	5.02
Periodo promedio de pagos	69	175	81	72
Rotación de activos totales	0.14	0.12	0.14	0.13
Ciclo operativo	690.72	512.31	385.11	403.29
Ciclo de conversión de efectivo	621.77	337	304	332
Efectivo / Ventas	3.7 %	10.8 %	13.2 %	17.6 %

*Nota.* Tomado del estado de situación financiera y del estado de resultados 2012-2015. Inversiones Centenario (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015).

En cuanto a los indicadores de liquidez de INVCENC y Los Portales, ambos fueron favorables a lo largo del periodo 2012-2015: en contraste, Socovesa posee menor capacidad de pagos de corto plazo a sus acreedores.

En el caso de INVCENC, la venta de Hermes realizada en el año 2015 impactó positivamente en todos sus indicadores de liquidez, el ratio corriente se incrementó de 1.04 a 2 respecto al año 2014; mejorando su capacidad de pago a corto plazo y, por ende, el ratio de prueba acida. Los detalles de las cifras de la Tabla 20 se pueden observar en los apéndices A y B.

Los indicadores de liquidez de la empresa Los Portales mejoraron en el año 2015 (ver Tabla 21), principalmente por la venta de 49.9 % de participación en su empresa Strip Centers del Perú S. A. al grupo Parque Arauco, por un valor de S/67 millones. Esta venta impactó de manera óptima en los indicadores de liquidez de Los Portales; la capacidad de pago a corto plazo mejoró de 1.2 a 1.4 en los años 2014 y 2015 respectivamente y, a su vez, dicha situación contribuyó en incrementar su mayor capital de trabajo de S/319 millones a S/533 millones.

Si bien es cierto el ratio de liquidez corriente de la empresa Socovesa es menor sectorialmente, en promedio, durante el periodo de análisis es 0.84, la empresa podría afrontar sus deudas con los buenos resultados en el ejercicio 2014 y 2015, además de la contratación de líneas de crédito que aseguren fondos suficientes para cumplir sus compromisos de deuda, contingencias o inversiones imprevistas.; adicionalmente la empresa en los últimos años ha disminuido sus pasivos corrientes dado una menor inversión en su desarrollo inmobiliario.

A nivel del sector, la empresa Socovesa posee un mayor capital de trabajo esto se refleja en el ratio de capital de trabajo del orden del 40%, posee una alta concentración de inversión en capital de trabajo respecto a sus activos totales. En contraste, las otras empresas

del sector, INVCENC y Los Portales sus ratios promedios son de 7.2 % y 28.4 % respectivamente.

Tabla 21

*Endeudamiento, Rentabilidad y Liquidez de Los Portales 2012-2015*

Los Portales	2012	2013	2014	2015
<b>Endeudamiento</b>				
Grado de endeudamiento	76.5 %	74.1 %	73.9 %	76.6 %
Endeudamiento sobre patrimonio	3.25	2.86	2.82	3.59
Grado de propiedad	23.5 %	25.9 %	26.1 %	21.3 %
Multiplicador financiero	4.25	2.35	2.29	1.91
<b>Rentabilidad</b>				
Margen bruto	32.2 %	31.0 %	32.0 %	32.9 %
Margen neto	10.2 %	8.3 %	7.0 %	8.1 %
ROA	5.1 %	4.3 %	3.7 %	3.9 %
ROE	21.7 %	16.4 %	14.1 %	18.3 %
<b>Liquidez</b>				
Capital de trabajo	483,081	593,315	684,181	873,414
Capital de trabajo neto	412,129	468,821	482,240	673,291
Ratio corriente	1.27	1.35	1.22	1.42
Prueba ácida	0.31	0.37	0.31	0.53
Relevancia activo corriente	61.5 %	59.5 %	56.1 %	57.5 %
Ratio de capital de trabajo	48.6 %	43.1 %	38.3 %	42.2 %
Ratio de efectivo	4.3 %	4.9 %	5.1 %	10.2 %
<b>Actividad</b>				
Rotación de cuentas por cobrar con	7.92	8.11	7.13	5.72
Periodo de promedio de cobranzas	45	44	50	63
Inventarios	393,151	471,417	526,145	576,410
Rotación de inventarios	0.73	0.81	0.86	0.89
Periodo de promedio de inventarios	489.92	442.63	416.79	402.39
Rotación de cuentas por pagar	4.07	3.08	2.25	2.58
Periodo de promedio de pagos	88	117	160	140
Rotación de activos totales	0.50	0.51	0.53	0.48
Ciclo operativo	535	487	467	465
Ciclo de conversión de efectivo	447	370	307	326
Efectivo / Ventas	8.5 %	9.6 %	9.6 %	21.2 %

*Nota:* Tomado del estado de situación financiera y del estado de resultados 2012-2015. Los Portales.

(Superintendencia del Mercado de Valores, 2015).

Los Portales presenta el mayor ratio de efectivo, su ratio en promedio en los últimos cuatro años es de 6.1 %. Los detalles de las cifras de la Tabla 21 se pueden observar en los apéndices G y H. En cuanto a la gestión de cobranzas y pagos, Los Portales tuvo un mejor desempeño del sector, ya que en promedio en los últimos cuatro años de análisis gestionó a menor plazo sus cobranzas con un promedio de 51 días, y un mayor promedio de pagos de

126 días. En el caso de INVCENC su periodo de cobranza es de 72 y de pagos de 111. Por el contrario, Socovesa posee políticas de cobranzas más rejaladas, pues el promedio de cobranzas es de 142 días y un mayor promedio de pagos de 135 días, sin embargo esta desventajosa situación ha mejorado sustancialmente y para fines del 2015 las cifras son de 121 y 166 respectivamente. Respecto a la rotación de inventarios se observa que en promedio en el periodo de análisis Socovesa tuvo el mejor desempeño con un ratio de 0.96, ligeramente superior a INVCENC, 0.95, y evidentemente mayor que Los Portales, 0.83, es decir, en el año, la empresa rotó más veces sus inventarios. En general, Los Portales presenta un menor desempeño en su indicador de rotación de inventarios, a pesar que en el 2015 mejoró a 0.89. La menor rotación es causada por la mayor acumulación de inventarios, producto del desarrollo de nuevos proyectos en Lima, Ica, Chimbote, Pimentel, Piura, Trujillo, Tumbes, Huancayo, Arequipa, Cusco y Tacna; adicionalmente, por la adquisición de 141.3 ha de reserva territorial distribuida en los distritos de Chosica, La Molina y Carabayllo y en las ciudades de Piura, Ica y Chimbote.

Los Portales obtuvieron un mejor desempeño en la gestión de recursos durante el periodo de análisis. Su ciclo de conversión de efectivo fue de 362 días, mientras que el de INVCENC de 398 días y Socovesa es de 391 días. La mejora de este ciclo para INVCENC podría aumentar la generación de ganancias netas, pues se obtendría liquidez en un menor plazo; evitando mayores costos por financiamiento externo y obteniendo una mayor ganancia sobre la inversión.

INVCENC es más eficiente en la generación de márgenes brutos y netos, pero Los Portales compensa esta situación mediante similares niveles de ROE, lo cual demuestra cierta eficiencia en el manejo de su deuda. Adicionalmente Socovesa mantiene en general un desempeño similar a las empresas que conforman el sector, sin embargo, la estrategia de la empresa que inicio el año 2014 es mejorar la rotación de activos inmobiliarios, trabajando en la calidad e innovación de proyectos. En suma, los mejores ratios del sector como el PPC y

PPP los tiene Los Portales con 51 y 126 días respectivamente y el de PPI corresponde a INVCENC. Los detalles de las cifras de la Tabla 22 se pueden observar en los apéndices R y S.

Tabla 22

*Endeudamiento, Rentabilidad y Liquidez de Socovesa (2012 – 2015)*

Socovesa	2012	2013	2014	2015
<b>Endeudamiento</b>				
Grado de endeudamiento	70 %	71 %	69 %	66 %
Endeudamiento sobre patrimonio	236%	246 %	220 %	193 %
Multiplicador financiero	3.4	3.5	3.2	2.9
<b>Rentabilidad</b>				
Margen bruto	19 %	23 %	26 %	29 %
Margen neto	5.0 %	5.3 %	8.9 %	9.1 %
ROA	2.1 %	2.0 %	4.1 %	3.6 %
ROE	7.1 %	6.8 %	13.0 %	10.6 %
<b>Liquidez</b>				
Capital de trabajo	2,171,199	2,501,499	2,048,697	2,103,417
Capital de trabajo neto	1,701,113	2,023,026	1,552,767	1,530,597
Ratio corriente	0.82	0.82	0.81	0.91
Prueba ácida	0.36	0.28	0.31	0.33
Relevancia activo corriente	53.3 %	57.6 %	51.9 %	54.7 %
Ratio de capital de trabajo	40.9 %	44.8 %	36.5 %	37.7 %
Ratio de efectivo	1.7 %	1.1 %	1.9 %	2.6 %
<b>Actividad</b>				
Rotación de cuentas por cobrar comerciales	2.08	2.27	3.15	2.99
Periodo de promedio de cobranzas	173	159	114	121
<b>Inventarios</b>				
Rotación de inventarios	1.14	0.76	1.06	0.88
Periodo de promedio de inventarios	317	473	338	409
Rotación de cuentas por pagar	3.03	2.72	2.90	2.17
Periodo de promedio de pagos	119	132	124	166
Rotación de activos totales	0.42	0.37	0.46	0.43

*Nota.* Tomado del estado de situación financiera y del estado de resultados 2012-2015. Socovesa (Superintendencia Valores y Seguros). Recuperado de <https://goo.gl/UsRc8d>

## Capítulo II: Análisis de la Empresa

### 2.1. Descripción de la Empresa

#### 2.1.1. Breve historia.

INVCENC inició sus operaciones en 1929 cuando el Banco de Crédito del Perú decidió dar autonomía al área de participaciones no financieras encargada de administrar los bienes inmuebles de esta entidad creando la empresa La Inmobiliaria S.A. (LISA), que por cerca de 60 años desarrolló importantes urbanizaciones en la ciudad de Lima, como El Pinar, El Álamo, El Retablo, Santa Isabel y Tungasuca. Asimismo, construyó algunos de los principales edificios comerciales y residenciales de la capital. En noviembre de 1986 se constituyó Inversiones Centenario con la finalidad de consolidar los negocios inmobiliarios de LISA y otras subsidiarias del Banco de Crédito del Perú no vinculadas a la actividad financiera.

Posteriormente, en 1998 al adecuar su estatuto social a los lineamientos de la nueva Ley General de Sociedades, la empresa se convirtió en sociedad anónima abierta y modificó su denominación social a Inversiones Centenario S.A.A. Entre los procesos de reorganización societaria en los que ha participado INVCENC se encuentran la absorción, vía procesos de fusión simple, de la subsidiaria LISA en 1993, Inversiones Centro Real S.A. e Inversiones Playa Real en 1997, Promoción y Desarrollo de Inversiones S.A. en 2002, Promotora San Pedro S.A.C., Promotora Santo Domingo S.A. e IDK S.A.C. en 2009.

En septiembre de 2014, se iniciaron operaciones relacionadas con el desarrollo de lotes industriales en el distrito de Lurín por intermedio de la subsidiaria Promoción Inmobiliaria del Sur S.A. (Prinsur S.A.) la cual impulsa su crecimiento en el sector inmobiliario e incluso genera mejoras con la creación de una zona industrial.

Hasta fines de 2015, el capital social creado, suscrito y pagado ascendió a S/247'998,947 de acciones comunes de un valor nominal de S/1.00 cada una; todas íntegramente suscritas y pagadas (SMV, 2015a). En cuanto a la composición accionaria, cabe

mencionar que el 55.7 % de la empresa pertenece a 2,319 accionistas, cada uno con menos del 5 % del capital social.

La empresa es mayoritariamente controlada por el grupo Credicorp y el Atlantic Security Bank, con una participación conjunta del orden del 25 % de la empresa. Ambos constituyen empresas ligadas a un reconocido grupo financiero como lo es Romero. En la Tabla 23, se puede observar el detalle de las participaciones accionarias..

Tabla 23

*Accionistas de la Empresa Inversiones Centenario*

Accionista	Grupo económico	%	Nacionalidad
Credicorp Ltd.	38'912,671	15,691	Bermudeña
Atlantic Security Bank	21'367,767	8,616	Caimanés
Rimac Internacional Cía. de Seguros	18'073,242	7,288	Peruana
Grupo Peruano de Inversiones S. A.	17'570,266	7,085	Peruana
Inversiones Breca S. A.	14'169,751	5,714	Peruana
Otros 2319 accionistas	137'905,250	55,607	--

*Nota.* Tomado de *Memoria anual 2015. Inversiones Centenario S. A. A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015). Recuperado de <https://goo.gl/wPBKrs>

Con el pasar de los años, la compañía se ha asociado con diferentes empresas, relación que se puede apreciar en la Tabla 24, a través de la creación de empresas subsidiarias y un contrato de consorcio con la finalidad de desarrollar diversos proyectos vinculados a la actividad inmobiliaria. Hoy en día, el grupo económico posee 17 proyectos en ejecución y están presentes en diversas ciudades importantes del país

En la Tabla 25, se aprecia hasta el 31 de diciembre de 2015 la composición porcentual de accionistas con derecho a voto; sin embargo, existe claramente una minoría controladora como se mencionó líneas arriba, que tienen influencia determinante en las actividades del negocio.

Tabla 24

*Relación de Inversiones Centenario con Otras Empresas*

Asociación o empresas	Socios	Participación Inversiones Centenarios	Inicios y objetivos
Centro Empresarial El Derby S. A.	Frontiers Industries Group Ltd.	51 %	2007. Desarrollo del proyecto inmobiliario Centro de Negocios Cronos en el distrito de Surco.
Paz Centenario S. A.	Inversiones Paz Perú SpA	50 %	2008. Desarrollo de proyectos de viviendas verticales en distintos distritos de Lima.
Promoción Inmobiliaria del Sur	Proyectos Inmobiliarios Consultores S. A. C.	77.50 %	1997. Ejecución progresiva de un proyecto de desarrollo urbano en el distrito de Lurin.
Inversiones Real Once S. A.	Negocios e Inmuebles Los Portales S. A.	28.50 %	1996. Desarrollo del edificio de estacionamientos Real Once ubicado en el Centro Empresarial Real en el distrito de San Isidro. Hasta el 30/4/2012, este negocio se desarrolló a través de una asociación en participación.
Consorcio ICSG	Inversiones San Gerardo S. A. C.	70 %	2012. Presentación de una iniciativa privada a la Municipalidad de San Isidro para el desarrollo de una playa de estacionamiento subterránea en la zona de influencia del Centro Empresarial Real.
Multimercados Zonales S. A.	Inversiones Nueva Metrópoli S. A. A.	99.90 %	2013. Desarrollo y gestión del centro de abastos Minka en la provincia constitucional del Callao, así como de centros comerciales en las ciudades de Ica y Piura.
MZ Inmobiliaria & Desarrolladora S. A.	Multimercados Zonales S. A.	5 %	2012. Asociante en un contrato de asociación en participación destinado al desarrollo y gestión de un centro comercial en las ciudades de Huacho y Piura.
Interamericano de Comercio S. A.	Inversiones Nueva Metrópoli S.A.	99.90 %	2013. Desarrollo y gestión de un centro comercial en la ciudad de Piura.

*Nota:* Tomado de *Memoria anual 2015. Inversiones Centenario S. A. A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015). Recuperado de <https://goo.gl/wPBKrs>

Tabla 25

*Participación Porcentual de Accionistas*

Tenencia	N.º de accionistas	%
Menor a 1 %	2,305	11.58
Entre 1 % y 5 %	14	44.03
Entre 5 % y 10 %	4	28.70
Mayor al 10 %	1	15.69

*Nota.* Tomado de *Memoria anual 2015. Los Portales S. A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015). Recuperado de <https://goo.gl/GF7Ysk>

Las acciones de INVCENC se negocian en rueda de bolsa desde el 22 de julio de 1992, luego de que la actual Superintendencia del Mercado de Valores autorizara su inscripción en la Bolsa de Valores de Lima. Asimismo, en el año 2015 se negociaron 7'851,662 acciones en 191 operaciones, con una frecuencia de negociación del 27.02 %. Este indicador de liquidez es bastante bajo, pero es representativo de la actual situación de la bolsa de Lima.

De otra parte, el directorio actual fue elegido por la Junta Obligatoria Anual de Accionistas el 27 de marzo de 2015 por un plazo de tres años; dejándose vacante una posición con la expectativa de ser ocupada posteriormente. Los miembros del directorio, en su mayoría, son profesionales reconocidos en el medio empresarial, financiero y algunos políticos, como el Sr. Roberto Dañino Zapata, quien llegó a ocupar el cargo de primer ministro del Perú (2001). Forman parte también algunos miembros de la familia Romero, grupo controlador importante como se mencionó anteriormente (ver la Tabla 26).

En cuanto a la plana gerencial esta responde a la nueva estructura de INVCENC, orientada al negocio inmobiliario. Los miembros de la gerencia cuentan con estudios de maestría en universidades de prestigio, a nivel nacional e internacional, y con importante experiencia en empresas líderes del sector inmobiliario, financiero y comercial; lo cual garantiza una gestión orientada al logro de los objetivos estratégicos establecidos por la dirección (ver la Tabla 27).

Tabla 26

*Miembros del Directorio*

Nombre	Cargo	Vinculación
Juan Carlos Verme Giannoni	Presidente	Grupo Crédito
Dionisio Romero Paoletti	Vicepresidente	Grupo Romero
Edgardo Arboccó Valderrama	Director	Grupo Intursa
Walter Bayly Llona	Director	Grupo Crédito
Roberto Enrique Dañino Zapata	Director	Independiente
Fernando Fort Marie	Director	Grupo Crédito
Tulio Ghío Massa	Director	Independiente
Ariel Magendzo Weinberger	Director	Independiente
José Antonio Onrubia Holder	Director	Grupo Romero
Martín Pérez Monteverde	Director	Grupo Crédito
Luis Romero Belismelis	Director	Grupo Crédito

*Nota.* Tomado de *Memoria anual 2015. Inversiones Centenario S. A. A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015). Recuperado de <https://goo.gl/wPBKrs>

Una aproximación inmediata del desempeño corporativo y gerencial de la empresa se evidencia en el valor de las acciones, como se muestra en la Figura 22, en la cual se aprecian leves fluctuaciones a lo largo del tiempo, con ciertos picos como el de mediados del año 2014.

Tabla 27

*Relación de Gerencia*

Nombre	Cargo	Ingreso al grupo	Empresa del grupo
Gonzalo Sarmiento Glove	Gerente general	1997	Inversiones Centenario S. A. A.
Carlos Montero Urbina	Gerente de la División de Desarrollo Urbano	1998	Centenario Urbanizaciones S. A. C.
Alfonso Ruiz Larrabure	Gerente de la División Renta Inmobiliaria	2008	Centenario Oficinas S. A. C.
Pedro José Sevilla Almeida	Gerente de la División de Centros Comerciales	2013	Centenario Retail S. A. C.
Eduardo Castro-Mendivil Braschi	Gerente Central de Finanzas	2012	Centenario Corporativo S. A. C.
Rodrigo Arróspide Benavides	Gerente Central Inmobiliario	2000	Centenario Corporativo S. A. C.
Sandra Paola de Almeida del Solar	Gerente Corporativo de Gestión Humana	2009	Centenario Corporativo S. A. C.
María Fernanda Ravines de Zaldivar	Gerente Corporativo de Marketing	2013	Centenario Corporativo S. A. C.
Bárbara Galbis Urrecha	Gerente Corporativo de Operaciones	2013	Centenario Corporativo S. A. C.

*Nota.* Tomado de *Memoria anual 2015. Inversiones Centenario S. A. A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015). Recuperado de <https://goo.gl/wPBKrs>



*Figura 22.* Precio promedio de la acción en soles. Tomado de Empresas con valores listados. Inversiones Centenario S. A. A. (Bolsa de Valores de Lima, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/yWZFMo>

### **2.1.2. Estrategia de la empresa.**

A inicios de 2016, INVCENC manifestó, a través de una nota de prensa, lo siguiente: “La estrategia de Inversiones Centenario se basa en la diversificación de negocios dentro del giro inmobiliario para lograr un portafolio equilibrado de ingresos de venta y renta, sumada a la diversificación geográfica, por la que la empresa cuenta hoy con actividades en cinco departamentos del Perú, además de Lima y Callao” (Grupo Centenario realizará inversiones por S/200 millones, 2 de marzo de 2016). En referencia a ello, se debe destacar que la estrategia se sustenta en el mantenimiento de un banco de tierras el cual provee los terrenos según la necesidad de cada división y, a la vez, se va renovando con nuevas adquisiciones.

El hecho de mantener un banco de tierras brinda la seguridad de contar con la materia prima necesaria para la continuidad del negocio y, con el tiempo, generar una plusvalía o ganancia mediante la constante revaluación de los terrenos. A fines de 2015, el valor del banco de tierras ascendió aproximadamente a USD 300 millones según manifestó Rodrigo Arróspide, gerente central inmobiliario, y se estima que el banco de tierras debe proveer de terrenos a la empresa durante ocho años (Vega, 2015).

Por otro lado, respecto a la estrategia de diversificación del portafolio mencionado, cabe destacar que, desde el punto de vista de la teoría financiera, la diversificación de la inversión en un conjunto de activos (portafolio) permite aminorar el impacto del riesgo proveniente de cada activo. Si bien es cierto el portafolio se vería negativamente menos afectado por causa de la diversificación del riesgo también lo estaría del impacto positivo. Así, la variabilidad de los resultados esperados se estaría minimizando por el efecto de la diversificación.

Al respecto de la diversificación de portafolios, Markowics (1952, citado en Bodie, Kane y Markus, 2004), premio Nobel de Economía en 1991, explicó de forma matemática que existe un punto en el cual el portafolio maximiza su rendimiento y minimiza su riesgo. A pesar de que esta estrategia minimiza el riesgo del portafolio según las fluctuaciones de los activos, existe un riesgo no diversificable denominado riesgo sistemático o de mercado, que consiste en el hecho de que si hubiese algún acontecimiento que afecte a la economía en su conjunto, lo hará de manera general a todo el portafolio. Por ejemplo, una recesión económica o una subida de los tipos de interés, repercutirán de forma negativa prácticamente en todas las empresas, aunque no necesariamente en la misma magnitud.

En el Capítulo I se ha realizado un amplio análisis sobre cada producto del portafolio de la empresa y la situación de los mercados en los que se desenvuelven, y en base a él, se puede afirmar que la estrategia de diversificación del portafolio de INVCENC sí se viene cumpliendo. En este sentido, se observa que el ingreso de cada uno de los productos de sus diferentes divisiones inmobiliarias está relacionado con el comportamiento de una variable económica independiente. Así, el desempeño de la división de negocios de venta de lotes estaría ligada a la variable Consumo, específicamente a las decisiones de consumo de largo plazo que realizan las familias de los segmentos B y C al comprar una vivienda. También el negocio de centros comerciales está ligado al consumo, pero a la parte correspondiente al consumo no perdurable. Esto es importante, debido a que existe cierta interdependencia entre

los distintos tipos de consumos; es decir, si uno se incrementa, el otro disminuye y viceversa. En este caso, la empresa busca aprovechar el mercado de las familias que no tienen necesidad de vivienda y que dedican la mayor parte de su ingreso a gastos domésticos.

En lo que respecta a la división de alquiler de oficinas *Premium* el comportamiento de los ingresos está ligado al desempeño de la inversión privada y la venta de lotes industriales está relacionado con el desempeño de la producción manufacturera no primaria y, por último, el nuevo producto de servicios hoteleros está relacionado con la exportación de servicios, dado que la mayoría de clientes provienen del exterior.

En lo referente a la diversificación de portafolio mencionado como una de las estrategias de INVCENC la empresa ha aplicado varios criterios de diversificación tratando de maximizar su rentabilidad, pero, a la vez, buscando minimizar el riesgo de su portafolio. En primer término ha diversificado la cartera de productos, lo cual le permite una mejor estabilidad de ingresos ante la volatilidad de los mismos, provenientes de cualquiera de sus mercados, y, en segundo término, ha empleado la segmentación geográfica al ofrecer sus productos en distintas provincias como son Huacho, Trujillo, Chiclayo, Piura, al norte e Ica y Tacna, al sur.

Es importante destacar que las estrategias corporativas, a fin de hacerse efectivas, deben ir de la mano con un buen gobierno corporativo, que, a la vez, implemente una administración adecuada, en línea con los objetivos trazados para el óptimo funcionamiento de la organización. En el caso de INVCENC estos lineamientos se encuentran contemplados en su visión, misión y valores, enunciados en su memoria anual (SMV, 2015a) que a continuación se exponen:

- **Visión.** Respecto a este punto, INVCENC expresó lo siguiente: “Nuestra visión es desarrollar el mayor portafolio de negocios inmobiliarios diversificados del país con productos que generen soluciones trascendentes para nuestros clientes y mejor calidad para las ciudades”. Fleitman (2000) definió la visión como “el camino al cual se

dirige la empresa a largo plazo y que sirve de rumbo y aliciente para orientar las decisiones estratégicas de crecimiento junto con las de competitividad”, y en este sentido cabe destacar que INVCENC viene cumpliendo claramente su visión trazada en los últimos años, buscando siempre diversificar su portafolio e incorporando nuevos negocios en el mismo sector, desligándose de aquellos negocios que no están directamente relacionados con su *core business* inmobiliario, como es el caso de la venta de acciones de la empresa de seguridad Hermes. Asimismo, a partir del año 2016, como se ha mencionado anteriormente, se ha iniciado la incursión en el negocio hotelero dando un paso más en su política de diversificación. Además, ha empezado la venta de lotes industriales en la zona sur de Lima y en cuanto a su línea principal de venta de lotes urbanizados también se viene diversificando geográficamente, pues se han desarrollado nuevos proyectos en el interior del país.

- Misión. Kotler, Armstrong, Cámara y Cruz (2004) la definieron como “un importante elemento de la planificación estratégica”. La misión describe el rol que desempeña actualmente la organización para el logro de su visión; es la razón de ser de la empresa. Al respecto, INVCENC (SMV, 2015a) señaló: “... la misión de desarrollar para sus clientes soluciones inmobiliarias trascendentes, creadas por un grupo de personas enfocado en la excelencia. La empresa posee personal altamente calificado, capacitado constantemente que pueda otorgar a los clientes mejores asesorías para tomar la mejor decisión”. INVCENC, a fin de mejorar su *performance* en sus líneas de negocios, se enfocó en la satisfacción del cliente; por eso, brinda un servicio diferenciado en los principales productos de su portafolio de negocios. Un ejemplo de satisfacción para el cliente está en el desarrollo de su línea de arrendamiento de oficinas *premium*. El año 2015 inauguró dos edificios con certificación LEED Silver (liderazgo en energía y diseño ambiental), los cuales son una categoría única en el país. De otro lado, es importante destacar brinda que INVENC brinda una amplia facilidad

a sus clientes mediante la modalidad de financiamiento de crédito directo para la compra de lotes urbanizados.

Otro principio importante a señalar, dentro de su cultura organizacional, es la transparencia. Al respecto, INVCENC (SMV, 2015a) señaló lo siguiente: “Propugnamos y mantenemos un comportamiento honesto, íntegro y transparente en actividades y hacia todas las personas con las que nos relacionamos”. En principio, INVCENC cumple con publicar y auditar la información financiera que alcanza a la SMV. Hasta la fecha no se conoce ningún tipo de información que desacredite el desempeño corporativo o de buen gobierno de la empresa, ya que esta cuenta con una clara política de dividendos. Así, el directorio de la empresa en el año 2012 acordó que la distribución de dividendos de la misma sea mínimo de un 10 % anual de la renta neta de libre disposición; es decir, descontadas las reservas y la reserva legal. En el año 2015 se pagó un dividendo de S/0.20 por acción, equivalente al 17 % de la renta neta, en total S/49'599,790.

Asimismo, en cuanto a los principios y valores que rigen el funcionamiento organizacional de INVCENC la empresa señaló, en su memoria anual 2015 (SMV, 2015a), promover los siguientes valores: Compromiso, perseverar y entregar todo el esfuerzo y profesionalismo en cada una de las actividades y tareas que asumen, comprometiéndose con todos sus *stakeholders*. Trabajo en equipo, fomentar la participación de todos los integrantes de la empresa y una colaboración efectiva alineada con un objetivo común. Eficiencia, maximizar la calidad de los resultados mediante la utilización óptima de nuestros recursos. Enfoque al cliente, dirigir todas las acciones a superar las expectativas de nuestros clientes.

### **2.1.3. Descripción de productos y servicios.**

Como se ha mencionado anteriormente, INVCENC cuenta con cinco divisiones de negocios: venta de lotes urbanizados, venta de lotes industriales, alquiler de oficinas *premium*, arrendamiento de espacios en centros comerciales y la nueva división de hoteles para ejecutivos y turistas. En cuanto a la primera se observa que se vienen comercializando

lotes en la ciudad de Lima donde se cuentan con cuatro proyectos ubicados en el distrito de Carabaylo denominados: Esmeralda, La Planicie, Santa María y Valle Hermoso. Asimismo, hacia el norte del país, se encuentran los proyectos Altos del Valle y la Estancia, en la ciudad de Trujillo; en Chiclayo, se encuentran Villa los Sauces y Los Nogales, y, en Piura, el proyecto Las Palmeras. En el sur, se encuentran los proyectos El Harás en Ica, y El Olivar en Tacna. En total se manejan once proyectos a nivel nacional.

La división de lotes industriales cuenta con el proyecto MacrOpolis, ubicado en el distrito de Lurín, al sur de Lima. La venta de estos se realiza a través de la subsidiaria Prinsur S.A. y se ha logrado vender gran parte de la primera etapa del proyecto (SMV, 2015a). Debe mencionarse que este proyecto se inició con aproximadamente 900 ha. Proveniente del banco de tierras de la empresa.

En lo referente a la división de alquiler de oficinas *premium*, estas se ubican en Lima, en el distrito de San Isidro, donde se gestionan las torres de oficinas del Centro Comercial Camino Real, ubicado en una zona exclusiva del distrito de San Isidro, y del Centro Empresarial Real, y también se administra el alquiler de las oficinas en el Centro de Negocios Cronos, ubicado en el distrito de Santiago de Surco.

Respecto al negocio de arrendamiento de espacios para centros comerciales, la empresa posee los centros comerciales Plaza del Sol, ubicados en Huacho e Ica; Plaza de la Luna, en Piura, y La Minka, en el Callao, uno de los más grandes del país. Por otro lado, INVCENC ha adquirido el 90 % de la propiedad del antiguo Centro Comercial Camino Real, que proyecta remodelar y empezar a operar en los próximos años. En el caso del negocio de Hotelería, dirigido a ejecutivos, la empresa viene construyendo dos hoteles, uno en Lima y el otro en Piura.

#### **2.1.4. Descripción de los planes de la empresa.**

Para el año 2015, la empresa proyectó ingresos por ventas de S/600 millones (Vega, 2015); sin embargo, solo llegaron a alcanzar S/499 millones, de acuerdo con el estado de

resultados al 31 de diciembre del 2015. En este sentido, claramente no se cumplió el objetivo de crecimiento de la empresa. En la memoria del 2015 la empresa no manifestó nada respecto a este episodio; por el contrario, recalcó el hecho del importante crecimiento relativo de las diversas divisiones. Así, Gonzalo Sarmiento (Ochoa, 2016a), gerente general de INVCENC, respecto a las dificultades encontradas el año 2015 mencionó que las causas se debieron a la presencia del fenómeno del niño, al comportamiento volátil del dólar, a la incertidumbre política por las próximas elecciones y al lento crecimiento de la economía china; y señaló que estos factores correspondieron a variables representativas del riesgo sistémico que afectaron a todo el mercado, al modelo diversificado de la empresa y a las variables macro sobre las cuales reposa la estructura de portafolio; no obstante, el mismo Sarmiento expresó cierto optimismo en referencia al panorama actual al considerar que los resultados electorales de la primera vuelta electoral, llevado a cabo en abril del 2016, habían restituido la confianza esperando un mayor crecimiento en el consumo y en el sector industrial; ambas variables importantes en el modelo de negocios de INVCENC

La empresa decidió lograr los siguientes objetivos por cada división: a) en el caso de la venta de lotes siguió ofreciendo proyectos de lotes habilitados en las ciudades actuales, pero se tuvo planeado incorporar un nuevo proyecto en la ciudad de Huancayo a partir del 2016, dónde se contaba con un terreno adecuado. Para el año 2016 se piensa empezar otra lotización en Arequipa y también se planea adquirir nuevas tierras. b) La división de arrendamiento de oficinas *premium* pasaba por un periodo de estancamiento debido a la sobreoferta y el declive de los precios de alquiler; por ello, hasta el 2016 tan solo se buscaba mejorar la infraestructura existente y mantener el área arrendada casi al 100 %. En cuanto a nuevos proyectos únicamente se comenzó a construir la Torre Real 2 que estará terminada el 2016. c). Sobre la división de lotes industriales y su proyecto MacrOpolis, ubicado en Lurín, se continuará generando ingresos a través de las ventas de lotes. Este proyecto cuenta con dos etapas y la perspectiva es para ocho años. Estaba planeado crear un centro logístico con

almacenes para generar ingresos por alquiler, pero aún no se ha definido cuándo se concretará. d) En la división de centros comerciales no había planes de adquirir ningún centro comercial nuevo, sólo ampliar espacios en los ya existentes a fin de incrementar los ingresos y repotenciar el centro comercial Minka mediante el ingreso de alguna cadena dedicada a la salud y otra a la educación. A fines del año 2016 se iniciarán las obras de remodelación del Centro Comercial Camino Real y se proyecta que sus actividades iniciarán a finales del 2017. e) Finalmente, en el caso de la nueva división hotelera el plan estratégico es construir un hotel cada año; obras que ya empezaron en Lima y Piura.

### 2.1.5. Objetivos estratégicos.

De acuerdo a lo que manifestó el gerente general Rodrigo Arróspide en octubre del 2015 (Vega, 2015), los objetivos estratégicos que deben alcanzar son los siguientes: el negocio de lotes industriales debe representar un *Ebitda* entre 30 % y 40 %; venta de terrenos alrededor de 30 %, alquileres de oficinas 20 % y centros comerciales el 10 %. Lo que no se ha definido es cuánto representará el negocio de hotelería en los próximos años.

En la Tabla 28 se aprecian los resultados obtenidos en el periodo 2014-2015, observándose que el crecimiento en los ingresos ha sido apenas mayor al 2 %; cantidad muy por debajo del proyectado que debería ser de 22 % según lo planeado por la gerencia. En cambio, el *Ebitda* sí ha tenido un salto significativo al igual que las ganancias netas; esto último relacionado con el incremento en el valor de los activos inmobiliarios.

Tabla 28

#### *Ingresos Totales y Utilidad Neta. Inversiones Centenario y Subsidiarias 2014-2015*

	2014	2015
Ingresos totales	484	499
Ebitda ajustado	308	273
Ganancia neta	188	354

*Nota.* Adaptado de la *Memoria anual 2015. Inversiones Centenario S. A. A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015). Recuperado de <https://goo.gl/wPBKrs>

En cuanto a los ingresos percibidos por cada división, de acuerdo a la Tabla 29, se observa que no ha habido ningún crecimiento significativo en casi todas las divisiones salvo en el caso de la división de oficinas, en la que se aprecia un crecimiento sustancial del orden del 27 %. En cuanto al *Ebitda*, éste ha caído drásticamente, salvo nuevamente la división de oficinas que ha tenido un importante crecimiento.

Tabla 29  
*Ingresos de Inversiones Centenario por Divisiones 2014-2015*

	Urbanizaciones		Oficinas		Centros comerciales		Terreno industrial		Otras inversiones	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Ingresos	231	230	69	88	78	79	89	91	24	12
Porcentaje del total	47 %	46 %	14 %	18 %	16 %	16 %	18 %	18 %	5 %	2 %
Ebitda	149	118	34	53	23	15	81	77	20	10
Porcentaje del total	49 %	43 %	11 %	19 %	7 %	5 %	26 %	28 %	7 %	4 %

*Nota.* Adaptado de la *Memoria anual 2015. Inversiones Centenario S. A. A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015). Recuperado de <https://goo.gl/wPBKrs>

En base a los objetivos trazados por la gerencia, a corto y mediano plazo, se espera que el portafolio sea más equilibrado en cuanto a las participaciones de cada división y menos dependiente de la división de lotes urbanizados que debería pasar de representar el 46 % del ingreso total a un 30 %; los lotes industriales de 18 % a cerca de 40 %, el alquiler de oficinas a 20 % (un leve crecimiento) y los centros comerciales alrededor de 10 %.

## 2.2. Análisis de la Estructura de Capital

De acuerdo con el estado de la situación financiera al cierre del año 2015, INVCENC contó con un endeudamiento total del orden de S/1,249 millones, en el cual el endeudamiento financiero (la deuda que considera intereses) corresponde a S/1,182 millones, y está compuesto de cuatro tipos de financiamientos (ver la Tabla 30): préstamos bancarios,

pagarés, arrendamiento financiero *leasing* y obligaciones con terceros. Los detalles del endeudamiento se pueden observar en el Apéndice I.

Tabla 30

*Estructura de Deuda y Financiamiento a Diciembre de 2015 (en miles)*

	Monto en miles	Participación (%)
Préstamos	979,196	82.86 %
Pagarés	112,413	9.51 %
Arrendamientos financieros <i>leasing</i>	89,300	7.56 %
Obligaciones con terceros	872	0.07 %
<b>Total S/</b>	<b>1,181,781</b>	<b>100.00 %</b>

*Nota.* Tomado de *Notas a los estados financieros 2015. Inversiones Centenario S. A. A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2015).

Los préstamos bancarios representaron el 82 %, siendo el tipo de financiamiento más importante utilizado por la empresa para las inversiones del negocio, compras de propiedades, construcción y capital de trabajo. Cabe resaltar que la empresa contó desde fines del 2014 con un préstamo sindicado a nivel internacional de S/588'710,000, el cual por sí solo representó más del 50 % de su deuda financiera. Esto demuestra la confianza del sector financiero en la empresa y en los directivos y, por lo tanto, en su fortaleza corporativa. Además, la evolución del endeudamiento, en referencia al valor contable entre los años 2012 y 2014, ha sido fluctuante siendo a fines del 2015 del 37 %, y la proporción ratio deuda patrimonio equivalió a 59 % (ver la Tabla 31).

El patrimonio en referencia está compuesto por un capital social suscrito por 247 millones de acciones. Los resultados acumulados son del orden de S/1,308 millones, invertidos en su mayoría en bienes inmobiliarios. Esta acumulación de ganancias representa el 70 % del patrimonio total. Mediante esta política INVCENC emite señales muy positivas al mercado financiero como una empresa sólida y atractiva para el otorgamiento de préstamos. La empresa ha preferido recurrir a la emisión de acciones antes que incrementar

su deuda bancaria para financiar sus proyectos. Así, en el año 2015, emitió 48 millones de acciones, logrando captar S/312'000,000 del mercado bursátil.

Tabla 31

*Evolución de la Deuda y Patrimonio del 2012 al 2015*

	2015	2014	2013	2012
Deuda	1'182,924	1'276,089	1'011,477	392,118
Patrimonio	2'005,455	1'487,277	1'205,048	1'022,940
Valor contable de la firma	3'188,379	2'763,366	2'216,525	1'415,058
Participación patrimonial (%)	63 %	54 %	54 %	72 %
Participación de la deuda (%)	37 %	46 %	46 %	28 %
Ratio D/E	58.99 %	85.80 %	83.94 %	38.33 %

*Nota.* Adaptado de los estados financieros de Inversiones Centenario S. A. A. publicados en la SMV del 2012 al 2015. Recuperado de <https://goo.gl/O6ho4x>

### **2.2.1. Estructura de capital óptima y análisis de riesgo.**

En este punto se evalúa la política de financiamiento que viene aplicando la empresa. Es importante resaltar que las posibles alternativas a las que esta puede recurrir para conseguir financiamiento son: reinversión de utilidades; préstamos bajo distintas modalidades (préstamos bancarios, bonos, pagares, *leasing*, entre otros); emisión de acciones, y el *private equity*. Cada una de ellas implica un determinado costo, el cual normalmente es diferente para cada caso.

El planteamiento de la conveniencia o no del endeudamiento empresarial es una discusión que ha tenido relevancia desde la década del 50 del siglo pasado; época considerada como el inicio de la administración financiera moderna cuando Modigliani & Miller (1952) plantearon sus dos proposiciones. En la primera demostraron que, en un mercado eficiente, donde las tasas de financiamiento para cualquier individuo o empresa son las mismas, el

valor de mercado de una empresa era independiente de su estructura de capital; es decir, su nivel de endeudamiento era irrelevante. La otra proposición afirmó que a medida que se incrementaba el apalancamiento, el promedio ponderado del costo de capital, en adelante WACC (*weighted average cost of capital*), disminuía mejorando el valor de la empresa, pero, a la vez, el riesgo de no pago también se incrementa elevando costo de financiamiento hasta el punto en que el WACC volvía a elevarse eliminando el incremento de valor de la empresa.

Estas situaciones se sostienen en base al supuesto de mercado eficiente, pero en la realidad existen muchas deficiencias en dicho sector y los responsables de las empresas deben enfrentarlas a fin de tomar las decisiones que convengan más a sus negocios. En la presencia de pagos de impuestos este funciona como un escudo tributario que favorece el endeudamiento, dado que los intereses se deducirán de las ganancias operativas y, por lo tanto, el pago final también disminuirá, afectando en menor medida la ganancia neta.

Cabe resaltar que existen tres condiciones para tomar una decisión de endeudamiento: mejorar el valor de mercado de la empresa, mejorar el valor de la acción y la última es disminuir el costo promedio del capital (Grajales, 2008). Para la elección de la estructura de endeudamiento, además, se deben tener en cuenta aspectos como la estabilidad de las ventas o la tasa de crecimiento.

Si hay un rápido crecimiento esto acelera el uso del endeudamiento, pero también podría generar riesgo de pago ante una desaceleración; por ello, es necesario medir bien los plazos y los ciclos. Asimismo, si existe una alta rentabilidad la empresa tendrá que depender menos del capital de terceros.

En algunos casos, el control de la decisión de endeudamiento por parte de los ejecutivos varía según su conveniencia; por esa razón, es importante analizar siempre las condiciones del gobierno corporativo. Además, los ejecutivos usan mucho el sentido común para determinar el endeudamiento que tendrán. Las actitudes de los bancos y calificadoras de

riesgos influyen también en la decisión, dado que estas opiniones son determinantes para algunos inversionistas.

La situación del mercado financiero respecto a las acciones y los bonos, así como los cambios que sufren estos activos a corto, mediano y largo plazo, afectan la estructura de deuda y la empresa optará por cualquier tipo de financiamiento según las condiciones le sean o no favorables. Se elegirá el financiamiento propio para el lanzamiento de nuevos productos antes de emitir acciones a la espera de los resultados. Por último, es muy importante mantener una flexibilidad financiera, es decir, tener un endeudamiento prudente y no copar toda la capacidad de deuda ante posibles eventualidades que hagan necesario obtener un financiamiento urgente.

En base a lo mencionado anteriormente cabe resaltar que, a lo largo de las últimas décadas se han realizado diversos esfuerzos teóricos a fin de poder hallar la metodología más adecuada para determinar el nivel de endeudamiento óptimo que debería tener una empresa. En este sentido, los planteamientos teóricos más difundidos son los siguientes: la teoría del equilibrio y la teoría de selección jerárquica o *pecking order*. En cuanto a la primera, consiste en lograr la relación de deuda y patrimonio que haga que la empresa genere mayor valor (un menor WACC y mayor precio por acción). De acuerdo con Ross, Westerfield y Jaffe (2012), esta ha sido la teoría dominante durante mucho tiempo.

En cuanto a la segunda teoría, atribuida a Myers (Ross et al, 2012), manifiesta que las empresas son muy adversas al endeudamiento externo. Por ello dan preferencia al endeudamiento interno como la retención de ganancias, emisión de bonos y acciones; por lo que solo así, finalmente, recurren al endeudamiento bancario. Esto se debe a la existencia de la selección adversa producto de la asimetría de información.

En el caso de las empresas latinoamericanas, Mongrut, Fuenzalida, Pezo y Zdenko (2010) indicaron que la tendencia ha estado marcada por cierto temor a las deudas por el costo explícito que acarrearán lo que a su vez explicaría el escaso desarrollo de los mercados

crediticios en algunos países. En el caso de INVCENC se observa un importante endeudamiento bancario por ello se ha efectuado un análisis e su estructura de capital basado en la teoría de equilibrio tratando de obtener el apalancamiento óptimo que la empresa debería tener (ver la Tabla 32). En el Apéndice J se muestra el detalle para el cálculo del WACC.

Cómo se ha mencionado en líneas anteriores, la estructura óptima del capital de la empresa es aquella que simultáneamente maximiza el valor de la empresa y la cotización de la acción y minimiza el costo promedio ponderado del capital WACC. Este punto en común, según la Tabla 32, se da cuando la INVCENC tiene una deuda del orden de 37 %, y en este nivel el valor de la firma es de S/1'745,535 en miles, el valor fundamental de la acción es de S/7 y el WACC es de 8.21 %.

El valor de la firma se calculó mediante una fórmula simple de valorización porque la intención es ver el efecto de la deuda en la misma y no el valor exacto estrictamente, para esto se usó la fórmula *Ebit* después de impuestos entre el WACC, esto como un proxy del valor de la firma. Además en este punto se encuentra un ratio de cobertura de intereses de 2.58 (*Ebit* / intereses) al que le corresponde una tasa de interés del 1.5% (Damodaran ,2011) que sumado a la tasa libor (Ver Apéndice J) da un valor de 5.7% el cual coincide casi exactamente con el actual costo de su crédito sindicado en el extranjero del orden de 5.87%. Cabe resaltar que la estructura del capital encontrada está dentro de los límites del contrato celebrado con el sindicato de bancos, su principal acreedor, y en el que se fija un ratio de cobertura de *Ebitda* sobre intereses mínimo de 2.75 veces. La deuda actual de la empresa es de S/1'180,000 en miles; lo cual estaría dentro de la estructura óptima,. En el modelo presentado para mantener el mismo nivel de activos se reduce el patrimonio a través de la recompra de acciones con deuda.

En el cálculo mostrado en la Tabla 32, para la obtención de la estructura óptima, se asume que la recompra de acciones se inicia con un nivel del 100 % de patrimonio, tomando

gradualmente la deuda y reduciendo el patrimonio con la recompra de esta forma se mantiene fijo el valor de la inversión a valor contable.

Tabla 32

*Estructura de Capital Óptimo (en miles de soles)*

Ratio de deuda	37 %	40%	43%	47%	50%	53%	56%	59%	62%
Deuda	1'182,924	1'282,924	1'382,924	1'482,924	1'582,924	1'682,924	1'782,924	1'882,924	1'982,924
Ratio de cobertura	2.58	2.02	1.53	0.96	0.9	0.84	0.8	0.65	0.54
Tasa de interés	5.70 %	6.70%	8.20%	12.20%	12.20%	12.20%	12,15 %	14,15%	16,15%
Beta apalancada	1.34	1.4	1.46	1.53	1.61	1.7	1.8	1.92	2.05
Rentabilidad requerida por el accionista	10.64 %	10.89%	11.18%	11.50%	11.85%	12.26%	12.72%	13.26%	13.88%
EBIT	172,807	172,807	172,807	172,807	172,807	172,807	172,807	172,807	172,807
Intereses	66,952	85,441	112,845	180,322	192,482	204,642	216,802	266,620	320,439
EBT	105,855	87,366	59,962	-7,515	-19,675	-31,835	-43,993	-93,813	-147,632
Gasto por Impuestos	29,639	24,462	16,789	--	--	--	--	--	--
EBIT-impuestos	143,228	148,410	156,088	172,807	172,807	172,807	172,807	172,807	172,807
Ganancia neta	76,215	62,903	43,172	-7,515	-19,675	-31,835	-43,995	-93,813	-147,632
Valor firma (fundamental)	1'745,535	1'757,796	1'757,381	1'690,640	1'675,174	1'659,987	1'645,074	1'509,325	1'384,184
Valor Patrimonial (fundamental)	562,313	474,551	374,128	206,714	91,200	-24,033	-138,991	-374,613	-599,638
Valor por acción (fundamental)	2.27	2.03	1.71	1.01	0.48	-0.13	-0.85	-2.52	4.48
N.º de acciones (método directo)	247,999	233,713	219,428	205,142	190,856	176,570	162,285	147,999	133,713
ROE	3.79 %	3.29 %	2.38 %	-0.46 %	-1.24 %	-2.13 %	-3.15 %	-7.21 %	-12.28 %
EPS (utilidades por acción)	0.31	0.27	0.2	-0.04	-0.1	-0.18	-0.27	-0.63	-1.1
Price Earnings Ratio (precio / EPS)	7.38	7.55	8.67	-27.64	-4.69	0.72	3.13	3.98	4.06
WACC	8.20 %	8.44 %	8.88 %	10.22 %	10.32 %	10.41 %	10.50 %	11.45 %	12.48 %

De otro lado, el *spread* de tasa de interés es mayor cuanto más deuda se tome, lo que incrementa el costo de la deuda; esto, a la vez, reduce la base imponible para pagar impuestos, resultando en una mejor ganancia neta. El cálculo del WACC y los valores fundamentales de la firma son calculados considerando los pesos deuda patrimonio a valor contable (Fernández, 2015).

El otro tema a tocar en este punto del presente trabajo es el referente a los riesgos, y, en este sentido, el análisis de riesgos realizado se enfoca en identificar las diversas circunstancias que podrían afectar a la empresa, considerando el riesgo como un tipo de evento que afectará negativamente a la empresa y su valor de mercado (De Lara, 2015). Cabe resaltar ante cualquier la incertidumbre la empresa optará por minimizar o eliminar los

riesgos y evitar afectar el ingreso esperado de su portafolio. Al margen de los riesgos propios de la empresa, como son los riesgos operativos, organizacionales, crediticios o legales, entre otros, la empresa afronta la ocurrencia de algún evento que afecte de manera global a toda la economía y del cual no podría librarse; este es el denominado riesgo sistemático o sistémico. Entre estos se pueden mencionar los *shocks* cambiarios adversos, los cambios de las tasas de interés, crisis políticas, eventos climáticos, crisis financieras internacionales, *shocks* de precios de materias primas, entre otros.

Se puede realizar un seguimiento o monitoreo de riesgos mediante la elaboración de un mapa de riesgos, el cual es un sistema de información especializado en las evidencias de hechos negativos que afectan significativamente el negocio. En sí, el mapa de riesgos puede considerarse como un cuadro de mando que podría estar integrado en el EIS (*executive information system*), empleado por la dirección de la empresa (Rodríguez, Piñeiro y De Llano, 2013).

Según Rodríguez et al. (2013), para la elaboración de un mapa de riesgos, se recomienda en primer término identificar un grupo pequeño de indicadores que muestren el estado de cada uno de estos procesos (KRI o *key risk indicator*) y relacionarlos con los procedimientos de control y con las acciones de mitigación que se aplicarán cuando estos indicadores revelen desviaciones o anomalías. Rodríguez et al. (2013) sugirieron considerar de manera básica los riesgos mostrados en la Figura 23 y disgregarlos en cada uno de sus indicadores claves, algunos de los cuales se muestran a manera de ejemplo en la Figura 24.

En el caso de INVCENC en base en sus Notas a los Estados financieros (SMV, 2015c) reconoce la inherencia del riesgo de las actividades de la corporación, el cual es gestionado a través de un proceso de identificación, medición y monitoreo continuos, con sujeción a los límites de riesgo y otros controles, además lo considera crítico para la rentabilidad continua del grupo y por ello cada individuo es responsable por las exposiciones al riesgo relacionadas con sus responsabilidades.



Figura 23. Categorías principales de riesgo. Tomado de Rodríguez et al. (2013). Mapa de riesgos: identificación y gestión de riesgos. *Atlantic Review of Economics*, 2.



Figura 24. Indicadores clave. Tomado de Rodríguez et al. (2013). Mapa de riesgos: identificación y gestión de riesgos. *Atlantic Review of Economics*, 2.

Como se observa, INVCENC es consciente de la importancia de la gestión de riesgos de su negocio y así, en las *Notas a los estados financieros* (SMV, 2015c), menciona la aplicación de una política de riesgos basada en seis categorías: riesgo de crédito, riesgo de mercado, riesgo de liquidez, riesgo de precio, riesgo de precio de los títulos de patrimonio y riesgo de gestión de capital. Si bien algunos difieren respecto al modelo de Rodríguez et al. (2013) la mayoría están incluidos en este enfoque. Respecto al manejo de cada uno de los riesgos señalados por INVCENC (SMV, 2015c) se detallan a continuación.

**Riesgo de crédito.** Representado por la situación de las Cuentas por Pagar, principalmente por la venta de lotes urbanizados, el negocio principal de la empresa, y que para el cierre año del 2014 registra una morosidad mayor a 180 días del orden de S/6.6 millones de soles mientras que para el año 2015 se eleva a S/67.9 millones, lo que representa un crecimiento importante de las cuentas por cobrar de un año a otro. Esta situación debe generar una mayor provisión del orden de s/.6 millones. En las *Notas* no se aclara la razón de este incremento, pero cabe mencionar que esta situación no acarrearía una mayor pérdida material para la empresa dado que los lotes son vendidos para ser pagados en el plazo de 9 años y no son transferidos hasta su cancelación. De todas formas la empresa cobra una tasa de interés moratorio de 22% anual generándose un ingreso importante, al 31 de diciembre de 2015 y de 2014 se han registrado intereses a plazos por S/43,104,000 y S/39,625,000, respectivamente. El Grupo Corporativo realiza una evaluación sobre el riesgo de cobrabilidad de las cuentas por cobrar comerciales para determinar la respectiva provisión, la cual se ha calculado en alrededor de S/4 millones para fines del 2015, con esta provisión quedaría cubierta la pérdida por incobrables, según indica la Gerencia.

**Riesgo de mercado.** La empresa evalúa este riesgo bajo dos categorías: **Riesgo de tipo de cambio** y **Riesgo de Tasa de interés**. Respecto al primero la Gerencia de Finanzas es la responsable de identificar, medir, controlar e informar la exposición al riesgo cambiario global. Este riesgo surge cuando se presenta algún descalce entre las posiciones activas y pasivas fuera de balance en soles y dólares. La Gerencia monitorea este riesgo a través del análisis de las variables macroeconómicas del país. Cabe mencionar que la empresa declara en sus *Notas al 31* de diciembre de 2014 y 2015, que el Grupo Corporativo ha registrado una pérdida por diferencia en cambio neta por S/98,725,000 y de S/72,216,000 y que no mantiene operaciones vigentes con productos derivados para la cobertura de su riesgo de cambio. Es muy probable que el hecho hubiera podido menguar las pérdidas registradas.

En cuanto al **Riesgo de Tasa de interés** la empresa considera este riesgo como la posibilidad de que los flujos de caja futuros se vean afectados por la fluctuación de tasas en el mercado. Esta situación se presenta con las obligaciones de largo plazo sujetas a tasas de interés variables, no obstante la empresa manifiesta que el Grupo Corporativo no está afecto a volatilidades en la tasa de interés debido a que principalmente sus deudas son a tasas fijas.

Respecto a lo mencionado cabe resaltar que la compañía mantiene un crédito sindicado por 588 MM. de soles cuya tasa de interés a pagar está compuesta por una parte fija y otra variable, específicamente Libor + 4%. En caso la empresa deseara eliminar el riesgo de tasa de interés lo recomendable sería contratar un SWAP de tasas de interés con una entidad financiera, así podría cambiar su flujo de pagos de interés variable por un flujo fijo; así en el caso que la tasa Libor varíe en cualquier sentido siempre pagaría un monto fijo.

En la tabla 33 se presenta el modelo de simulación de un *Swap* de tasa de interés para cobertura la exposición al riesgo de tasa considerando las condiciones del préstamo sindicado, plazo 6 años y amortización constante con el que cuenta la empresa y tasa en parte fija y variable. Así desde el año 2007 hasta el 2015 la tasa Libor a 12 meses ha estado dentro de un rango de 0.53 y 5.43 %, (Banco de la República Colombia, s.f) por esto el interés cobrado, Libor a 12 meses se sujeta a una aleatoriedad dentro de este rango, y el interés pagado es una tasa fija del 5.9% a 12 meses, luego de realizar la sumatoria de los intereses cobrados y pagados trimestralmente y posteriormente restar estos totales, se obtiene un saldo a favor de 23,941 miles de soles, sin embargo esto no necesariamente tiene que ser de esta forma, lo importante es resaltar que el contrato de *Swap* fija los pagos de intereses de manera constante minimizando la volatilidad del flujo de caja futuro.

Tabla 33

*Simulación de Swap de Tasas de Interés*

Fecha	Deuda pendiente	Libor+4 %	Intereses deuda	Cobertura Fijo 6 %	Diferencia	Libor +4 % trimestral	Tasa fija trimestral 5.9 %
01/01/2016	588,710.00					0.99%	1.44%
31/03/2016	564,180.42		8,528.12	8,497.71	30.41	1.69%	1.44%
30/06/2016	539,650.83		9,522.81	8,143.63	1,379.18	1.82%	1.44%
30/09/2016	515,121.25		9,847.08	7,789.56	2,057.52	2.20%	1.44%
31/12/2016	490,591.67		11,347.72	7,435.49	3,912.23	1.91%	1.44%
31/03/2017	466,062.08		9,381.93	7,081.42	2,300.51	2.21%	1.44%
30/06/2017	441,532.50		10,278.22	6,727.35	3,550.87	1.45%	1.44%
30/09/2017	417,002.92		6,411.33	6,373.28	38.05	2.02%	1.44%
31/12/2017	392,473.33		8,410.00	6,019.21	2,390.79	1.80%	1.44%
31/03/2018	367,943.75		7,056.21	5,665.14	1,391.08	1.61%	1.44%
30/06/2018	343,414.17		5,921.96	5,311.07	610.89	1.24%	1.44%
30/09/2018	318,884.58		4,264.70	4,957.00	-692.30	2.24%	1.44%
31/12/2018	294,355.00		7,147.71	4,602.92	2,544.79	1.86%	1.44%
31/03/2019	269,825.42		5,471.56	4,248.85	1,222.70	1.38%	1.44%
30/06/2019	245,295.83		3,724.92	3,894.78	-169.86	2.07%	1.44%
31/09/2019	220,766.25		5,089.65	3,540.71	1,548.94	1.21%	1.44%
31/12/2019	196,236.67		2,670.36	3,186.64	-516.28	1.71%	1.44%
31/03/2020	171,707.08		3,360.30	2,832.57	527.74	1.94%	1.44%
30/06/2020	147,177.50		3,337.93	2,478.50	859.43	1.61%	1.44%
31/09/2020	122,647.92		2,368.78	2,124.43	244.36	1.15%	1.44%
31/12/2020	98,118.33		1,416.47	1,770.36	-353.88	1.68%	1.44%
31/03/2021	73,588.75		1,648.93	1,416.28	232.65	2.26%	1.44%
30/06/2021	49,059.17		1,663.65	1,062.21	601.43	2.01%	1.44%
31/09/2021	24,529.58		987.03	708.14	278.89	1.22%	1.44%
31/12/2021	0.00		299.75	354.07	-54.32	1.75%	1.44%
Totales			130,157.13	106,221.32	23,935.80		

**Riesgo de precio de los títulos de patrimonio.** Las inversiones de INVCENC bajo la forma de títulos de patrimonio con cotización están sujetos a cambios en los precios debido a la incertidumbre sobre valores futuros de estos títulos de inversión. Al 31 de diciembre del 2015 y del 2014 la exposición a títulos de participación patrimonial ante una fluctuación de +/-10% fue de S/458,000 y S/443,000, respectivamente.

**Riesgo de liquidez.** Es el riesgo que afronta INVCENC de cumplir con sus obligaciones de pago relacionadas con pasivos financieros al vencimiento. La empresa evalúa las obligaciones que tiene por cumplir y trata de mantener suficiente efectivo y diversas fuentes de crédito. La necesidad de liquidez se controla a través del calce de los vencimientos de sus activos y pasivos.

De acuerdo con los Estados de situación financiera del 2015 (SMV, 2015a), INVCENC afronta un bajo riesgo de Liquidez dado que cuenta con un ratio de liquidez corriente de 2 y la prueba acida arroja un ratio de 1.59, ambos son los mejores indicadores del sector.

En lo referente a sus obligaciones proyectadas se estima que a un año de plazo deben afrontar una necesidad de pagos de s/ 515,030 miles y S/970,841 miles, entre 2 y 5 años, y de S/30, 393 miles a 5 años. Es esencial un buen seguimiento en el calce de obligaciones sobre todo en el mediano plazo donde se concentra la más fuerte necesidad de liquidez.

**Riesgo de gestión de capital.** El grupo corporativo trata de salvaguardar la capacidad operativa y mantener una sólida base de capital para el desarrollo de sus actividades. INVCENC controla el capital utilizando un ratio de endeudamiento definido como el cociente entre el pasivo total sin el pasivo por el impuesto a las ganancias diferido y el patrimonio neto.

El grupo corporativo tiene la política de mantener ese ratio de endeudamiento no mayor de 1.50. Dentro de su pasivo total, incluye el pasivo corriente más la porción no corriente de las obligaciones financieras. Al cierre del año 2015, este ratio alcanzó apenas 0.68, el cual se encuentra aún muy por debajo de su límite corporativo; no obstante, se debe considerar que

existen condiciones establecidas en los *covenants* por parte del sindicato de bancos, que obligan a tener un manejo bastante prudente de sus pasivos.

**Riesgo de precio.** En el periodo 2010-2013, el precio promedio del metro cuadrado de terreno, en la zona de Lima Norte, mercado más importante de la empresa, se ha incrementado en un promedio de 39.5 % anual, como se observa en la Tabla 34. Esto es una muestra de la volatilidad del precio de los predios en los últimos años. El menor dinamismo de la economía habría favorecido la estabilización de los precios, pero es muy probable que la tendencia alcista se mantenga por el crecimiento natural de los hogares y la escasez de la tierra urbanizable en la capital

La empresa tiene como política la permanente adquisición de terrenos con una proyección de por lo menos cinco años; sin embargo, en el análisis de costos de la misma incorpora esta variación del precio de los terrenos con un margen adicional por riesgo o volatilidad.

Otro es el caso del impacto en los ingresos debido a las fluctuaciones en el precio de mercado de los alquileres de oficinas *premium*, el cual actualmente tiene una tendencia bajista por la sobreoferta y la contracción en el ritmo de inversión privada. Esta situación no ha afectado mayormente a la empresa en vista que su oferta inmobiliaria, que se encuentra ubicada en las zonas de mayor demanda y, por ende, tendría una baja volatilidad en sus ingresos esperados. Dado que los proyectos de inversión de la empresa en este producto son para un plazo de dos años a más y en vista de las expectativas de estabilidad en el crecimiento de la economía, se espera que el mercado se equilibre y continúe su ritmo de crecimiento.

Respecto al sector de centros comerciales, se observa que el ritmo de crecimiento es alto debido al incremento sostenido de la demanda interna, lo cual viene impactando positivamente en el precio de metro cuadrado de arrendamiento.

La empresa aprovecha esta dinámica positiva mediante la ampliación de las áreas arrendables en los locales actuales y el próximo inicio de las obras de remodelación del Centro Comercial Camino Real. Tomando en cuenta la robustez del crecimiento de la demanda y la baja penetración de este producto en el mercado, se espera un ritmo de crecimiento promedio importante del mercado y una baja volatilidad positiva en los precios. Sobre los productos de venta de lotes industriales y de hotelería, al ser relativamente nuevos, debe considerarse una mayor volatilidad.

Tabla 34

*Precio de Venta de Terrenos*

Precio de venta de terrenos	Precios en dólares por m <sup>2</sup>				
	2010	2011	2012	2013	Var. % 13/12
Sector					
Lima Top	1,141	1,481	1,427	2,126	49
Lima Moderna	721	896	1,359	1,870	38 %
Lima Centro	698	825	917	1,398	52 %
Lima Este	270	376	341	563	65 %
Lima Norte	136	152	341	563	65 %
Lima Sur	164	351	356	547	54 %
Callao	167	322	525	734	40 %
Promedio	586	761	716	1,192	66 %

*Nota.* Tomado de Perspectivas del mercado inmobiliario peruano (Scotiabank, 2014).

Otros riesgos a considerar, de los propuestos por Rodríguez et al. (2013), dada la naturaleza del negocio podrían ser:

**Riesgo de logística.** Principalmente orientado a proveer las posibles fluctuaciones en los costos de construcción para las habilitaciones urbanas, como, por ejemplo, los materiales más importantes como el cemento o el fierro.

**Riesgos operacionales.** En este caso, uno de los más relevantes es el riesgo legal derivado de juicios tributarios, ejecuciones de contratos por incumplimiento de pagos, por procesos judiciales o de índole municipal y los costos por las demoras en la ejecución de los proyectos.

**Riesgo competitivo.** Siendo uno de los principales el riesgo reputacional algo fundamental en los negocios inmobiliarios donde normalmente se firman contratos a futuro. Una exitosa trayectoria empresarial genera un valor de marca y en el caso de quebrarse la confianza, por algún hecho fortuito, esto puede derivar en cuantiosas pérdidas en el negocio.

Se puede concluir que INVCENC aplica permanentemente una política de mitigación de riesgos los cuales se han detallado en este punto. Esto es muy positivo para la buena marcha futura de la empresa. Finalmente, respecto al análisis cuantitativo del impacto de los probables riesgos que afectarían el flujo de caja de la empresa y su valor de mercado en el Capítulo III se presentan los resultados de las modelaciones correspondientes tomando en cuenta diversos escenarios y sus variantes.

### **2.2.2. Análisis de posible emisión de acciones.**

Para este análisis se ha evaluado el costo de una nueva emisión de acciones asumiendo dos variables: la subvaluación del precio de la acción debido a la naturaleza competitiva del mercado y el costo de la nueva emisión. La subvaluación del precio se estima en 5 % del precio de la acción y el costo relacionado con la nueva emisión es la tarifa de suscripción se estima en USD 0.30 por acción.

Luego de realizado el cálculo del costo de emitir nuevas acciones, dividiendo el dividendo esperado el 2016 de 0.24 soles, en base a lo pagado el año 2015, entre el precio de colocación restado de gastos de colocación y pérdida de precio y agregando la tasa de crecimiento anual de 12.1 %, se encuentra finalmente un costo de patrimonio de 16.78 %, el cual es muy alto respecto al costo de patrimonio estimado por CAPM del orden de 10.64%, ( Ver

Apéndice J ) por lo que no sería una opción atractiva para el financiamiento de nuevos proyectos.

A pesar de lo señalado a finales del tercer trimestre del año 2015, INVCENC realizó un aumento de capital emitiendo un total de 48 millones de acciones nuevas a un valor nominal de S/1.00 por acción y una prima de S/5.50 por acción, logrando colocar exitosamente el 100 % del capital emitido, es decir, S/312 millones, compuesto por S/48 millones de aumento del capital social y S/264 millones de incremento por prima de capital. Los fondos se utilizaron para continuar el desarrollo de su portafolio inmobiliario.

Mediante la emisión efectuada la estructura de capital de la empresa paso de 46% el 2014 a 37% el 2015 nivel que coincide con su estructura de capital óptimo, evaluada anteriormente; por lo cual se puede considerar que dicha emisión de acciones cumplió con su objetivo de captar recursos sin endeudamiento, manteniendo la estructura de capital en un nivel óptimo, con el menor WACC y máximo valor de la empresa.

### **2.2.3. Análisis de la posible emisión de deuda y categorización de la misma.**

Otro mecanismo de financiamiento para empresa es la emisión de deuda para ello es importante estimar el posible costo de la misma y ver su conveniencia. Así, se ha efectuado el cálculo del costo de emisión mediante la utilización de un rating sintético resultando en una tasa de 6.8 %, ver Tabla 35, la cual es mayor que el costo del préstamo sindicado que actualmente está en vigencia del orden de 5.55% (ver Apéndice I). Este costo se obtiene sumando la tasa de 2.25 % correspondiente al ratio de cobertura, Ebit entre intereses pagados, de 2.59, vigente a fines del 2015, a la tasa de interés del activo sin riesgo y la tasa de intereses correspondiente al riesgo país.

De acuerdo con el análisis efectuado en el caso de necesitar un nuevo financiamiento, la opción de deuda bancaria sería menos costosa debido a que la emisión de un bono tiene costos de

estructuración y tiempo que requiere el proceso de emisión. De todas formas cabe resaltar que el modelo sintético de calificación de un bono propuesto por Marcelo Delfino (administración financiera, s.f) considera principalmente la cobertura de intereses y la desviación de los retornos del *Ebit*.

Para estimar la calificación de una posible emisión de bonos, el método sintético es solo un aproximado, las agencias de calificación de instrumentos financieros se basan en un proceso de evaluación cualitativa y cuantitativa, donde cada variable estudiada y su fortaleza agregará o restará riesgo lo cual se traduce en la calificación final, en este sentido la empresa calificadora de riesgos Class y Asociados (s.f) expresó algunas de ellas:

1. Análisis de la información. Verificar si el emisor presenta información representativa y válida que permite evaluar el riesgo de la misma.
2. Análisis de la solvencia del emisor. a) El riesgo de la industria: Variabilidad de la rentabilidad o de los retornos que perciben el sector, y el efecto que genera un cambio en alguno de los factores críticos para su evolución. b) Administración y propiedad: Se evalúan los administradores con relación a su influencia en la gestión y la solvencia de la empresa. Mientras más coherente sea la forma de administrar, mayor la capacidad de pago del emisor. c) Capacidad de los activos para generar recursos que le permitan hacer frente a sus compromisos financieros, Cobertura de intereses, Coeficiente de variación de la rentabilidad histórica y su tendencia. e) Perspectivas y proyecciones. Posición de la empresa en el mediano plazo. Proyectar la generación de flujos en el escenario que se considere como más probable y determinar su sensibilidad ante escenarios posibles.
3. Análisis de la rentabilidad del emisor: comprende el estudio relativo a la estabilidad de los resultados anuales del emisor.
4. Análisis de la liquidez del bono: profundidad de los mercados en los que se transa.

5. Análisis de la liquidez del activo subyacente. Presencia bursátil, rotación, profundidad de la negociación, valor de realización inmediata, pérdida de valor del activo ante hechos o fenómenos endógenos o exógenos
6. Contrato de emisión. Resguardos.- cláusulas del contrato de emisión, en las que el emisor se compromete a mantener algunos de sus indicadores financieros dentro de ciertos márgenes La emisión de un instrumento de deuda puede contar con garantías como una segunda fuente de pago
7. Clasificación final. aplicación la Simbología aplicable a bonos; y se asignará una categoría de riesgo según sea aplicable, a la liquidez futura del activo subyacente, o a la capacidad de pago del responsable de la cobertura.

De otro lado, en el año 2002, INVCENC emitió la segunda serie de Bonos Corporativos Centenario por un monto de USD 18 millones, con un plazo de vigencia de ocho años, otorgándose como colaterales garantías hipotecarias sobre inmuebles y constituyendo un fideicomiso en administración y garantía sobre sus flujos de efectivo. A fines de octubre del año 2010, los bonos restantes fueron redimidos mediante la cancelación del saldo en circulación ascendente a USD 6'435,000.

La tasa de interés que se pagó durante el periodo de vigencia de los bonos fue de 7.625 % anual pagaderos trimestralmente, lo cual comparado con el costo ponderado de su deuda actual de 5.55% representa un 21 % de ahorro en el costo financiero, que fue afrontado en su momento por la emisión de dichos bonos, esto sin considerar el costo derivado de la gestión de la oferta de los mismos; por ello, dada la tendencia declinante de las tasas de interés, le ha sido conveniente a la empresa manejar una política de endeudamiento con los bancos.

Cabe resaltar que, en mayo del 2010, la empresa Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. (2010) le otorgaba una categoría de AA- a los bonos de INVCENC, reflejando su buena

posición financiera y comercial para ese momento. La decisión de otorgar esta calificación se sustentó en la favorable evolución de sus márgenes e indicadores de rentabilidad, los cuales estaban acompañados de moderados niveles de endeudamiento. Además, el manejo prudente de una adecuada estructura financiera le permitía mantener un crecimiento sostenido con apropiados niveles de liquidez.

Tabla 35

*Estimación de un Rating Sintético*

Ganancias antes de intereses e impuestos	179,488
Intereses pagados	69,230
Tasa de los bonos del Tesoro de Estados Unidos	2.26%
<b>Resultados</b>	
Tasa de cobertura de interés =	2.59
Rating estimado de bonos =	BBB
Default Spread estimado =	2.25 %
Costo de la deuda estimado =	6.80 %
Riesgo País	2.29 %

## Grandes Compañías

Si la tasa de cobertura de interés es

>	≤ que	Rating	Spread
-100000	0.199999	D	14.00 %
0.2	0.649999	C	12.70 %
0.65	0.799999	CC	11.50 %
0.8	1.249999	CCC	10.00 %
1.25	1.499999	B-	8.00 %
1.5	1.749999	B	6.50 %
1.75	1.999999	B+	4.75 %
2	2.499999	BB	3.50 %
2.5	2.999999	BBB	2.25 %
3	4.249999	A-	2.00 %
4.25	5.499999	A	1.80 %
5.5	6.499999	A+	1.50 %
6.5	8.499999	AA	1.00 %
8.50	100000	AAA	0.75 %

Nota. Tomado de Administración Financiera (s.f). Calificación de Riesgo. Recuperado de <http://marcelodelfino.net/UNCaf.html>

### 2.3. Análisis del Capital de Trabajo

En este punto se analiza la situación de la empresa en cuanto a su necesidad de capital de trabajo. Para esto es importante definir, en primer término, el concepto que se considerará para determinar el requerimiento de capital de trabajo. De acuerdo con Bodie y Merton (2003), el capital de trabajo se define simplemente como la diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante.

Cabe resaltar que Núñez (2016) mencionó las siguientes definiciones de capital de trabajo: la de Fred Weston y Thomas Copeland, quienes consideraron el capital de trabajo como la representación de la inversión de una empresa en efectivo, en valores negociables y en inventarios, en cuentas por cobrar menos los pasivos a corto plazo; o la de Ralph Kennedy y Stewart McMullen, para quienes el capital de trabajo es la cantidad suficiente de dinero que permite a la empresa conducir sus operaciones de la manera más económica y sin restricciones financieras y, a la vez, hacer frente a emergencias y pérdidas sin peligro de un problema financiero.

Otra definición interesante mencionada por Núñez (2016) es la de Joaquín Moreno y Sergio Rivas, quienes manifiestan que el capital de trabajo representa el ciclo financiero a corto plazo de las empresas, que, a la vez, se define como el tiempo promedio que transcurre entre la adquisición de materiales o servicios, su transformación, su venta y, finalmente, su recuperación convertida en efectivo.

El mismo Núñez (2016) define el capital de trabajo como la diferencia del activo circulante y el pasivo a corto plazo, por lo que existirá algún momento en que habrá un capital de trabajo neto cuando el saldo de las cuentas del activo circulante supere a la suma de las del pasivo a corto plazo. En el caso de INVCENC, se considera como capital de trabajo la diferencia entre los activos circulantes o corriente y el pasivo a corto plazo. Para efectuar esto, se sumarán

las cuentas correspondientes a inventarios y cuentas por cobrar, y se le restarán las cuentas por pagar a corto plazo.

Respecto a los inventarios de INVCENC, para el año 2015, estos se compusieron en un 90 % de lotes de terreno en proceso de habilitación urbana y lotes en proceso avanzado de habilitación; el saldo de 10 % son lotes terminados. Las cuentas por cobrar, que correspondieron a la parte corriente de las cuentas por cobrar de la venta de terrenos y por cobrar a los arrendatarios de oficinas, fueron 95 % y 5 %, respectivamente; siendo la parte corriente de S/154,693 miles y la parte no corriente de S/231,651 miles; en total S/386,344 miles.

Asimismo, las cuentas por cobrar por las ventas de terrenos fueron financiadas a sus clientes hasta por un plazo máximo de 9 años, generándose una tasa efectiva anual (TEA) hasta de 22 %. Al 31 de diciembre de los años 2014 y 2015, el grupo corporativo ha registrado intereses por venta a plazos por S/43'104,000 y S/39'625,000, respectivamente.

Las cuentas por pagar correspondieron principalmente a obligaciones corrientes con contratistas por el desarrollo de habilitaciones urbanas y por la compra de terrenos. Las cuentas por pagar comerciales estuvieron denominadas principalmente en dólares estadounidenses, tuvieron vencimientos corrientes y no devengaron intereses. De acuerdo con estas cifras, el capital de trabajo neto estimado al año 2015 fue de S/386,533 miles.

### **2.3.1. Óptimos de capital de trabajo.**

En la Tabla 36, se muestra el nivel óptimo de capital de trabajo que necesitará INVCENC para su desenvolvimiento durante el periodo 2016-2018. Las ventas se han proyectado de manera aleatoria mediante un análisis de Montecarlo.

La estimación del óptimo de capital de trabajo y la línea de crédito óptima se han realizado considerando que existen dos ratios de gestión que están en clara desventaja en relación a los ratios del sector; estos son periodo promedio de cobranza, PPC, y periodo promedio de

pago, PPP, de 111 y 72 días respectivamente; mientras que en el caso de la empresa Los Portales, estos ratios son de 51 y 126 días (ver tablas 20 y 21).

La línea de crédito utilizada para el año 2015 según el estado financiero en su cuenta de pasivos financieros corrientes, de corto plazo, asciende a s/.294,184 miles (Ver Apéndice A) y la línea de crédito proyectada utilizando los mejores ratios del sector es s/.249.738 miles. Ver Tabla 36.

La empresa debe buscar optimizar estos ratios para reducir el nivel de Capital de Trabajo, se realizó una evaluación de cuánto dinero adicional se está invirtiendo en estas cuentas por no estar dentro del rango óptimo del sector, esta cifra asciende a la suma de S/62,832 miles, y su costo financiero es de S/5,136 miles, en base al WACC vigente. (Ver Tabla 37). El requerimiento de efectivo se estima como un promedio del ratio histórico de capital de trabajo del orden de 9.85 % de las ventas de acuerdo con la Tabla 20. Los detalles se pueden observar en el Apéndice M.

Tabla 36

*Capital de Trabajo (WK) óptimo*

	WK necesario	Saldos actuales	WK adicional requerido	WK necesario	WK adicional Requerido	WK necesario	WK adicional Requerido	
Años		2015	2016		2017		2018	
Cuentas por cobrar	83,465	154693	(71,228)	95,389	11,924	101,000	5,611	
Inventarios	285,984	190568	95,416	326,838	40,855	346,064	19,226	
Cuentas por pagar	85,866	46825	39,041	98,132	12,267	103,904	5,772	
Requerimientos de Working Capital	283,583	298,436	(14,853)	324,095	40,512	343,160	19,064	
Efectivo	9.85%	58,601	88097	(29,496)	66,973	8,372	70,912	3,940
Activos corrientes	342,184	386,533	(44,349)	391,068	48,883	414,072	23,004	
Préstamo Banco			294,087		249,738		298,622	
Total requerimientos línea de crédito			249,738		298,622		321,626	

Tabla 37

*Costo Financiero del Incremento del WK*

	Año 2016		Diferencia
	Sin mejoras	Con mejoras	
Cuentas por cobrar	127,834	83,465	44,369
Inventarios	285,984	285,984	-
Cuentas por pagar	67,403	85,866	-18,463
Working capital(WK)	346,416	283,583	62,832
Efectivo	58,601	58,601	-
WK total	405,017	342,184	62,832
Línea requerida	312,571	249,738	
	WACC	8.17 %	
Costo financiero		5,135	

### 2.3.2. Planteamiento de la línea de crédito eficiente. Propuesta de financiamiento a corto plazo.

En este punto se estima el requerimiento de línea de crédito en caso de no efectuarse ninguna mejora en los ratios de gestión de capital de trabajo, salvo en el ratio de requerimiento de efectivo, que se modifica según el promedio de los últimos cuatro años visto en el análisis anterior.

Así, el ciclo de conversión de efectivo, en adelante CCE, del año 2015, demandó una necesidad operativa de fondos de aproximadamente S/386,533 miles, Ver tabla 38, la cual ha sido financiada con deuda a corto plazo. En cambio, para el año 2016, el crecimiento en las ventas demandó S/405,017 miles en capital de trabajo. Esto exige una necesidad adicional de un importe de S/18,484 miles.

La línea de crédito necesaria para el año 2016 sería de S/312,571 miles (ver la Tabla 38); esta es mayor a la requerida el 2015 debido a que se requiere mayor inversión en el nivel de inventarios y es superior a lo que se libera de dos cuentas, una que es la menor inversión en

cuentas por cobrar y otra por un mayor valor en las cuentas por pagar S/306,315 miles en capital de trabajo. Esto libera de la necesidad de un importe de S/80,218 miles.

Asimismo, se ha efectuado un análisis de sensibilidad del requerimiento de capital de trabajo y se observó que la variable que refleja mayor sensibilidad es la correspondiente a la de PPC, estimándose que, ante una demora de diez días adicionales en el periodo de cobranzas, se requieren en promedio S/16 millones más de línea de crédito (Ver Apéndice M). Por ello, sería estratégicamente importante para INVCENC ir ajustando este ratio a fin de mejorar su gestión de capital de trabajo.

Tabla 38

*Análisis de la Línea de Crédito Requerida*

	WK necesario	Saldos actuales	WK adicional requerido	WK necesario	WK adicional requerido	WK necesario	WK adicional requerido
Años	2016	2015	2016	2017	2017	2018	2018
Cuentas por cobrar	127,834	154,693	(26,859)	146,097	18,262	154,690	8,594
Inventarios	285,984	190,568	95,416	326,838	40,855	346,064	19,226
Cuentas por pagar	67,403	46,825	20,578	77,031	9,629	81,563	4,531
Requerimientos de WK	346,416	298,436	47,980	395,903	49,488	419,192	23,288
Efectivo 9.85%	58,601	88,097	(29,496)	66,973	8,372	70,912	3,940
Activos corrientes	405,017	386,533	18,484	462,876	57,860	490,104	27,228
Préstamo Banco			294,087		312,571		370,430
Total requerimientos línea de crédito			312,571		370,430		397,658

## 2.4. Análisis de Valor

El análisis de valorización de empresas es un tema fundamental de las finanzas; por ello, es muy importante tener en claro la razón y el método que se seguirán para establecer el valor de mercado de una empresa. Existen varias razones para efectuar la valorización de esta última y entre ellas se pueden mencionar: la comparación de valor respecto al sector para la venta o la compra o para que los accionistas conozcan la situación económica de su inversión.

Asimismo, en la actualidad, se cuentan con diversas metodologías utilizadas para valorizar empresas, como son el método de balance o de valores contables; la cuenta de resultados o múltiplos; los *goodwills* o unión de expertos; el descuento de flujos, y la creación de valor o EVA y el método de opciones (Fernández, 2008). Para las valorizaciones mostradas en el presente trabajo, se utilizará el método de descuento de flujos por considerarse el más generalizado en el ejercicio de las finanzas corporativas y, a la vez, el más adecuado para poder explicar los objetivos establecidos.

Este método se basa en la determinación del valor de la empresa mediante el descuento de los flujos netos futuros esperados. Estos flujos son estimados en función al comportamiento de diversas variables que influyen en su generación y que son denominados inductores de valor o *value drivers*. Como tasa de descuento de los flujos se usa el costo promedio ponderado de capital o WACC.

#### **2.4.1. Valorización de la empresa.**

En la Tabla 39 se observa el resultado de la valorización de la empresa INVCENC, efectuada mediante el método de descuentos de flujos de caja libre, para el periodo 2016-2026, la cual arroja un monto de S/872,761 en miles y un valor de la acción de S/3.52. Los flujos han sido descontados a un WACC nominal de 11.96 %; mientras que los precios de los productos están afectados por su crecimiento histórico promedio. Este crecimiento es mayor que la inflación por eso se utiliza una tasa de descuento nominal.

A continuación se describe la composición de los *Value Drivers* que dan origen a la proyección de flujos: Las ventas son el resultado del producto entre los metros cuadrados y el precio de alquiler o venta de cada división del negocio por separado, siendo la primera Lotes urbanizados en la cual el crecimiento en metros es la histórica debido a la demanda efectiva insatisfecha que existe en el sector de viviendas, la cual supera la actual oferta del mercado. Otra

división es la de Alquiler de oficinas prime, el crecimiento de metros cuadrados es una relación entre la inversión privada y la absorción neta de oficinas prime del mercado.

De la misma forma, la división de Lotes industriales está ligada al crecimiento de la manufactura no primaria y la división de Centros comerciales es una proyección de plan de crecimiento de la oferta que la empresa plantea para los próximos años según la memoria anual 2015. A esta división no se le relaciona con el consumo debido a su alta tasa de ocupabilidad que fluctúa entre 86 % y 97 %.

Igualmente la división de Hoteles responde a la proyección de crecimiento de la misma empresa ya que la tendencia de ocupabilidad del mercado se viene incrementando en los últimos cinco años de 55 % a 61 %. En cuanto al crecimiento de los precios de renta o venta, los Lotes urbanizados responden al promedio histórico por las razones mencionadas anteriormente, los Lotes industriales crecen en base a una relación entre la manufactura no primaria y los precios en el sector, las Oficinas prime crecen a una tasa relacionada entre la inversión privada y los precios del sector, los Centros comerciales y la división Hoteles crecen a una tasa histórica por las razones expuestas anteriormente.

Los costos y gastos son una proporción que la empresa viene registrando históricamente, la depreciación se estima de acuerdo al promedio histórico, 10% del activo fijo y el impuesto marginal es de 28 %. El *Capital Expendure* o *Capex* de los primeros ocho años proyectados no contiene la inversión en el banco de tierras ya que la inversión acumulada en este rubro desde el 2012 al 2015 le permitirá sustentar un crecimiento en dicho periodo proyectado de ocho años, (Vega, 2015) luego de esto, en los años nueve y diez nuevamente se requerirá incrementar el banco de tierras, para lo que se usa una proporción histórica en relación a las ventas, aproximadamente un 20%, por lo tanto un *capex* mucho más alto que en los años previos.

El *capex* que afectará al flujo terminal está alineado con el nivel de crecimiento de largo plazo, 2 %, y el ROIC, Return on Invested Capital, de la industria, 11%, dicho de otro modo el ratio de reinversión se despejara de la fórmula del crecimiento fundamental de largo plazo, la cual es el resultado de, crecimiento de largo plazo 2% es igual al producto del ratio de reinversión por el ROC de la industria, despejando se encuentra un ratio de reinversión que es 18% del Nopat, por sus siglas en inglés Net Operating Assets after Taxes. Esto es congruente con la reinversión en el largo plazo de las empresas, la cual disminuye por crecer a un ritmo más lento alineado al crecimiento de la economía (Damodaran, 2017). La tasa de crecimiento entre el *ROIC* da como resultado el ratio de reinversión necesario para el largo plazo, que es 18 % del *Nopat*, por sus siglas en inglés Net Operating Assets after Taxes.

El capital de trabajo es una proyección en relación a sus ratios de gestión, a los días de cuentas por pagar, días de cuentas por cobrar, de inventarios, y de necesidad de efectivo, todo esto para mantener la inversión en dichas estas cuentas que permitan sustentar el crecimiento de las ventas.

Para obtener el WACC, se consideró el costo de la deuda y el costo de capital a valor en libros y un beta ponderado entre el beta de la industria de bienes raíces diversificado de 0.95 y el de hoteles de 0.65; ambos betas desapalancados.

La tasa libre de riesgo fue obtenida del bono soberano de Estados Unidos equivalente a 2.26 % y, para la prima de mercado, Equity Risk Premium, se consideró el más representativo, en este caso, el del S&P 500 equivalente a 4.54 %. Cabe mencionar que el valor estimado de la acción en la Tabla 3 no considera el riesgo proveniente de las posibles fluctuaciones en los inductores de valor, como son las ventas, precio de los productos, costo de ventas, *capex*, gasto administrativos, caja bancos, cuentas por cobrar, existencias y cuentas por pagar; es decir, es un análisis estático y tampoco considera la revalorización de los activos inmobiliarios, dado que

dicha revalorización no forma parte del concepto de ingreso principal en el estado de resultados y no puede tomarse como un ingreso recurrente por no ser el *core bussiness* de la empresa. Es destacable la positiva evolución del *Ebitda* lo que a su vez genera un mejor retorno sobre las ventas.

Las cifras de la Tabla 39 se observan en los apéndices del C al F. En el Apéndice K se encuentran los detalles de la valorización por divisiones y en los apéndices O y P se pueden apreciar las proyecciones de situación financiera y del estado de resultados.

En la Tabla 40, se pueden apreciar los resultados de algunos ratios importantes para el análisis del comportamiento futuro de INVCENC en el marco de un escenario sin mayores cambios.

Así, en el caso del WACC, se observa que conforme la deuda contraída va en disminución, y no se toman mayores compromisos, se espera que la participación de capital propio sea mayor y, por ende, el ponderado del costo de capital se incremente progresivamente. Respecto al EVA (*economic value added*) este refleja un comportamiento negativo debido a la fuerte inversión de capital en activos inmobiliarios en todo el periodo.

Para observar cómo cambia la valorización ante las posibles fluctuaciones de los *value drivers*, el modelo ha sido sometido a una simulación del tipo Montecarlo aplicando 500 iteraciones, incluyendo el valor esperado y la desviación estándar en los *value drivers* de cada una de las divisiones de la firma. Dicho esto, se estima que el valor de la empresa sería de S/730,000 en miles y un valor por acción de 2.9 soles. Los datos se pueden observar en el Apéndice L. Se ha realizado una Valorización considerando la revaluación de activos la cual se encuentran en los apéndices S y T:

### 2.4.2. Análisis de riesgo.

En el presente punto, se efectuó un análisis de sensibilidad del valor actual de la empresa ante variaciones específicas de los *value drivers* (ver la Tabla 41). Estas variaciones específicas se encuentran en el rango de 5 % del valor del *value driver*, como incremento o como decremento.

Entre los *value drives* considerados, se encuentran las ventas, los costos gastos, porcentaje de reinversión y crecimiento de precios; todos ellos ordenados de forma descendente según su importancia. Se ve también que los *value drivers* que en mayor grado afectan el valor de la firma y el precio de la acción son las ventas, ya sean ventas de lotes o alquileres, y los costos en alrededor de 35 %y 15% respectivamente

Respecto a las ventas es recomendable mantener un seguimiento del cumplimiento de las estimaciones de crecimiento que indica el MEF a fin de medir su impacto en las metas establecidas.

En lo referente al costo de ventas cabe destacar que se debe implementar un plan gradual de reducción de costos, ya sea por curva de experiencia o por volumen de compras. Sobre el comportamiento de los precios de los productos es usual que una baja en la demanda afecte el nivel de precios; por lo tanto, será importante estimar cuánto bajarán los precios en el periodo en el que se espera un estancamiento de la demanda. Los demás *value drivers* individualmente no son de mayor importancia, pero no se deben dejar de monitorear, debido a que en conjunto podrían afectar el valor considerablemente.

Tabla 39

*Valorización de la Empresa por Descuento de Flujos (en Miles de Soles)*

Cantidad Vendida m <sup>2</sup>	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Inmuebles	313,981	330,480	347,847	366,126	385,365	405,616	426,931	449,366	472,980	497,835	523,996
Lotes Industriales	419,729	429,689	439,885	450,324	461,010	471,949	483,148	494,613	506,350	518,366	530,666
Renta. Oficinas	73,334	76,084	78,765	81,659	84,660	87,770	90,995	94,339	97,805	101,399	105,125
Renta.C.Comerciales	135,933	142,137	148,624	155,407	162,500	169,916	177,671	185,780	194,259	203,125	212,396
Habitaciones Hotel	284	404	524	644	764	764	764	764	764	764	764
Total Ventas	589,825	671,686	711,007	752,369	794,959	824,595	855,578	887,974	921,849	957,275	994,327
Inmuebles	242,774	283,757	298,668	314,363	330,882	348,270	366,571	385,834	406,110	427,450	449,913
Lotes Industriales	154,670	167,405	171,378	175,445	179,608	183,870	188,233	192,700	197,272	201,954	206,746
Renta Oficinas	81,218	86,791	89,850	93,152	96,574	100,123	103,802	107,616	111,570	115,669	119,920
Renta C.Comerciales	77,461	85,046	88,927	92,986	97,229	101,667	106,307	111,159	116,232	121,537	127,084
Habitaciones Hotel	33,703	48,687	62,184	76,424	90,665	90,665	90,665	90,665	90,665	90,665	90,665
Total Ingresos	589,825	671,686	711,007	752,369	794,959	824,595	855,578	887,974	921,849	957,275	994,327
Costo de Ventas	-253,042	-291,669	-310,927	-331,173	-351,944	-364,480	-377,594	-391,314	-405,671	-420,695	-436,418
Gastos de Ventas	-43,985	-51,698	-56,373	-61,294	-66,298	-68,281	-70,356	-72,527	-74,797	-77,172	-79,657
Gastos Administrativos	-69,169	-76,609	-79,630	-82,810	-86,139	-89,791	-93,605	-97,589	-101,751	-106,098	-110,641
Otros Gastos/Ingresos	13,302	14,979	15,655	16,364	17,102	17,822	18,574	19,361	20,185	21,047	21,949
EBIT	236,932	266,690	279,733	293,456	307,681	319,865	332,597	345,905	359,816	374,357	389,560
Depreciación	5,920	4,439	5,044	5,939	5,864	6,406	6,912	7,244	7,749	8,234	8,707
Ebitda	242,852	271,129	284,777	299,396	313,545	326,271	339,510	353,149	367,565	382,591	398,267
Impuestos	-66,341	-74,673	-78,325	-82,168	-86,151	-89,562	-93,127	-96,853	-100,748	-104,820	-109,077
Nopat	176,511	196,456	206,452	217,228	227,394	236,709	246,382	256,296	266,816	277,771	289,190
CAPEX	-43,909	-21,302	-21,517	-21,743	-21,978	-5,278	-5,488	-5,707	-183,346	-190,392	-51,549
Inversión en capital de trabajo	-23,892	-60,094	-29,494	-31,014	-31,868	-20,462	-21,400	-22,384	-23,415	-24,495	-25,628
FCF	108,710	115,060	155,441	164,471	173,549	210,969	219,494	228,204	60,056	62,884	212,013
Valor Terminal										2,128,870	
Valores Actuales	97,098	91,793	110,761	104,678	98,657	107,119	99,543	92,439	21,728	708,278	
WACC	11.96%										
VA Operaciones	1,532,094										
Deuda	1,182,924										
Caja y Bancos	523,681										
Valor de la Firma	872,851										
# accs ,miles	247,999										
valor acción	3.52										

Tabla 40

*Ratios Nopat, Roic, Wacc y Eva*

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Nopat	176,511	196,456	206,452	217,228	227,394	236,709	246,382	256,296	266,816	277,771	289,190
ROIC	5.4%	5.9%	6.3%	6.6%	6.9%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
WACC	8.2%	8.3%	8.4%	8.5%	8.6%	8.7%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
EVA	95,156	80,382	69,502	62,662	57,519	55,667	55,202	59,165	69,339	80,476	92,686

Tabla 41

*Análisis de Sensibilidad de los Inductores de Valor (Value Drivers)*

Análisis de sensibilidad de los <i>value drivers</i>	Valor actual Patrimonial	Diferencia con valor inicial	Participación del <i>value driver</i> en la creación de valor	% de cambio	Precio acción
<i>Identificación de los value drivers</i>					
0. Valor patrimonial inicial	872,761				3.52
1. Incremento anual en cantidad de ventas	581,230	-291,531	-33%	95%	2.82
2. Incremento anual en cantidad de ventas	1,239,932	367,171	42%	105%	4.97
3. Precio de los productos	810,616	-62,145	-7%	95%	3.56
4. Costo de ventas como % de ventas	1,003,988	131,227	15%	95%	4.23
5. Costo de ventas como % ventas	741,534	-131,227	-15%	105%	3.31
6. Capex % de inversión	850,190	-22,571.2	-3%	105%	5.04
7. Gasto de ventas como % ventas	892,816	20,054	2%	95%	3.84
8. Gasto administrativo como % de ventas	900,626	27,865	3%	95%	3.87
9. Tasa de IR	834,608	-38,153	-4%	105%	3.65
10. Caja como % de ventas	868,563	-4,198	0%	105%	3.75
11. Cuentas por cobrar como % PPC	864,420	-8,342	-1%	105%	3.74
12. Existencias % PPI	851,442	-21,320	-2%	105%	3.69
13. Cuentas por pagar % de PPP	878,823	6,062	1%	95%	4.80
14. g de la perpetuidad	874,203	1,441	0.2%	95%	3.77

### Capítulo III: Plan Financiero

#### 3.1. Objetivos y Metas del Plan

Un indicador importante que contribuye al análisis situacional de la empresa es el denominado valor económico añadido, en adelante EVA, el cual para el caso de INVCENC se ha comportado negativamente en los últimos años. En la Tabla 42, se pueden observar la evolución en los últimos cuatro años de los activos operativos netos después de impuestos, Nopat del retorno sobre capital invertido, en adelante ROIC, y del EVA. Como se aprecia el Nopat ha sido bastante fluctuante, habiendo mostrado un pico en el año 2014, mientras que el ROIC ha venido claramente en descenso. No obstante, esta situación se debe principalmente a la fuerte inversión en activos inmobiliarios cuya revalorización no es considerada en el flujo de ingresos por no ser parte del *core business*. En el Apéndice N, se puede apreciar la evolución del flujo de caja histórico.

Tabla 42

*Cálculo del Valor Económico Añadido o EVA*

	2012	2013	2014	2015
Nopat	42,2640	29,794	121,911	34,914
Capital invertido	1'415,058	2'216,525	2'763,366	3'188,379
Capital invertido promedio	1'415,058	1'815,792	2'489,946	2'975,873
ROIC = Nopat / Capital invertido promedio	3.01 %	1.64 %	4.90 %	1.17 %
WACC	7.14 %	8.08 %	7.71 %	8.17 %
EVA = (ROIC-WACC) *Capital invertido promedio	-58,422	-116,957	-70,147	-208,316

Dada esta situación, se considera importante buscar alternativas de mejora dentro del *core business* de la empresa que ayuden a incrementar el valor de la misma. En este sentido, como se ha analizado previamente, los ratios de gestión de capital de trabajo, como son PPP, PPC y PPI, revelan un inadecuado manejo de las cuentas más líquidas de la empresa, estando estos en desventaja con respecto a las empresas del sector. Adicionalmente, se propone la

alternativa de reducir los costos y se considera necesario evaluar la posibilidad de implementar una nueva política de cuentas por pagar que logre el objetivo de obtener descuentos por pronto pago. Si se llegara a un acuerdo con algunos proveedores de insumos y servicios para pagarles por adelantado esto le permitiría a la empresa conseguir un descuento del 2 % lo que a su vez reduciría sus costos de ventas en la misma magnitud. Por otro lado, a fin de determinar el aporte que tiene cada división en el valor de la empresa, se han efectuado los análisis de valorización para la división de lotes urbanizados, división de alquileres de oficinas *premium* y de centros comerciales. Estas valorizaciones se han efectuado considerando el riesgo.

Así, en el caso de la división de centros comerciales (ver la Tabla 43), se observa que cuenta con una valorización de apenas S/307,000 en miles, un valor relativamente bajo si consideramos que esta división cuenta con un nivel de activos del orden de S/1'209,505 miles; además, el valor fundamental de esta división representa tan solo alrededor del 25 % del valor en libros de la empresa. En el caso de las divisiones de lotes urbanizados y oficinas *premium*, ambos mantienen valorizaciones bastante aceptables respecto a su nivel de activos operativos: la primera de S/1'335,000 miles (ver la Tabla 44) y la segunda de S/405,000 miles (ver la Tabla 45).

En el caso de la división de venta de lotes industriales, actualmente, la empresa viene comercializando solo lotes sin construir; sin embargo, las empresas que adquieren este tipo de producto deben invertir adicionalmente en la construcción del local, lo cual implica un mayor financiamiento para muchas empresas, sobre todo medianas o pequeñas.

En este sentido, la demanda estaría restringida únicamente a empresas de mayor envergadura, pero, dada la presente contracción de la inversión privada, este mercado estaría restringido.

Tabla 43

*Valor Actual de la División de Centros Comerciales*

VA centros comerciales		Z			
Estadística					
Media	312,726	250,000	-0.56	28.8 %	compra
Error típico	4,954	260,000	-0.47	31.9 %	compra
Mediana	312,429	270,000	-0.38	35.2 %	compra
Moda	-	280,000	-0.29	38.5 %	compra
Desviación estándar	112,323	287,000	-0.23	40.9 %	compra
Varianza de la muestra	1.2616E+10	307,000	-0.05	48.0 %	mantener
Curtosis	1.54148763	357,000	0.39	65.3 %	Venta
Coefficiente de asimetría	0.31251543	407,000	0.84	79.9 %	Venta
Rango	1003602.96	457,000	1.28	90.1 %	Venta
Mínimo	-97306.459				
Máximo	906296.505				
Suma	160741118				
Cuenta	514				
Nivel de confianza (95.0%)	9733.33722				

Tabla 44

*Valor Actual de la División de Lotes Urbanizados*

VA Inmuebles		Z			
Media	1,309,578	1,135,000	-0.57	29 %	compra fuerte
Error típico	13608.0794	1,235,000	-0.24	40 %	compra fuerte
Mediana	1290074.9	1,335,000	0.08	53 %	mantener
Moda	-	1,435,000	0.41	66 %	vender
Desviación estándar	308,516	1,535,000	0.73	77 %	vender
Varianza de la muestra	9.5182E+10	2,035,000	2.35	99 %	vender
Curtosis	-0.2239087	2,535,000	3.97	100 %	vender
Coefficiente de asimetría	0.12989564	3,035,000	5.59	100 %	vender
Rango	1749220.75	3,535,000	7.21	100 %	vender
Mínimo	534025.015				
Máximo	2283245.77				
Suma	673123310				
Cuenta	514				
Nivel de confianza (95.0%)	26734.4197				

Tabla 45

*Valor Actual de la División de Arrendamiento de Oficinas*

	<i>VA Oficinas</i>		<i>Z</i>		
Media	404,63	370,000	-1.09	13.7 %	Compra Fuerte
Error típico	1399.1	390,000	-0.46	32.2 %	Compra Fuerte
Mediana	404306	400,000	-0.15	44.2 %	Compra Fuerte
Moda	-	405,000	0.01	50.4 %	mantener
Desviación estándar	31,726	421,000	0.52	69.7 %	vender
Varianza de la muestra	100659	471,000	2.09	98.2 %	vender
Curtosis	0.1681	481,000	2.41	99.2 %	vender
Coefficiente de asimetría	0.0503	491,000	2.72	99.7 %	vender
Rango	205447	501,000	3.04	99.9 %	vender
Mínimo	298109				
Máximo	503556				
Suma	207983				
Cuenta	514				
Nivel de confianza (95.0 %)	2749.2				

Si bien es cierto que INVCENC está considerando ofrecer lotes de menor tamaño, dirigido a la pequeña empresa (Ochoa, 2016b), esta oferta se puede mejorar brindando un *mix* entre la venta de lotes listos, en la forma de naves industriales, para las pequeñas y medianas industrias con lotes mínimos de 1,000 m<sup>2</sup>, tal como lo tiene proyectado INVCENC. Así, en consecuencia, se observa una oportunidad de inversión que no se está aprovechando, esto es, convertir una parte de los lotes industriales en naves industriales lo cual generaría un mayor aporte de valor a la compañía, ya que el retorno supera a la inversión requerida por el proyecto.

En conclusión, en base al análisis efectuado, se puede trazar como objetivo principal del plan financiero lograr una mejora significativa del valor de la empresa INVCENC, teniendo como específicas las siguientes: reestructurar la división de centros comerciales; mejorar los ratios de PPP, PPC, PPI y de costos, y, finalmente, la construcción de naves industriales para la venta.

## **3.2. Propuestas**

### **3.2.1. Propuestas de reestructuración.**

La división de centros comerciales, dados los resultados generales, no estaría aportando un mayor valor al negocio y, por ello, en este plan, se considera la reestructuración de la empresa mediante un proceso de liquidación de esta división. En el caso de la propuesta de venta de naves industriales en la división de lotes industriales, se toma en cuenta la inversión de S/234 millones anuales durante ocho años, total 1, 876,000 miles de soles para la construcción de naves industriales especialmente diseñadas y edificadas para realizar actividades de transformación, manufactura, ensamblaje, almacenamiento y distribución. Los precios de venta del metro cuadrado variarán entre USD 110 y USD 350. Asimismo, la inversión por metro cuadrado se estima en aproximadamente USD 140.

Por otro lado, se realizan adelantos de las cuentas por pagar con lo cual se genera una reducción de los costos de ventas, en aproximadamente 2 % respecto a la situación original y se ajustan los ratios de gestión hacia los óptimos del sector de PPP, PPC, PPI y el efectivo en caja, y bancos se reduce de 9 % a 6 % de las ventas. Para cubrir estas brechas, se pasa de un enfoque conservador hacia uno menos conservador de administración de capital de trabajo en la cual cubrirán los activos corrientes permanentes con fuentes a largo plazo y los activos corrientes temporales con deuda a corto plazo. Los value drivers considerados en este análisis son las ventas, precio de los productos, costo de ventas, capex, gasto administrativo, caja bancos,

cuentas por cobrar, existencias y cuentas por pagar. Asimismo, durante la evaluación de sensibilidad efectuada se han encontrado dos value drivers muy críticos: el precio de venta de las naves industriales y la inversión en construcción de naves industriales. En este sentido, es importante resaltar la necesidad de realizar un seguimiento constante a los precios de mercado y al *capex* requerido para el proyecto. Por otro lado, se observa que el valor de liquidación de la división de centros comerciales no es significativo.

Luego de las pruebas y simulaciones efectuadas con los modelos de reestructuración (ver la Tabla 46), se determinó que ningún modelo es mejor que el derivado de la venta de la división, es decir, la liquidación; siendo esta alternativa la que genera mayor valor: alrededor de S/171,956 en miles y en valores relativos al patrimonio original sería del orden de 21.52 %.

Tabla 46

*Análisis de Alternativas de Reestructuración*

	Valor empresa	Saldo deuda	Valor patrimonial	Generación de valor patrimonial	% de generación de valor
Situación original	2,163,373	1,364,155	799,218		
Desinversión	1,193,806	290,961	902,845	103,627	12.97%
Equity carve-out	2,148,907	1,196,426	952,481	153,263	19.18%
Spin-off	2,323,225	1,689,360	633,865	(165,353)	-20.69%
Liquidación	2,335,325	1,364,155	971,170	171,952	21.51%
Split-off	2,226,766	1,689,360	783,865	(15,353)	-1.92%

El valor de venta sería el 65 % de su valor en libros neto de impuestos, esto es, S/595,325 en miles. De no ser por el alto valor de los activos en centros comerciales, la siguiente mejor opción sería vender tan solo parte de los activos, conservando el control (*equity carve out*). En este caso, se vendería el 60 % de la división y se mantendría el 40 %, con esta operación se

obtendría una generación de valor de S/153,269 en miles y en porcentajes relativos al patrimonio original, 19.18 %. Con la venta de esta división, el valor fundamental de la acción aumenta de S/2.9 a S/3.5; Esto es considerando una simulación de Montecarlo pero sin considerar las mejoras del plan. Los detalles del análisis se pueden apreciar en el Apéndice Ñ.

### **3.2.2. Resultados de la implementación.**

Luego de la implementación del plan, se observa que el valor de la empresa se eleva en S/1'884,570 en miles y el precio por acción llega a S/7.60, representando este último un incremento de 115 % respecto a su valor inicial, S/3.52, lo cual confirma que los cambios financieros planteados generan un aporte de valor considerable (ver la Tabla 47).

Los demás resultados y los detalles de las variables consideradas para esta nueva estimación se pueden observar también en la Tabla 48. En este punto, se han analizado los posibles resultados si se cumplieren los supuestos del nuevo plan; no obstante, en la Tabla 49 se visualizan los resultados en el caso en que los supuestos iniciales se deterioren, es decir, se plantea un escenario pesimista. Según el resultado obtenido, el valor de la acción caería desde un valor de S/3.52 a S/1.95.

Los supuestos asumidos son: incremento del metro cuadrado de construcción de naves industriales de USD 140 a USD 170 y al mismo tiempo el precio de venta disminuye de USD 350 a USD 300 por metro cuadrado. Además, los ratios de gestión no mejoran y se mantienen iguales. La venta de la división de centros comerciales se concreta por 50 % de su valor y no por el 65 % esperado. Se eleva el costo de ventas en 2 % y el efectivo en caja y bancos se mantienen en 9 % de las ventas y no se consigue reducirlo al 6 %. En el apéndice V se muestra gráficamente la comparación de los resultados entre el cumplimiento del plan y la situación pesimista.



Tabla 47

*Valor de la Empresa con Aplicación del Plan*

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ventas	981,202	1,048,422	1,118,649	1,192,059	1,268,835	1,349,174	1,433,281	1,521,376	1,613,691	1,710,471	1,811,976
Inmuebles	272,620	290,172	308,853	328,737	349,901	372,428	396,405	421,925	449,089	478,002	508,775
Lotes Industriales	585,735	618,067	652,184	688,185	726,173	766,258	808,555	853,187	900,283	949,979	1,002,418
Rent. Oficinas	88,622	91,496	94,463	97,527	100,690	103,955	107,327	110,807	114,401	118,111	121,942
Hoteles	34,226	48,687	63,149	77,610	92,072	106,533	120,995	135,456	149,918	164,380	178,841
Total Ingresos	981,202	1,048,422	1,118,649	1,192,059	1,268,835	1,349,174	1,433,281	1,521,376	1,613,691	1,710,471	1,811,976
Costo de Ventas	-407,873	-437,307	-467,916	-499,771	-532,943	-567,510	-603,554	-641,162	-680,425	-721,440	-764,310
Gastos de Ventas	-55,597	-61,496	-67,554	-73,780	-80,184	-86,775	-93,566	-100,568	-107,793	-115,254	-122,965
Gastos Administrativos	-73,274	-77,160	-81,271	-85,620	-90,220	-95,086	-100,233	-105,678	-111,437	-117,529	-123,973
Otros Gastos	13,735	14,552	15,413	16,322	17,281	18,294	19,363	20,492	21,684	22,944	24,274
EBIT	458,193	487,010	517,321	549,210	582,770	618,096	655,290	694,461	735,721	779,192	825,002
Depreciación	5,920	4,439	5,044	5,939	5,864	6,406	6,912	7,244	7,749	8,234	8,707
Impuestos	-104,869	-111,464	-118,401	-125,700	-133,381	-173,067	-183,481	-194,449	-206,002	-218,174	-231,001
Nopat	359,245	379,985	403,964	429,450	455,253	451,436	478,721	507,256	537,468	569,253	602,709
CAPEX	-278,018	-255,362	-255,555	-255,759	-255,970	-239,250	-239,439	-239,637	-320,946	-340,195	-107,435
Inversión en WK	-130,493	-33,870	-35,282	-36,776	-38,357	-40,031	-41,802	-43,677	-45,661	-47,762	-49,985
Venta de activo C.C	595,325										
FCF	546,058	90,754	113,127	136,915	160,926	172,155	197,480	223,942	170,861	181,297	445,289
Valor Terminal										4,471,012	
Valor Actual	487,728	72,401	80,609	87,138	91,479	87,409	89,557	90,709	61,815	1,503,349	
VA Operaciones	2,652,193										
Deuda	1,182,924										
Caja y Bancos	523,681										
Valor Firma	1,888,078										
# accs	247,999,000										
valor acción	7.61										

Tabla 48

*Inputs de Valor por Divisiones - situación original y con Plan.*

Value Drivers	Con Plan	Original
<b>Inputs ventas</b>	T/C	T/C
Riesgo del tipo de cambio	3.35 %	3.35 %
Incremento de Ventas en cantidad de metros cuadrados 2016		
Crecimiento de ventas inmuebles (oferta < demanda efectiva)	6.4 %	6.4 %
Crecimiento de lotes industriales (crecimiento de la inversión)	5.5 %	5.5 %
Crecimiento rent. Oficinas (demanda top en San Isidro y Surco)	3.2 %	3.2 %
Crecimiento rent. centros comerciales (ligado al consumo)	0.01	0.01
Hoteles (habitaciones)	0.0 %	4.6 %
	120	120
<b>Precio por m<sup>2</sup></b>		
Inmuebles	773.21	773.21
Lotes industriales (naves industriales)	1,172.50	368.50
Oficinas	97.15	9715
Hoteles (habitaciones)	513	513
Centros comerciales	--	50.52
<b>Tasa de crec. promedio del precio de renta o venta</b>		
Inmuebles	11 %	11 %
Lotes industriales	5.7 %	5.7 %
Oficinas	3.1 %	3.1 %
Centros comerciales	0 %	3.2 %
Hoteles	1.6 %	1.6 %
% de cumplimiento del pronóstico	100 %	100 %
<b>% de ocupabilidad</b>		
Oficinas a corto plazo	99.50 %	99.50 %
Oficinas a largo plazo	96 %	96
Hoteles	63 %	63 %
Centros comerciales	0 %	94 %
% de cumplimiento del pronóstico	100 %	100 %
<b>Revalorización de terrenos</b>		
Ventas inmuebles y lotes industriales	11 %	11 %
Rent. Oficinas	13 %	13 %
Centros comerciales	0 %	0.5 %
Crecimiento de otros		
% de cumplimiento del pronóstico	100 %	100 %
<b>Inputs costo de ventas promedio</b>		
Ventas inmuebles y lotes industriales	48 %	50 %
Rent. Oficinas	20 %	22 %
Centros comerciales	0 %	32 %
Hoteles	63 %	63 %
Inversión en naves industriales capex adicional	234,500	
Liquidación de los activos de centros comerciales	786,178	
Se asume un saldo por depreciar	150,000	
<b>Inputs gastos de ventas promedio</b>		
Ventas inmuebles y lotes industriales	6.4 %	6.4%
Rent. Oficinas	4%	4 %
Centros comerciales	0 %	10 %

Hoteles	22 %	22 %
Otros	0.02 %	0.02 %
<b>Inputs gastos de administrativos promedio</b>		
Ventas inmuebles y lotes industriales	8 %	8 %
Rent. Oficinas	13 %	13 %
Centros comerciales	0 %	23 %
Crecimiento de otros	1 %	1 %
% de cumplimiento del pronóstico	100 %	100 %
<b>Inputs otros gastos promedio</b>		
Ventas inmuebles y lotes industriales	2%	2 %
Rent. Oficinas	0.5%	0.5 %
Centros comerciales	3.6 %	3.6 %
Crecimiento de otros	0.4 %	0.4 %
Tasa de impuestos CP	23 %	25 %
Tasa de impuestos marginal	28 %	28 %
Tasa de depreciación	10 %	10 %
Capex referente a las ventas		
% deuda	37.10 %	37.10 %
% capital	62.90 %	62.90 %
Costo de la deuda después de impuestos	4 %	4 %
Costo de capital	10.64 %	10.65 %
Tasa de impuestos	28 %	28 %
WACC en términos reales	8.2 %	8.2 %
WACC con inflación osea nominal	12 %	11.4 %
Ke con inflación osea nominal	14.5 %	14.5 %
Inflación esperada en el futuro	3.5 %	3.5 %
Tasa libre de riesgo	2.26 %	2.26 %
Beta	0.94 %	0.94 %
Beta apalancada	1.34 %	1.34 %
Prima de mercado	4.54 %	4.54 %
Riesgo país	2.29 %	2.29 %
G de LP	2 %	2 %
Ratio de reinversión LP	18 %	18 %
ROC de la industria	11 %	11 %
Capex/ventas	20 %	20 %
Capital de trabajo		
Inversión en clientes PPC	51	132.32
Inventarios PPI	420.49	271.20
Proveedores PPP	126	99.10
Efectivo % ventas	6 %	9.80 %
Base del cálculo del año	360	360

Tabla 49

*Valor de la Empresa con Escenario Pesimista*

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ventas	886,476	937,022	989,244	1,043,224	1,099,051	1,156,814	1,216,609	1,278,539	1,342,708	1,409,229	1,478,218
Inmuebles	262,506	269,040	275,737	282,601	289,635	296,845	304,234	311,807	319,568	327,523	335,675
Lotes Industriales	501,122	527,799	555,895	585,487	616,654	649,480	684,054	720,468	758,821	799,215	841,760
Rent. Oficinas	88,622	91,496	94,463	97,527	100,690	103,955	107,327	110,807	114,401	118,111	121,942
Hoteles	34,226	48,687	63,149	77,610	92,072	106,533	120,995	135,456	149,918	164,380	178,841
Total Ingresos	886,476	937,022	989,244	1,043,224	1,099,051	1,156,814	1,216,609	1,278,539	1,342,708	1,409,229	1,478,218
Costo de Ventas	-404,757	-429,254	-454,461	-480,414	-507,149	-534,708	-563,130	-592,459	-622,741	-654,024	-686,358
Gastos de Ventas	-50,510	-55,514	-60,605	-65,787	-71,066	-76,445	-81,930	-87,527	-93,240	-99,076	-105,041
Gastos Administrativos	-66,329	-68,993	-71,784	-74,709	-77,773	-80,984	-84,349	-87,875	-91,571	-95,445	-99,505
Otros Gastos	12,291	12,853	13,440	14,053	14,693	15,361	16,060	16,790	17,553	18,351	19,186
EBIT	377,170	396,114	415,834	436,368	457,755	480,038	503,260	527,467	552,708	579,034	606,499
Depreciación	5,920	4,439	5,044	5,939	5,864	6,406	6,912	7,244	7,749	8,234	8,707
Impuestos	-86,324	-90,660	-95,174	-99,873	-104,768	-134,411	-140,913	-147,691	-154,758	-162,130	-169,820
Nopat	296,766	309,893	325,705	342,434	358,851	352,033	369,259	387,020	405,699	425,139	445,387
CAPEX	-328,268	-305,612	-305,805	-306,009	-306,220	-289,500	-289,689	-289,887	-267,050	-280,281	-79,392
Inversión en WK	-348,055	-40,821	-42,092	-43,427	-44,828	-46,299	-47,843	-49,464	-51,166	-52,954	-54,831
Venta de activo C.C	468,327										
FCF	88,769	-36,540	-22,193	-7,002	7,802	16,235	31,727	47,669	87,482	91,905	311,164
Valor Terminal										3,124,303	
Valor Actual	79,287	-29,150	-15,814	-4,457	4,435	8,243	14,388	19,309	31,650	1,039,287	
VA Operaciones	1,147,178										
Deuda	1,182,924										
Caja y Bancos	523,681										
Valor Patrimonio	487,935										
# accs	247,999,000										
valor acción	1.97										

## Conclusiones

El análisis efectuado a lo largo del trabajo muestra que la empresa INVCENC viene operando de manera eficiente en cuanto a su estructura de capital. Asimismo, oportunamente ha sabido cambiar su forma de financiamiento que contemplaba la emisión de bonos a la de deuda contraída directamente en las entidades financieras. Esta posición le ha generado un menor costo ponderado de su deuda y, por ende, del WACC. Si bien es cierto esta situación es favorable para la empresa, aún se encuentran algunos puntos que reflejan deficiencias en la gestión, como los ratios de PPP, PPC y PPI, así como los costos de ventas, los cuales están todavía lejos del promedio de la empresa Los Portales (la más importante del sector). En este sentido, se ha observado que, al aplicar los cambios utilizando estos ratios, se consiguen mejoras respecto al requerimiento de capital que inciden en menor costo financiero.

Las valorizaciones efectuadas se han realizado considerando en todos los casos el componente de riesgo, es decir, la volatilidad de los cambios de las variables, debido a la aleatoriedad de los hechos futuros. En el caso del valor fundamental de la acción, se ha determinado que podría ser mayor a S/2.9, con lo cual está lejos de su valor de mercado de alrededor de S/5.5; considerándose la diferencia de valor de la prima que paga el mercado por el gran nivel de activos inmobiliarios que mantiene la empresa en la forma de banco de tierras, y que en el futuro le debería redituvar cierta utilidad por la revaluación de activos. Al respecto, cabe destacar que la existencia de un EVA negativo está relacionado precisamente al alto nivel de activos inmobiliarios de la empresa.

El Ebitda mejora sustancialmente a lo largo del tiempo, lo cual es importante dado que se aprecia la existencia de una considerable rentabilidad como negocio inmobiliario de venta y alquiler, sin tomar en cuenta los ingresos por revaluación de activos inmobiliarios del banco de tierras que mantiene la empresa.

El modelo de negocio basado en el manejo de un portafolio inmobiliario diversificado se vendría cumpliendo al observarse que los resultados de cada división de la empresa se encuentran relacionados con el desempeño de una variable macroeconómica con lo cual se minimizarían los impactos adversos, consecuencia del comportamiento de una variable macro en particular. No obstante, en el caso de la ocurrencia de algún riesgo sistémico, esto afectaría al portafolio en su conjunto.

En el caso del nuevo negocio de hotelería, sería una buena apuesta del grupo dado que su puesta en marcha sumará ingresos importantes, contribuyendo a mejorar el valor de la empresa. En base a las modelaciones realizadas con los análisis de sensibilidad, las propuestas de mejoras mediante reestructuración y mejoras de ratios de gestión e incremento de valor agregado en la oferta de lotes comerciales, han sido positivas, arrojando un incremento en la valorización de la firma.



## Recomendaciones

El análisis efectuado del modelo de negocio y de cada división inmobiliaria sugiere algunos cambios importantes que ayudarían a crear un mayor valor a la corporación. Por un lado, se recomienda analizar la posibilidad de la creación de un *mix* de oferta inmobiliaria de lotes industriales construidos bajo la modalidad de naves industriales, puesto que las pruebas efectuadas arrojan la existencia de un aporte considerable al valor de la empresa. Por otra parte, se plantea la reestructuración de la empresa ejecutando la desinversión o liquidación del negocio de centros comerciales, la cual se ha determinado que no agrega mayor valor al portafolio inmobiliario de INVCENC. No obstante, esta alternativa podría ser reevaluada analizando la información de cada activo de la división y evaluando cuáles serían los que aportan menor valor a fin de realizar una operación más fina de desinversión.

También es recomendable mantener un monitoreo permanente de las principales variables o *value drivers* identificadas en el presente trabajo, con el propósito de tomar las mejores y oportunas decisiones financieras, ya sea para incrementar mantener o evitar pérdidas de valor. Por último, se sugiere realizar algún tipo de cobertura cambiaria mediante la adquisición de derivados financieros, puesto que en los dos últimos años la empresa registró pérdidas por exposición al tipo de cambio, lo cual, dada la volatilidad del mercado cambiario, podría volver a ocurrir. Finalmente, en cuanto a las expectativas del valor de la acción, su valor de mercado actual, S/5.63, estaría aún lejos del valor fundamental base.

## Referencias

- Administración Financiera. (s.f.). *Calificación de Riesgo*. Recuperado de <http://marcelodelfino.net/UNCaf.html>
- Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados. (2005). *Niveles Socioeconómicos en Lima y Callao*. Recuperado de <https://goo.gl/UBSDSS>
- Banco Central de Reserva del Perú. (s.f.). *Series anuales*. Recuperado de <https://goo.gl/WIow2I>
- Banco Central de Reserva del Perú. (s.f.). *Series estadísticas*. Recuperado de <https://goo.gl/EcHcmp>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2015). *Indicadores Económicos del IV trimestre del 2015*. Recuperado de <https://goo.gl/xwJQs0>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2016a). *Reporte de inflación junio 2016: panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2016-2018*. Recuperado de <https://goo.gl/uoEmnX>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2016b). *Reporte de inflación diciembre 2016: panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2016-2018*. Recuperado de <https://goo.gl/XHGxC8>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2017a). *Resumen informativo semanal N.º 5*. Recuperado de <https://goo.gl/wdQ0bE>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2017b). *Cuadros estadísticos*. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/nota-semanal/cuadros-estadisticos.html>
- Banco de la República Colombia. (s.f.). *Libor*. Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/libor>
- Banco Mundial. (2016). *Informe del PBI anual del Banco Mundial*. Recuperado de <http://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>
- Business Monitor International. (2016a). United States Real Estate Report 2016. *BMI Research*. Recuperado de <https://goo.gl/t3VQrN>
- Business Monitor International. (2016b). Brazil Real Estate Report 2016. *BMI Research*. Recuperado de <https://goo.gl/t3VQrN>
- Business Monitor International. (2016c). Chile Real Estate Report 2016. *BMI Research*. Recuperado de <https://goo.gl/t3VQrN>
- Business Monitor International (2016d). Peru Real Estate Report 2016. *BMI Research*. Recuperado de <https://goo.gl/t3VQrN>
- Bodie, Z., Kane, A. y Markus, A. (2004). *Principios de inversiones*. Aravaca, Madrid: McGraw-Hill.

- Bodie, Z. y Merton, R. (2003). *Finanzas*. Recuperado de <https://goo.gl/y80WOZ>
- Bolsa de Valores de Lima. (2017). *Empresa con valores listados. Inversiones Centenario S. A. A.* Recuperado de <https://goo.gl/yWZFMo>
- Cámara Peruana de la Construcción. (2010). *XV Estudio “El mercado de edificaciones urbanas en lima metropolitana y el callao”*. Recuperado de <https://goo.gl/uqvyyn>
- Cámara Peruana de la Construcción. (2012). *Habrá crédito para impulsar la autoconstrucción*. Recuperado de <https://goo.gl/yPiHPL>
- Centenario concreta su ingreso al rubro hotelero con dos proyectos. (4 de abril de 2016). *Gestión*. Recuperado de <https://goo.gl/9DWz7U>
- Class y Asociados. (s.f.). *Metodologías de empresas*. Recuperado de <http://www.classrating.com/wp-content/uploads/2016/11/Metodo-Empresas.pdf>
- Construcción: un motor que se apagó el 2015 y que aún cuesta encender. (15 de marzo de 2016). *Gestión*. Recuperado de <https://goo.gl/E73z5V>
- Credicorp Capital: inversión privada crecerá luego de tres años de caída. (7 de febrero de 2017). *Gestión*. Recuperado de <https://goo.gl/tjupvW>
- Damodaran, A. (2011). *Spread Debt. Damodaran online*. Recuperado de [https://www.google.com.pe/search?q=spread+por+cobertura+de+intereses&source=lnms&tbm=isch&sa=X&ved=0ahUKEwi4lNSG\\_ubUAhVGOyYKHZ7FCKwQ\\_AUIBigB&](https://www.google.com.pe/search?q=spread+por+cobertura+de+intereses&source=lnms&tbm=isch&sa=X&ved=0ahUKEwi4lNSG_ubUAhVGOyYKHZ7FCKwQ_AUIBigB&)
- Damodaran, A. (2017). *Price and Value to Book Ratio by Sector (US)*. Recuperado de [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/pbvdata.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/pbvdata.html)
- De Lara, A. (2015). *Medición y control de riesgos financieros*. México D. F., México: Limusa.
- Equilibrium Clasificadora de Riesgo S. A. (2015). *Análisis del sector retail: supermercados, tiendas por departamentos y mejoramiento de hogar*. Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/sectorialretailmar15.pdf>
- Equilibrium Clasificadora de Riesgo. (2015). *Informe de Clasificación, Inversiones Centenario. S. A. A.* Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/InvCente.pdf>
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valorización de empresas*. Recuperado de [http://aempresarial.com/asesor/adjuntos/metodos\\_de\\_valorizacion\\_de\\_empresas.pdf](http://aempresarial.com/asesor/adjuntos/metodos_de_valorizacion_de_empresas.pdf)
- Fernández, P. (2015). *Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations. IESE Business School*. Recuperado de <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0449-e.pdf>
- Fleitman, J. (2000). *Negocios exitosos: Cómo empezar, administrar y operar eficientemente un negocio*. México D. F., México: McGraw-Hill Interamericana.

- Fondo Mivivienda. (2014). *Estudio de demanda de vivienda. Presentación*. Recuperado de <https://goo.gl/Yc6rzz>
- Fondo Monetario Internacional. (2016a). *El FMI reduce su pronóstico de crecimiento mundial por el Brexit y advierte de los riesgos para las perspectivas*. Recuperado de <http://www.imf.org/es/News/Articles/2016/07/18/18/11/NA07192016-IMF-Cuts-Global-Growth-Forecasts-on-Brexit-Warns-of-Risks-to-Outlook>
- Fundación Milenio. (3 de mayo de 2016). *El Mutún, el gigante al que han dormido los gobiernos*. Recuperado de <https://goo.gl/5mY7sc>
- Grajales, D. (2008). Medición y análisis de un modelo para determinar la estructura óptima de capital. *Revista Soluciones de Postgrado EIA*. Recuperado de <http://eia-dspace.metabiblioteca.com/bitstream/11190/623/1/RSO00007.pdf>
- Grupo Centenario realizará inversiones por S/200 millones. (2 de marzo de 2016). *El Comercio*. Recuperado de <https://goo.gl/MN8cKI>
- Iberico, J. y Vera, R. (2013). *Desarrollo inmobiliario industrial*. Recuperado de <https://goo.gl/C0NRhr>
- Instituto Nacional de Estadística e Informática. (2013). *Oferta y demanda global 1991-2012*. Recuperado de <https://goo.gl/e8enyB>.
- Investing.com. (s.f.). *Datos históricos PEN/CLP*. Recuperado de <https://es.investing.com/currencies/pen-clp-historical-data>
- Jaramillo, F. y Zambrano, O. (2013). *La clase media en Perú: cuantificación y evolución reciente*. Recuperado de <https://goo.gl/qzBkqC>
- Kotler, P., Amrstrong, G., Cámara, D. y Cruz, I. (2004). *Marketing*. Recuperado de <https://es.scribd.com/doc/247741996/MARKETING-PHILLIP-KOTLER>
- La imparable expansión de los centros comerciales en el Perú. (13 de abril de 2015). *El Comercio*. Recuperado de <http://archivo.elcomercio.pe/amp/economia/peru/imparable-expansion-centros-comerciales-pais-noticia-1803728>
- Ministerio de Economía y Finanzas. (2016). *Marco macroeconómico multianual 2017-2019*. Recuperado <https://goo.gl/facomR>
- Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento. (2014). *Plan Operativo Institucional 2014*. Recuperado de <http://www.vivienda.gob.pe/transparencia/emitidos/RSG-012-2014-VIVIENDA-SG.pdf>
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*. Recuperado de <https://goo.gl/cASwmk>

- Mongrut, S., Fuenzalida, D., Pezo, G., y Zdenko, P. (2010). Explorando teorías de estructura de capital en Latinoamérica. *Cuadernos de Administración Universidad Javeriana*, 23(41), 163-184.
- Núñez, L. (2016). *Finanzas I: contabilidad, planeación y administración financiera*. Recuperado de <https://goo.gl/ZtgBel>
- Ochoa, V. (16 de mayo de 2016). En la división hotelera no nos cerramos a la idea de un 5 estrellas. *Gestión*. Recuperado de <https://goo.gl/5DydQC>
- Ochoa, V. (1 de agosto de 2016). Con Macrópolis haremos un clúster de la empresa grande con la pequeña. *Gestión*. Recuperado de <https://goo.gl/WDZG1o>
- Oficinas de Lima. La nueva oferta en la montaña rusa (Perú). (10 de febrero de 2016). *Word Office Forum*. Recuperado de <https://goo.gl/GpObXi>
- Observatorio Turístico del Perú. (23 de marzo de 2017). *Perú: PBI del sector Turismo*. Recuperado de <https://goo.gl/qjP0kI>
- Perú contará con 10 centros comerciales nuevos, ¿dónde se ubicarán? (setiembre de 2016). *Gestión*. Recuperado de <https://goo.gl/oCbk9D>
- Perú es el tercer país de Latinoamérica con mayor déficit de viviendas. (2 de diciembre de 2016). *RPP*. Recuperado de <https://goo.gl/lar4rw>
- Perú tiene el mejor rendimiento hotelero en la región Andina. (30 de setiembre de 2015). *Hoteles Ica*. Recuperado de <https://goo.gl/nj44B5>
- Provincias son un mercado atractivo para inmobiliarias. (2 de febrero de 2015). *El Comercio*. Recuperado de <https://goo.gl/fV4c15>
- ¿Qué le depara al mercado inmobiliaria mundial en el 2016? (12 de abril de 2016). *Gestión*. Recuperado de <http://gestion.pe/inmobiliaria/que-le-depara-al-mercado-inmobiliario-mundial-2016-2158311>
- Resolución de Secretaria General, N. ° 012-2014/vivienda-SG. (2014). *Plan Operativo Institucional 2014*. Recuperado de <https://goo.gl/Pak7nq>
- Rodríguez, M., Piñeiro, C. y De Llano, P. (2013). Mapa de riesgos: identificación y gestión de riesgos. *Atlantic Review of Economics*, 2.
- Romero, G. (2015). Ventana al futuro. *Gestión*. Recuperado de <http://gestion.pe/empresas/ventana-al-futuro-2133348>
- Ross, S. Westerfield, R. y Jaffe, J. (2013). *Finanzas corporativas*. México D. F., México: McGraw-Hill.

- Salas, L. (18 de enero de 2016). ¿Qué tácticas preparan los *malls* para liderar el mercado? *El Comercio*. Recuperado de <https://goo.gl/NQWzD8>
- Scotiabank. (2014). *Perspectivas del mercado inmobiliario peruano*. Lima, Perú: Scotiabank.
- Trigoso, M (2016). Subirá precio de alquiler de tiendas en *malls* en el segundo trimestre. *Diario Gestión*. Recuperado de <https://goo.gl/zmQ546>
- Superintendencia del Mercado de Valores. (2015a). *Memoria anual 2015. Inversiones Centenario S. A. A.* Recuperado de <https://goo.gl/wPBKrs>
- Superintendencia del Mercado de Valores. (2015b). *Informes financieros 2010-2015. Inversiones Centenario S. A. A.* Recuperado de <https://goo.gl/Q6nEYn>
- Superintendencia de Mercado de Valores. (2015c). *Notas a los estados financieros 2015. Inversiones Centenario S. A. A.* Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/notas%20eff.pdf>
- Superintendencia de Mercado de Valores. (2015d). *Memoria anual 2015. Los Portales S. A.* Recuperado de <https://goo.gl/GF7Ysk>
- Superintendencia de Valores y Seguros (2015). *Estados Financieros Consolidados 2014 y 2015. Socovesa y Filiales*. Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=94840000&grupo=0&tipoentidad=RVEMI&row=AABbBQABwAAAA5OAAE&vig=VI&control=svs&pestanias=3>
- Vega, E. (12 de octubre de 2015). Centenario: En el rubro hotelero hay mucha oportunidad de negocio. *El Comercio*. Recuperado <https://goo.gl/NnyYF6>
- Vidal, S. (2015a). *Reporte de mercado oficinas 4T 2015*. Recuperado de <https://goo.gl/1qTXzR>
- Vidal, S. (2016b). *Reporte de mercado oficinas 4T 2016*. Recuperado de <https://goo.gl/ZqUiER>
- Vidal, S. (2015c). *Reporte de mercado industrial 2015*. Lima, Perú: Colliers International.
- Vidal, S. (2016d). *Reporte de mercado industrial 2S 2016*. Lima: Colliers International.

## Apéndice A

Inversiones Centenario S. A. A. y subsidiarias					
Estados financieros   Consolidada   Trimestre IV al 31 de diciembre de 2015 (en miles de soles)					
Cuenta	Nota	31 de diciembre de 2015	31 de diciembre de 2014	31 de diciembre de 2013	31 de diciembre de 2012
Efectivo y equivalentes al efectivo	3	88,097	63,762	36,740	9,314
Otros activos financieros	3 y 7	435,584	49,173	0	0
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	4	154,693	111,704	58,072	36,842
Otras cuentas por cobrar (neto)	5	32,395	22,085	15,933	11,882
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	20	28,542	0	0	0
Inventarios	6	190,568	164,351	177,142	156,065
Otros Activos no financieros	0	2,423	1,868	2,496	881
<b>Total activos corrientes</b>	<b>0</b>	<b>932,302</b>	<b>412,943</b>	<b>290,383</b>	<b>214,984</b>
Otros activos financieros	7	4,584	272,450	4,150	42,626
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la Participación	8	134,151	136,018	158,727	132,644
Cuentas por cobrar comerciales	4	231,651	190,722	152,118	119,810
Otras cuentas por cobrar	5	39,479	29,275	20,792	2,342
Propiedades de Inversión	9	2'457,505	2,327,376	2,185,329	1,275,763
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	10	30,102	29,662	22,509	16,877
Otros Activos no financieros	0	7,036	3,443	2,084	1,342
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>0</b>	<b>2'904,508</b>	<b>2,988,946</b>	<b>2'545,709</b>	<b>1'591,404</b>
<b>Total de activos</b>	<b>0</b>	<b>3'836,810</b>	<b>3,401,889</b>	<b>2'836,092</b>	<b>1'806,388</b>
Otros pasivos financieros	11	294,087	257,842	629,698	123,860
Cuentas por pagar comerciales	12	46,825	43,908	68,788	16,884
Otras cuentas por pagar	13	65,690	68,266	92,874	68,877
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	20	1,143	0	0	0
Pasivos por impuestos a las ganancias	14(d)	59,455	25,524	8,637	3,286
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>0</b>	<b>467,200</b>	<b>395,540</b>	<b>799,997</b>	<b>212,907</b>
Otros pasivos financieros	11	887,694	1,018,247	381,779	268,258
Otras cuentas por pagar	13	1,847	2,805	3,558	0
Pasivos por impuestos diferidos	14(a)	474,614	498,020	445,710	302,283
<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>0</b>	<b>1'364,155</b>	<b>1'519,072</b>	<b>831,047</b>	<b>570,541</b>
<b>Total pasivos</b>	<b>0</b>	<b>1'831,355</b>	<b>1'914,612</b>	<b>1'631,044</b>	<b>783,448</b>
Capital emitido	15	247,999	200,000	200,000	200,000
Primas de emisión	0	263,994	0	0	0
Otras reservas de capital	15	40,055	40,055	40,035	40,019
Resultados acumulados	15	1'308,671	1'005,560	857,419	691,752
Otras reservas de patrimonio	15	649	101,310	347	12,757
Participaciones no controladoras	0	144,087	140,352	107,247	78,412
<b>Total patrimonio</b>	<b>0</b>	<b>2'005,455</b>	<b>1'487,277</b>	<b>1'205,048</b>	<b>1'022,940</b>
<b>Total pasivo y patrimonio</b>	<b>0</b>	<b>3'836,810</b>	<b>3'401,889</b>	<b>2'836,092</b>	<b>1'806,388</b>

## Apéndice B

### Inversiones Centenario S. A. A. y subsidiarias

Estados financieros | Consolidada | Anual al 31 de diciembre de 2013 (en miles de soles)

Cuenta	Nota	2015	2014	2013	2012
Ingresos de actividades ordinarias	7g	499,655	484,528	339,710	248,399
Costo de ventas	6e	-235,081	-195,838	-141,472	-88,155
Ganancia (pérdida) Bruta		264,574	288,690	198,238	160,244
Gastos de ventas y distribución	18	-34,016	-32,335	-22,213	-12,443
Gastos de administración	18	-57,751	-70,999	-64,408	-36,096
Otros ingresos Operativos		20,519	21,836	31,214	3,725
Otros gastos Operativos		-13,838	-17,254	-10,420	-4,312
Otras ganancias (pérdidas)		242,331	0	0	0
<b>Ganancia (pérdida) por actividades de operación</b>	<b>0</b>	<b>421,819</b>	<b>189,938</b>	<b>132,411</b>	<b>111,118</b>
Ingresos financieros	19	46,938	47,087	50,241	25,787
Gastos financieros	19	-69,230	-60,961	-40,335	-24,968
Diferencias de Cambio neto	23.2	-98,725	-72,216	-43,220	14,001
Ganancias (pérdidas) que surgen de la Diferencia entre el Valor libro anterior y el valor justo de Activos Financieros Reclasificados medidos a valor razonable	9h	186,644	165,930	178,542	140,738
<b>Resultado antes de Impuesto a las Ganancias</b>	<b>0</b>	<b>487,446</b>	<b>269,778</b>	<b>277,639</b>	<b>266,676</b>
Gasto por impuesto a las ganancias	14b	-117,124	-45,157	-69,723	-61,575
Ganancia (pérdida) Neta de operaciones continuadas	0	370,322	224,621	207,916	205,101
<b>Ganancia (pérdida) neta del ejercicio</b>	<b>0</b>	<b>370,322</b>	<b>224,621</b>	<b>207,916</b>	<b>205,101</b>
Propietarios de la controladora	0	354,429	188,162	199,667	195,132
Participaciones no controladoras	0	15,893	36,459	8,249	9,969

Básica por acción ordinaria en operaciones continuadas	21	1,682	1,124	1.04	1.025
Ganancias (pérdida) básica por acción ordinaria	0	1,682	1,124	1.04	1.025
Diluida por acción ordinaria en operaciones continuadas	0	1,682	1,124	1.04	1.025
Ganancias (pérdida) diluida por acción ordinaria	0	1,682	1,124	1.04	1.025

---



### Apéndice C

Análisis horizontal de los estados financieros 2012-2015				
Inversiones Centenario S. A. A. y subsidiarias (balance de estados financieros  Consolidada				
Trimestre IV al 31 de diciembre de 2015 (en miles de soles)				
Cuenta	2013 vs 2012	2014 vs 2013	2015 vs 2014	
Activos				
Efectivo y equivalentes al efectivo	294 %	74 %	38 %	
Otros activos financieros			786 %	
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	58 %	92 %	38 %	
Otras cuentas por cobrar (neto)	34 %	39 %	47 %	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas				
Anticipos				
Inventarios	14 %	-7 %	16 %	
Activos biológicos				
Activos por impuestos a las ganancias				
Otros activos no financieros	183 %	-25 %	30 %	
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición, clasificados como mantenidos para la venta				
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición, clasificados como mantenidos para Distribuir a los propietarios				
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la Venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios				
Total activos corrientes	35 %	42 %	126 %	
Otros activos financieros	-90 %	6465 %	-98 %	
Inversiones contabilizados aplicando el método de la participación	20 %	-14 %	-1 %	
Cuentas por cobrar comerciales	27 %	25 %	21 %	
Otras cuentas por cobrar	788 %	41 %	35 %	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas				

## Apéndice D

Estado de resultados análisis horizontal				
Cuenta	2013vs 2012	2014 vs 2013	2015 vs 2014	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	37 %	43 %	3 %	28 %
Costo de ventas	60 %	38 %	20 %	40 %
Ganancia (pérdida) bruta	24 %	46 %	-8 %	20 %
Gastos de ventas y distribución	79 %	46 %	5 %	43 %
Gastos de administración	78 %	10 %	-19 %	23 %
Ganancia (pérdida) de la baja en activos Financieros medidos al costo amortizado				
Otros Ingresos operativos	738 %	-30 %	-6 %	234 %
Otros gastos operativos	142 %	66 %	-20 %	62 %
Otras ganancias (pérdidas)				
Ganancia (pérdida) por actividades de operación	19 %	43 %	122 %	62 %
Ingresos financieros	95 %	-6 %	0 %	29 %
Gastos financieros	62 %	51 %	14 %	42 %
Diferencias de cambio neto	-409 %	67 %	37 %	-102 %
Participación en los resultados netos de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el Método de la participación				
Ganancias (pérdidas) que surgen de la Diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable	27 %	-7 %	12 %	11 %
Diferencia entre el importe en libros de los activos distribuidos y el importe en libros del dividendo a pagar				
Resultado antes de impuesto a las ganancias	4 %	-3 %	81 %	27 %
Gasto por impuesto a las ganancias	13 %	-35 %	159 %	46 %
Ganancia (pérdida) neta de operaciones				
Continuadas	1 %	8 %	65 %	25 %
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuas, neta del impuesto a las ganancias				
Ganancia (pérdida) neta del ejercicio	1 %	8 %	65 %	25 %
ganancia (pérdida) neta atribuible a propietarios de la controladora	2 %	-6 %	88 %	
Participaciones no controladoras	-17 %	342 %	-56 %	89 %
Ganancias (pérdida) por acción:				
Ganancias (pérdida) básica por acción:				
Básica por acción ordinaria en operaciones continuas	1 %	8 %	50 %	20 %
Básica por acción ordinaria en operaciones discontinuas				
Ganancias (pérdida) básica por acción ordinaria	1 %	8 %	50 %	20 %
Básica por acción de inversión en operaciones continuas				
Básica por acción de inversión en operaciones Discontinuas				
Ganancias (pérdida) básica por acción inversión				
Ganancias (pérdida) diluida por acción:				
Diluida por acción ordinaria en operaciones continuas	1 %	8 %	50 %	20 %
Diluida por acción ordinaria en operaciones discontinuas				
Ganancias (pérdida) diluida por acción ordinaria	1 %	8 %	50 %	20 %
Diluida por acción de inversión en operaciones continuas				
Diluida por acción de inversión en operaciones Discontinuas				
Ganancias (pérdida) diluida por acción inversión				

## Apéndice E

Análisis vertical del estado de situación financiera 2012-2015 Inversiones Centenario S. A. A. y subsidiarias (balance)

Estados financieros | Consolidada | Trimestre IV al 31 de diciembre de 2015 (en miles de soles)

Cuenta	2015	2014	2013	2012
<b>Activos</b>	2.3 %	1.9 %	1.3 %	0.5 %
Efectivo y equivalentes al efectivo	11.4 %	1.4 %	0.0 %	0.0 %
Otros activos financieros	4.0 %	3.3%	2.0 %	2.0 %
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	0.8 %	0.6 %	0.6 %	0.7 %
Otras cuentas por cobrar (neto)	0.7 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %
Anticipos	5.0 %	4.8 %	6.2 %	8.6 %
Activos por impuestos a las ganancias	0.1 %	0.1 %	0.1 %	0.0 %
<b>Total activos corrientes</b>	24.3 %	12.1 %	10.2 %	11.9 %
Otros Activos Financieros	0.1 %	8.0 %	0.1 %	2.4 %
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la Participación	3.5 %	4.0 %	5.6 %	7.3%
Cuentas por cobrar comerciales	6.0 %	5.6 %	5.4 %	6.6 %
Otras cuentas por cobrar	1.0 %	0.9 %	0.7 %	0.1 %
Propiedades de inversión	64.1 %	68.4 %	77.1 %	70.6 %
Propiedades, planta y equipo (neto)	0.8 %	0.9 %	0.8 %	0.9 %
Otros Activos no financieros	0.2 %	0.1 %	0.1 %	0.1 %
<b>Total activos no corrientes</b>	75.7 %	87.9 %	89.8 %	88.1 %
<b>Total de activos</b>	100 %	100 %	100 %	100 %
Otros pasivos financieros	7.7 %	7.6 %	22.2 %	6.9 %
Cuentas por pagar comerciales	1.2 %	1.3 %	2.4 %	0.9 %
Otras cuentas por pagar	1.7%	2.0 %	3.3 %	3.8 %
Pasivos por impuestos a las ganancias	1.5 %	0.8 %	0.3 %	0.2 %
<b>Total pasivos corrientes</b>	12.2 %	11.6 %	28.2 %	11.8 %
Otros pasivos financieros	23.1 %	29.9 %	13.5 %	14.9 %
Pasivos por impuestos diferidos	12.4 %	14.6 %	15.7%	16.7 %
<b>Total pasivos no corrientes</b>	35.6%	44.7 %	29.3 %	31.6 %
<b>Total pasivos</b>	47.7 %	56.3 %	57.5 %	43.4 %
Capital emitido	6.5 %	5.9 %	7.1 %	11.1 %
Primas de emisión	6.9 %	0.0%	0.0 %	0.0 %
Otras reservas de capital	1.0 %	1.2 %	1.4 %	2.2 %
Resultados acumulados	34.1 %	29.6 %	30.2 %	38.3 %
Otras reservas de patrimonio	0.0 %	3.0 %	0.0 %	0.7 %
Participaciones no controladoras	3.8 %	4.1 %	3.8 %	4.3 %
<b>Total patrimonio</b>	52.3 %	43.7 %	42.5 %	56.6 %
<b>Total pasivo y patrimonio</b>	100 %	100 %	100 %	100 %

## Apéndice F

### Análisis vertical estado de resultados 2012-2015 Inversiones Centenario S. A. A. y subsidiarias (balance)

Cuenta	2015	2014	2013	2012
Ingresos de actividades ordinarias	-47.0 %	-40.4 %	-41.6 %	-35.5 %
Costo de ventas	53.0 %	59.6 %	58.4 %	64.5 %
Ganancia (pérdida) bruta	-6.8 %	-6.7 %	-6.5 %	-5.0 %
Gastos de ventas y distribución	-11.6 %	-14.7 %	-19.0 %	-14.5 %
Ganancia (pérdida) de la baja en activos financieros medidos al costo amortizado	4.1 %	4.5 %	9.2 %	1.5 %
Otros ingresos operativos	-2.8 %	-3.6 %	-3.1 %	-1.7 %
Otros gastos operativos	48.5 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %
Otras ganancias (pérdidas)	84.4 %	39.2 %	39.0 %	44.7 %
<b>Ganancia (pérdida) por actividades de operación</b>	<b>9.4 %</b>	<b>9.7 %</b>	<b>14.8 %</b>	<b>10.4 %</b>
Ingresos financieros	-13.9 %	-12.6 %	-11.9 %	-10.1 %
Gastos financieros	-19.8 %	-14.9 %	-12.7 %	5.6 %
Participación en los resultados netos de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	37.4 %	34.2 %	52.6 %	56.7 %
Diferencia entre el importe en libros de los activos distribuidos y el importe en libros del dividendo a pagar	97.6 %	55.7 %	81.7 %	107.4 %
<b>Resultado antes de impuesto a las ganancias</b>	<b>-23.4 %</b>	<b>-9.3 %</b>	<b>-20.5 %</b>	<b>-24.8 %</b>
Gasto por impuesto a las ganancias	74.1 %	46.4 %	61.2 %	82.6 %
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas, neta del impuesto a las ganancias	74.1 %	46.4 %	61.2 %	82.6 %
Ganancia (pérdida) neta atribuible	70.9 %	38.8 %	58.8 %	78.6 %
Propietarios de la controladora	3.2 %	7.5 %	2.4 %	4.0 %

## Apéndice G

Los Portales S.A. y subsidiarias					
Estados de Situación Financiera   Consolidada   (en miles de soles)					
Cuenta	Nota	2013	2012	2015	2014
Efectivo y equivalentes al efectivo	7	53,429	36,120	162,621	64,408
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	0	114,328	86,640	168,585	109,074
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	8	68,469	53,810	134,383	93,628
Otras cuentas por cobrar (neto)	0	23,442	12,682	33,758	15,011
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	9	22,417	20,148	444	435
Inventarios	10	471,417	393,151	576,410	526,145
Otros activos no financieros	0	8,747	6,283	10,037	7,091
Total activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o para distribuir a los Propietarios	0	647,921	522,194	917,653	706,718
Total activos corrientes	0	647,921	522,194	917,653	706,718
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	11	40,944	3,931	15,781	56,143
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	0	119,108	74,475	278,715	163,354
Cuentas por cobrar comerciales	8	119,108	74,475	278,715	163,354
Propiedades de inversión	13	112,011	101,949	189,372	150,703
Propiedades, planta y equipo (neto)	12	134,466	114,525	150,011	141,970
Activos intangibles distintos de la plusvalía	14	33,660	31,410	45,184	41,123
Total activos no corrientes	0	440,189	326,290	679,063	553,293
Total de activos	0	1'088,110	848,484	1'596,716	1'260,011
Otros pasivos financieros	17	142,466	121,226	268,632	198,460
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	0	336,977	290,712	373,625	380,623
Cuentas por pagar comerciales	15	124,494	70,952	200,123	201,941
Otras cuentas por pagar	16	212,483	219,760	173,492	172,489
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0	0	0	10	6,193
Otras provisiones	0	0	0	2,476	2,220
Total de pasivos corrientes distintos de pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición Clasificados como mantenidos para la venta	0	479,443	411,938	644,733	581,303
Total pasivos corrientes	0	479,443	411,938	644,733	581,303
Otros pasivos financieros	17	277,749	186,517	480,246	308,802
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	0	27,165	29,926	70,320	25,411
Cuentas por pagar comerciales	15	16,245	29,341	57,205	14,491
Otras cuentas por pagar	0	10,920	585	13,115	10,920
Pasivos por impuestos diferidos	18	21,653	20,570	27,757	15,025
Total pasivos no corrientes	0	326,567	237,013	578,323	349,238
Total pasivos	0	806,010	648,951	1,223,056	930,541
Capital emitido	19	171,254	119,634	171,254	171,254
Otras reservas de capital	0	16,445	12,411	26,565	21,243
Resultados acumulados	0	94,401	67,488	175,841	136,973
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	0	282,100	199,533	373,660	329,470
Total patrimonio	0	282,100	199,533	373,660	329,470
Total pasivo y patrimonio	0	1'088,110	848,484	1'596,716	1'260,011

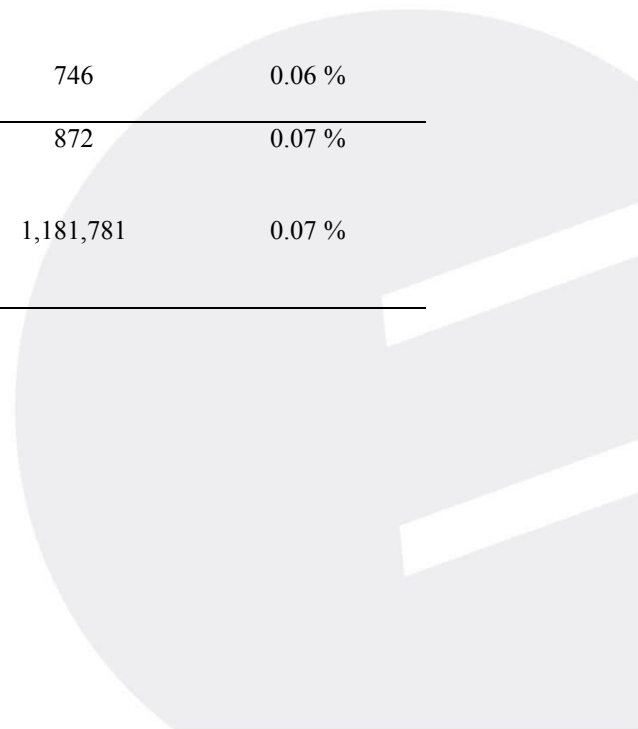
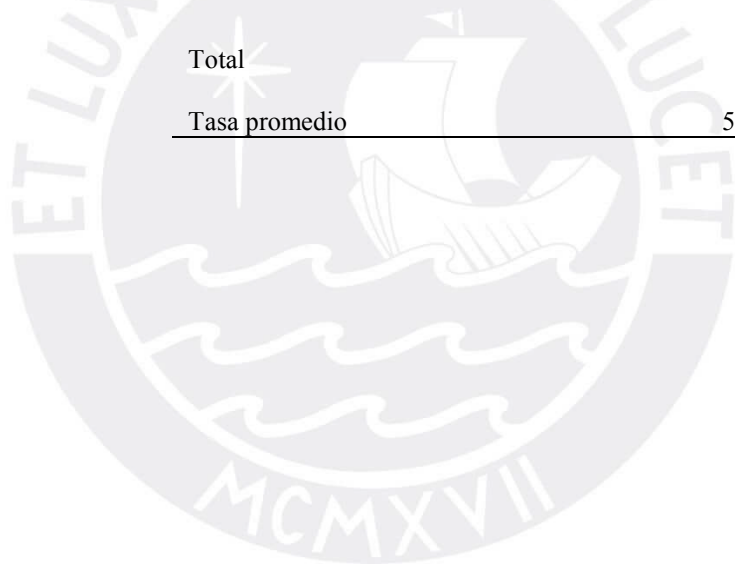
### Apéndice H

Los Portales S.A. y subsidiarias						
Estados de Resultados   Consolidada   Anual al 31 de diciembre (en miles de soles)						
Cuenta	Nota	2013	2012	2015	2014	
Ingresos de actividades ordinarias	0	555,621	425,976	768,876	667,846	
Costo de ventas	20	(383,411)	(288,892)	(515,690)	(454,456)	
Ganancia (pérdida) bruta	5	172,210	137,084	253,186	213,390	
Gastos de ventas y distribución	21	(27,910)	(22,127)	(46,693)	(37,924)	
Gastos de administración	22	(64,498)	(56,129)	(79,976)	(73,301)	
Otros ingresos operativos	0	7,295	3,808	15,104	19,380	
Otros gastos operativos	0	(2,346)	(5,992)	(12,453)	(13,106)	
Ganancia (pérdida) por actividades de operación	0	84,751	56,644	129,168	108,439	
Gastos financieros	24	(9,984)	(10,852)	(12,538)	(10,645)	
Diferencias de cambio neto	0	(41,345)	21,350	(71,253)	(34,623)	
Participación en los resultados netos de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	11	1,228	0	11,388	(3,084)	
Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable	13	33,045	102	31,319	9,336	
Resultado antes de Impuesto a las ganancias	0	67,695	67,244	88,084	69,423	
Gasto por impuesto a las ganancias	0	0	0	(25,923)	(22,942)	
Ganancia (pérdida) neta de operaciones continuadas	0	67,695	67,244	62,161	46,481	
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas, neta del impuesto a las ganancias	25	(21,358)	(23,863)	0	0	
Ganancia (pérdida) neta del ejercicio	0	46,337	43,381	62,161	46,481	
Propietarios de la controladora	0	46,337	43,381	62,161	46,481	

## Apéndice I

Inversiones Centenario			
Préstamos y tasa promedio			
	Tasa	000 PEN	% de la deuda
Préstamo Sindicado con Banco ITAÚ, Banco de Crédito del Perú S.A., Banco Libor + 4.00 puntos básicos	0.00 %	588,710	49.82 %
Banco de Crédito del Perú S.A. por compra de propiedades de inversión y cancelación de pasivos a corto plazo en el banco S/ Trimestral hasta el 2019	5.30 %	64,372	5.45 %
Banco de Crédito del Perú S.A. por compra de propiedades de inversión S/ Entre 5.50 % y 5.75 % Trimestral hasta el 2018	5.63 %	43,503	3.68 %
Banco de Crédito del Perú S.A. por compra de propiedades de inversión S/8.12 % trimestral hasta el 2018	8.12 %	4,915	0.42 %
Banco de Crédito del Perú S.A. por compra de propiedades de inversión S/8.12 % trimestral hasta el 2022	3.93 %	24,053	2.04 %
Banco de Crédito del Perú S.A. para financiar la construcción del edificio Real Dos destinado al alquiler de oficinas USD Libor 90 + 3.50 % trimestral hasta el 2023	0.00 %	37,543	3.18 %
BBVA Banco Continental S.A. por compra de propiedades de inversión USD entre 5.80 % y 6.50 % trimestral hasta el 2019	6.15 %	37,268	3.15 %
BBVA Banco Continental S.A. por compra de propiedades de inversión S/ 7.30 % trimestral hasta el 2020	7.30 %	13,315	1.13 %
Banco Interbank del Perú S.A. por compra de propiedades de inversión USD 6.00 % trimestral hasta el 2020 20,000 - 52,658	6.00 %	50,808	4.30 %
Banco Interbank del Perú S.A. - para capital de trabajo USD 6.25 % Trimestral hasta el 2021 30,000 – 83,437	6.25 %	82,281	6.96 %
Banco GNB Perú S.A. – por compra de acciones de Hermes por parte de subsidiaria USD 5.23 % Trimestral hasta el 2021	5.23 %	32,428	2.74 %
		979,196	
Pagarés			
Banco de Crédito del Perú S.A. para capital de trabajo USD entre 2.80 % y 2.50 % hasta abril de 2016	2.65 %	51,195	4.33 %
Banco Santander del Perú S.A. para capital de trabajo USD 5.15 % hasta febrero de 2016	5.15 %	6,921	0.59 %
Banco Santander del Perú S.A. para capital de trabajo S/ entre 6.21 % y 6.40 % hasta febrero de 2016 – 3,545	6.31 %	3,545	0.30 %
Banco GNB Perú S.A. para capital de trabajo USD 2.85 % hasta marzo de 2016	2.85 %	34,130	2.89 %
Banco de Crédito del Perú S.A. por compra de propiedades de inversión USD entre 2.80 % y 7.85 % hasta febrero de 2015	5.33 %	0	0.00 %
Banco Santander del Perú S.A. para capital de trabajo USD entre 3.00 % y 3.92 % hasta enero de 2015	3.46 %		0.00 %
BBVA Banco Continental S.A. por compra de propiedades de inversión USD 2.03 % hasta enero y abril de 2015	2.03 %		0.00 %

BBVA Banco Continental S.A. para capital de trabajo USD entre 2.80 % y 2.03 % hasta junio 2016 y febrero de 2015	2.42 %	5,120	0.43 %
BBVA Banco Continental S.A. para capital de trabajo USD entre 2.15 % y 2.33 % hasta febrero de 2016 S/3,370	2.24 %	11,502	0.97 %
		112,413	
<b>Arrendamientos financieros</b>			
Banco de Crédito del Perú S.A. para financiar la construcción del Real Ocho destinado al alquiler de oficinas (c) S/ 6.10 % trimestral hasta el 2023	6.10 %	56,175	4.75 %
Banco de Crédito del Perú S.A. para financiar obras de los edificios Real Doce y Real Diez USD entre 7.00 % y 7.75 % mensual hasta el 2016	7.38 %	2,106	0.18 %
Banco de Crédito del Perú S.A. por la construcción del edificio Cronos USD 8.05 % trimestral hasta 2018	8.05 %	20,354	1.72 %
Scotiabank Perú S.A. por la construcción del Plaza Sol de Ica USD Libor + 4.15 % puntos básicos Trimestral hasta 2018 13,149 - 13,076	0.00 %	10,665	0.90 %
		89,300	
<b>Obligaciones con terceros</b>			
Hewlett Packard S.A. USD entre 2.62 % y 3.32 % mensual hasta 2016	2.97 %	126	0.01 %
Tiendas por departamento Ripley S.A. USD 10 % mensual hasta 2018	10 %	746	0.06 %
		872	0.07 %
Total		1,181,781	0.07 %
Tasa promedio	5.55 %		



### Apéndice J

	2015	2014	2013	2012
Patrimonio a valor contable	2'005,455	1'487,277	1'205,048	1'022,940
Deuda a valor contable	1'182,924	1'276,089	1'011,477	392,118
Capital Invertido	3'188,379	2'763,366	2,216,525	1'415,058
Capital promedio	2'975,873	2'489,946	1,815,792	1'415,058
Patrimonio a valor contable	63 %	54 %	54 %	72 %
Deuda a valor contable	37 %	46 %	46 %	28 %
Capital Invertido	100 %	100 %	100 %	100 %
	2015	2014	2013	2012
Costo de capital promedio ponderado				
Nivel de deuda (pasivos)	37.10 %	46 %	46 %	28 %
Costo de la deuda después de impuestos	4 %	4 %	4 %	4 %
Nivel de patrimonio	62.90 %	54 %	54 %	72 %
Costo del patrimonio	10.64 %	10.90 %	11.51 %	8.35 %
WACC	8.2 %	7.7 %	8.1 %	7.1 %
Riesgo país	2.29 %	1.82 %	1.63 %	1.14 %
Tasa libre de riesgo	2.26 %	2.17 %	3.03 %	1.76 %
Tasa libor	4.18%	-	-	-
Prima de mercado	4.54 %	4.54 %	4.54 %	4.54 %
Costo de la deuda antes de impuestos	5.55 %	5.55 %	5.55 %	5.55 %
Tasa de impuestos	28 %	28 %	28 %	28 %
Beta apalancada de la empresa	1.34	1.52	1.51	1.20
Beta desapalancada de la empresa	0.94	0.94	0.94	0.94

## Apéndice K

## Flujo de Caja Proyectado

Cantidad Vendida M2	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Inmuebles	317,510	337,951	359,709	382,867	407,516	433,752	461,677	491,400	523,036	556,710	592,551
Lotes Industriales	432,632	456,513	481,713	508,303	536,362	565,969	597,210	630,176	664,962	701,668	740,400
Rent. Oficinas	76,400	78,878	81,436	84,077	86,804	89,619	92,525	95,526	98,624	101,823	105,125
Hoteles Habitaciones	284	404	524	644	764	884	1,004	1,124	1,244	1,364	1,484
<b>Ventas</b>	<b>981,202</b>	<b>1,048,422</b>	<b>1,118,649</b>	<b>1,192,059</b>	<b>1,268,835</b>	<b>1,349,174</b>	<b>1,433,281</b>	<b>1,521,376</b>	<b>1,613,691</b>	<b>1,710,471</b>	<b>1,811,976</b>
Inmuebles	272,620	290,172	308,853	328,737	349,901	372,428	396,405	421,925	449,089	478,002	508,775
Lotes Industriales	585,735	618,067	652,184	688,185	726,173	766,258	808,555	853,187	900,283	949,979	1,002,418
Rent. Oficinas	88,622	91,496	94,463	97,527	100,690	103,955	107,327	110,807	114,401	118,111	121,942
Hoteles	34,226	48,687	63,149	77,610	92,072	106,533	120,995	135,456	149,918	164,380	178,841
<b>Total Ingresos</b>	<b>981,202</b>	<b>1,048,422</b>	<b>1,118,649</b>	<b>1,192,059</b>	<b>1,268,835</b>	<b>1,349,174</b>	<b>1,433,281</b>	<b>1,521,376</b>	<b>1,613,691</b>	<b>1,710,471</b>	<b>1,811,976</b>
<b>Costo de Ventas</b>	<b>407,873</b>	<b>437,307</b>	<b>467,916</b>	<b>499,771</b>	<b>532,943</b>	<b>567,510</b>	<b>603,554</b>	<b>641,162</b>	<b>680,425</b>	<b>721,440</b>	<b>764,310</b>
Inmuebles y lotes Industriales	343,342	363,295	384,415	406,769	430,430	455,474	481,984	510,045	539,749	571,192	604,477
Arrendamiento de Oficinas	9,748	10,065	10,391	10,728	11,076	11,435	11,806	12,189	12,584	12,992	13,414
Hoteles	21,687	30,851	40,014	49,178	58,341	67,505	76,669	85,832	94,996	104,159	113,323
Otros	33,096	33,096	33,096	33,096	33,096	33,096	33,096	33,096	33,096	33,096	33,096
<b>Gastos de Ventas</b>	<b>55,597</b>	<b>61,496</b>	<b>67,554</b>	<b>73,780</b>	<b>80,184</b>	<b>86,775</b>	<b>93,566</b>	<b>100,568</b>	<b>107,793</b>	<b>115,254</b>	<b>122,965</b>
Inmuebles y lotes Industriales	45,955	48,626	51,452	54,444	57,611	60,963	64,512	68,268	72,243	76,452	80,907
Arrendamiento de Oficinas	2,021	2,087	2,155	2,225	2,297	2,371	2,448	2,527	2,609	2,694	2,781
Hoteles	7,460	10,612	13,764	16,916	20,067	23,219	26,371	29,523	32,675	35,827	38,979
Otros	161	172	184	196	208	221	235	250	265	281	297
<b>Gastos Administrativos</b>	<b>73,274</b>	<b>77,160</b>	<b>81,271</b>	<b>85,620</b>	<b>90,220</b>	<b>95,086</b>	<b>100,233</b>	<b>105,678</b>	<b>111,437</b>	<b>117,529</b>	<b>123,973</b>
Inmuebles y lotes Industriales	69,772	73,827	78,119	82,662	87,470	92,559	97,947	103,649	109,685	116,075	122,839
Arrendamiento de Oficinas	11,328	11,695	12,074	12,466	12,870	13,287	13,718	14,163	14,623	15,097	15,586
Otros	7,826	8,362	8,922	9,508	10,120	10,761	11,432	12,134	12,871	13,643	14,452
<b>Otros Gastos</b>	<b>13,735</b>	<b>14,552</b>	<b>15,413</b>	<b>16,322</b>	<b>17,281</b>	<b>18,294</b>	<b>19,363</b>	<b>20,492</b>	<b>21,684</b>	<b>22,944</b>	<b>24,274</b>
Inmuebles y lotes Industriales	10,858	11,489	12,156	12,863	13,612	14,404	15,242	16,129	17,069	18,063	19,115
Arrendamiento de Oficinas	331	341	352	364	376	388	400	413	427	441	455
Otros	2,547	2,722	2,904	3,095	3,294	3,503	3,721	3,950	4,189	4,440	4,704
<b>EBIT</b>	<b>458,193</b>	<b>487,010</b>	<b>517,321</b>	<b>549,210</b>	<b>582,770</b>	<b>618,096</b>	<b>655,290</b>	<b>694,461</b>	<b>735,721</b>	<b>779,192</b>	<b>825,002</b>
Depreciación	5,920	4,439	5,044	5,939	5,864	6,406	6,912	7,244	7,749	8,234	8,707
Impuestos	104,869	111,464	118,401	125,700	133,381	173,067	183,481	194,449	206,002	218,174	231,001
Nopat	359,245	379,985	403,964	429,450	455,253	451,436	478,721	507,256	537,468	569,253	602,709
CAPEX	278,018	255,362	255,555	255,759	255,970	239,250	239,439	239,637	320,946	340,195	107,435
Inversión en WK	130,493	33,870	35,282	36,776	38,357	40,031	41,802	43,677	45,661	47,762	49,985
Venta de activo C.C	595,325										
<b>FCF</b>	<b>546,058</b>	<b>90,754</b>	<b>113,127</b>	<b>136,915</b>	<b>160,926</b>	<b>172,155</b>	<b>197,480</b>	<b>223,942</b>	<b>170,861</b>	<b>181,297</b>	<b>445,289</b>
Valor Terminal										4,471,012	
Valor Actual	487,728	72,401	80,609	87,138	91,479	87,409	89,557	90,709	61,815	1,503,349	
<b>VA Operaciones</b>	<b>2,652,193</b>										
Deuda	1,182,924										
Caja y Bancos	523,681										
<b>Valor Firma</b>	<b>1,992,950</b>										
# accs	247,999,000										
<b>valor acción</b>	<b>8.04</b>										

## Apéndice L

### Análisis de Montecarlo valorización de la firma Inversiones Centenario

<i>Valor de la Acción</i>		<i>Z</i>		
		0.50	-1.75397702	4 % compra fuerte compra
Media	2.86188983	1.00	-1.38266905	8 % fuerte
Error típico	0.0601013	2.00	-0.64005312	26 % compra
Mediana	2.89888324	2.50	-0.26874515	39 % compra
Moda	#N/A	2.90	0.028301221	51 % comprar
Desviación estándar	1.34659109	3.40	0.399609187	66 % mantener
Varianza de la muestra	1.81330757	3.90	0.770917154	78 % mantener
Curtosis	0.16606114	4.40	1.14222512	87 % vender
Coefficiente de asimetría	-0.12163354	4.90	1.513533086	93 % vender
Rango	8.63051442			
Mínimo	-1.23687022			
Máximo	7.39364419			
Suma	1436.66869			
Cuenta	502			
Nivel de confianza (95.0%)	0.11808165			

### Análisis de Montecarlo valorización de la firma Inversiones Centenario

<i>Valor Actual de la Firma</i>		<i>Z</i>		
		400,000	-0.94	17.3 % Compra Fuerte
Media	721,042	510,000	-0.62	26.8 % Compra
Error típico	15187.7513	620,000	-0.30	38.3 % compra
Mediana	734845.44	730,000	0.03	51.1 % compra
Moda	#N/A	840,000	0.35	63.7 % mantener
Desviación estándar	340,287	950,000	0.67	74.9 % mantener
Varianza de la muestra	1.158E+11	1,060,000	1.00	84.0 % Venta
Curtosis	-0.20196694	1,170,000	1.32	90.6 % Venta
Coefficiente de asimetría	-0.04539112	1,280,000	1.64	95.0 % Venta
Rango	1939752.53			
Mínimo	-320986.292			
Máximo	1618766.24			
Suma	361962864			
Cuenta	502			
Nivel de confianza (95.0%)	29839.5317			

### Apéndice M

Capital de trabajo óptimo con mejoras hacia los ratios del sector							
Flujo de caja libre	2016	2017	2018				
Ventas	595,000	680,000	720,000				
Ratios y detalles	Promedio histórico			Ratios del Sector	Situación		
PPC	77.35	77.35	77.35	51	Por mejorar		
PPI	420.49	420.49	420.49	438	Óptimo		
PPP	99.10	99.10	99.10	126	Por mejorar		
Días año base	360	360	360	360			
Costo de ventas Efectivo	41 % 9.8 %	41 % 9.8 %	41 % 9.8 %	68 % 0.12	Óptimo Óptimo		
	Requerimiento	Requerimiento actual	Requerimiento adicional	Requerimiento	Requerimiento adicional	Requerimiento	Requerimiento adicional
Cuentas	2016	2015	2016	2017	2017	2018	2018
Cuentas por cobrar	83,465	154,693	(71,288)	95,389	11,924	101,000	5,611
Inventarios	285,984	190,568	95,416	326,838	40,855	346,064	19,228
Cuentas por pagar	85,866	46,825	39,041	98,132	12,567	108,904	19,064
Requerimientos CT	283,583	298,436	(14,853)	324,095	40,512	343,160	3,940
Efectivo	58,601	88,097	(29,496)	66,973	8,372	70,912	23,004
Activos corrientes	342,184	386,533	(44,349)	391,068	48,883	414,072	74,763
Préstamo Banco			294,087		249,738		698,622
Total requerimiento de línea de crédito			249,738		298,622		321,626

Sensibilidad del requerimiento de línea de crédito respecto al ratio PPC en los casos con ratios óptimos sectoriales y sin cambio.

Ventas				Ventas			
249,738	595,000	654,500	719,950	312,571	595,000	654,500	719,950
55	257,176	292,138	330,596	77	312,000	352,444	396,934
80	298,495	337,589	380,593	87	328,528	370,625	416,932
105	339,815	383,041	430,589	97	345,055	388,806	436,931
130	381,134	428,492	480,586	107	361,583	406,986	456,929



### Apéndice N

Flujo de caja libre histórico (en miles de soles)				
Concepto	2012	2013	2014	2015
Ingreso de actividades ordinarias	248,399	339,710	484,528	499,655
Costo de ventas	(88,155)	(141,472)	(195,838)	(235,081)
Ganancia (pérdida) bruta	160,244	198,238	288,690	264,574
Gastos de ventas y distribución	(12,443)	(22,213)	(32,335)	(34,016)
Gastos de administración	(36,096)	(64,408)	(70,999)	(57,751)
Ganancia operativa (EBIT)	111,705	111,617	185,356	172,807
Gastos por impuestos a las ganancias sin escudo tributario	(69,065)	(81,824)	(63,445)	(137,893)
Ganancia operativa neta (Nopat)	42,640	29,794	121,911	34,914
Depreciación y amortización	3,072	11,294	2,981	2,870
Cambio en el capital de trabajo		5,853	(155,161)	(485,087)
Inversiones	(166,429)	(182,281)	(154,879)	(438,669)
Aumento neto en otros activos de otros pasivos neto		146,243	50,198	(27,957)
Flujo de caja libre	(120,717)	10,903	(134,950)	(913,929)
EBIT sobre las ventas netas	44.97 %	32.86 %	38.25 %	34.59 %

## Apéndice Ñ

### Equity Carve Out

Concepto de la Decisión: No hay sinergias con la división C y esta tiene un valor de mercado mayor al del interior de la empresa, retenemos un porcentaje de la empresa C

Se separa la división C

Activos identificables	1,209,505	1,209,505
Pasivos identificables	279,548	279,548
valor división sin deuda	267,000	267,000
Valor de mercado sin deuda	307,000	307,000

Empresa original se divide en 2

División A y B juntas	División C separada
División A	División C
1,335,000	307,000
División B	Pasivos
405,000	279,548
Liquidación Activos no identificables	27,452
188,782	
Total pasivos	
1,084,607	
Sinergias	Porcentaje resultante
87,443	40.00%

Venta empresa C                      60.00%    16,471

Valor patrimonial divisiones juntas			948,089		Valor patrimonial empresa C		10,981
División A y B juntas							
Accionariado	Acciones	Precio acción	Valor patrimonial	Deuda vigente	Valor empresa		
Grupo de control	39,680	16.00%	151,694				
Grupo minorista	208,319	84.00%	796,395				
	247,999	3.82	948,089	1,084,607	2,032,696		
División C separada control de terceros							
Accionariado	Acciones	Precio acción	Valor patrimonial	Deuda vigente	Valor empresa	Valor patrimonial 40%	
Grupo de control	6	6.40%	703				
Grupo minorista	34	33.60%	3,690				
Terceros	60	60.00%	6,588				
	100	109.81	10,981	279,548	290,529	4,392	
			Valor patrimonial	Generación de valor			
División A y B juntas			948,089				
División C separada (sin tener el control)			4,392				
			952,481	153,263.03			

---

 Spin-off
 

---

Concepto de la decisión: No hay sinergias con la división C, Hay que separarla y crear una nueva empresa con los mismos accionistas

Se separa la división C

Activos identificables	1,209,505	1,209,505
Pasivos identificables	279,548	279,548
valor división sin deuda	307,000	267,000

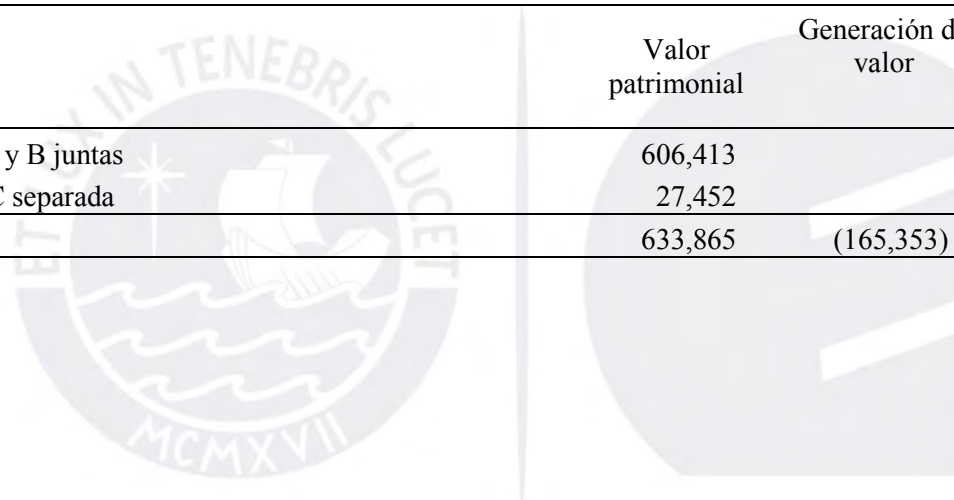
Empresa original se divide en 2

División A y B juntas		División C separada	
División A	1,335,000	División C	307,000
División B	405,000	Pasivos	279,548
Liquidación Activos no identificables	188,782		27,452
Total pasivos	1,409,812		
Sinergias	87,443		
Valor patrimonial divisiones juntas	606,413.03	Valor patrimonial empresa C	27,452

---

División A y B juntas				Valor patrimonial	Deuda vigente	Valor empresa
Accionariado	Acciones	Precio acción				
Grupo de control	39,680	16.00%		97,026		
Grupo minorista	208,319	84.00%		509,387		

	247,999		2.45	606,413	1,409,812	2,016,225
División C separada						
Accionariado	Acciones		Precio acción	Valor patrimonial	Deuda vigente	Valor empresa
Grupo de control	160	160.00%		4,392		
Grupo minorista	840	840.00%		23,060		
	1,000		27.45	27,452	279,548	307,000
				Valor patrimonial	Generación de valor	
	División A y B juntas			606,413		
	División C separada			27,452		
				633,865	(165,353)	



## Apéndice O

Estado de Situación Financiera Proyectado										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activo Corriente	978,440	1,053,582	1,090,498	1,129,316	1,169,199	1,194,710	1,221,391	1,249,299	1,278,493	1,309,034
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	57,803	65,825	69,679	73,732	77,906	80,810	83,847	87,021	90,341	93,813
Otros Activos Financieros	435,584	435,584	435,584	435,584	435,584	435,584	435,584	435,584	435,584	435,584
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)	126,723	144,310	152,758	161,645	170,795	177,162	183,819	190,779	198,057	205,669
Otras Cuentas por Cobrar (neto)	31,808	36,222	38,342	40,573	42,870	44,468	46,139	47,886	49,713	51,623
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	28,542	28,542	28,542	28,542	28,542	28,542	28,542	28,542	28,542	28,542
Inventarios	295,558	340,675	363,170	386,817	411,079	425,720	441,038	457,064	473,833	491,381
Otros Activos no financieros	2,423	2,423	2,423	2,423	2,423	2,423	2,423	2,423	2,423	2,423
Activo No Cte	3,107,323	2,892,155	2,860,502	2,824,626	2,833,356	2,892,191	2,969,068	3,226,342	3,498,731	3,800,431
Otros Activos Financieros	4,584	4,584	4,584	4,584	4,584	4,584	4,584	4,584	4,584	4,584
Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación	134,151	134,151	134,151	134,151	134,151	134,151	134,151	134,151	134,151	134,151
Cuentas por Cobrar Comerciales	287,545	327,453	346,622	366,786	387,549	401,997	417,101	432,895	449,409	466,680
Otras Cuentas por Cobrar	34,516	39,307	41,608	44,028	46,521	48,255	50,068	51,964	53,946	56,019
Propiedades de Inversión	2,614,770	2,354,948	2,302,309	2,245,089	2,231,453	2,275,382	2,336,952	2,578,274	2,834,214	3,118,896
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	28,091	28,053	27,624	26,527	25,739	24,611	23,187	21,650	19,838	17,781
Otros Activos no financieros	3,665	3,660	3,604	3,461	3,358	3,211	3,025	2,825	2,588	2,320
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>4,085,763</b>	<b>3,945,737</b>	<b>3,951,000</b>	<b>3,953,942</b>	<b>4,002,554</b>	<b>4,086,901</b>	<b>4,190,459</b>	<b>4,475,642</b>	<b>4,777,224</b>	<b>5,109,465</b>
Pasivos Cte	451,606	370,125	392,431	377,632	370,460	372,101	246,476	251,882	246,877	256,227
Otros Pasivos Financieros	294,443	190,616	202,103	175,928	157,054	150,880	17,084	13,944	0	-
Cuentas por Pagar Comerciales	69,659	80,293	85,594	91,168	96,886	100,337	103,947	107,724	111,676	115,812
Otras Cuentas por Pagar	65,628	74,737	79,112	83,714	88,453	91,751	95,198	98,803	102,572	106,514
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	20,733	23,337	24,478	25,679	26,924	27,990	29,104	30,269	31,486	32,759
Pasivos No Corrientes	1,462,442	1,216,812	1,003,582	815,558	655,649	514,107	510,102	547,347	601,635	662,018
Otros Pasivos Financieros	907,608	716,993	514,890	338,962	181,908	31,028	13,944	0	-	-
Otras Cuentas por Pagar	495	564	597	632	668	693	719	746	774	804
Pasivos por impuestos diferidos	554,338	499,255	488,095	475,965	473,074	482,387	495,440	546,601	600,861	661,214
<b>Total Patrimonio</b>	<b>2,171,715</b>	<b>2,358,800</b>	<b>2,554,987</b>	<b>2,760,752</b>	<b>2,976,445</b>	<b>3,200,693</b>	<b>3,433,881</b>	<b>3,676,413</b>	<b>3,928,711</b>	<b>4,191,220</b>
Capital	552,048	552,048	552,048	552,048	552,048	552,048	552,048	552,048	552,048	552,048
Resultados Acumulados	1,474,931	1,662,016	1,858,203	2,063,968	2,279,661	2,503,909	2,737,097	2,979,629	3,231,927	3,494,436
Otras Reservas de Patrimonio	649	649	649	649	649	649	649	649	649	649
Participaciones No Controladoras	144,087	144,087	144,087	144,087	144,087	144,087	144,087	144,087	144,087	144,087
<b>Total Pasivo más Patrimonio</b>	<b>4,085,763</b>	<b>3,945,737</b>	<b>3,951,000</b>	<b>3,953,942</b>	<b>4,002,554</b>	<b>4,086,901</b>	<b>4,190,459</b>	<b>4,475,642</b>	<b>4,777,224</b>	<b>5,109,465</b>

## Apéndice P

	Estado de Resultados Proyectado									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas	589,825	671,686	711,007	752,369	794,959	824,595	855,578	887,974	921,849	957,275
Costo de Ventas	(253,042)	(291,669)	(310,927)	(331,173)	(351,944)	(364,480)	(377,594)	(391,314)	(405,671)	(420,695)
Resultado Bruto	336,784	380,018	400,080	421,196	443,015	460,115	477,984	496,659	516,178	536,581
Gastos de Ventas	(43,985)	(51,698)	(56,373)	(61,294)	(66,298)	(68,281)	(70,356)	(72,527)	(74,797)	(77,172)
Gastos Administrativos	(69,169)	(76,609)	(79,630)	(82,810)	(86,139)	(89,791)	(93,605)	(97,589)	(101,751)	(106,098)
Otras Gastos/ Ingresos	13,302	14,979	15,655	16,364	17,102	17,822	18,574	19,361	20,185	21,047
Result Operativo EBIT	236,932	266,690	279,733	293,456	307,681	319,865	332,597	345,905	359,816	374,357
Ingresos/gastos Financieros	-	-	-7,251	-7,673	-8,107	-8,409	-8,725	-9,055	9,401	-
Resultado antes Impuestos	230,917	259,840	272,482	285,784	299,574	311,455	323,872	336,850	350,415	364,595
Impuesto a las Ganancias	(64,657)	(72,755)	(76,295)	(80,019)	(83,881)	(87,208)	(90,684)	(94,318)	(98,116)	(102,087)
Ganancia/Pérdida Neta	166,260	187,085	196,187	205,764	215,693	224,248	233,188	242,532	252,299	262,508



## Apéndice Q

---

### Ratios financieros

---

#### Endeudamiento

Grado de endeudamiento  
 Endeudamiento sobre patrimonio  
 Grado de propiedad  
 Multiplicador financiero

Pasivo total / total activos  
 Pasivo total / patrimonio  
 Patrimonio neto / activo total  
 total activos / patrimonio

#### Rentabilidad

Margen neto  
 Rotación de activos totales  
 Multiplicador financiero  
 ROA  
 ROE

Utilidad neta / Ventas  
 Ventas / Activos totales  
 Activos totales / Patrimonio  
 Utilidad Neta / Activos totales  
 Utilida Neta / Patrimonio

#### Liquidez

Capital de trabajo  
 Capital de trabajo neto  
 Ratio corriente  
 Prueba ácida  
 Relevancia activo corriente  
 Ratio de capital de trabajo  
 Ratio de efectivo

Existencias + cuentas por cobrar + efectivo  
 Capital de trabajo - cuentas por pagar  
 Activo corriente / Pasivo Corriente  
 (activo corriente - existencias) / pasivo cte  
 Activo corriente / Activos totales  
 capital de trabajo neto / activos totales  
 Efectivo y equivalentes / total activo

#### Actividad

Rotación de cuentas por cobrar comerciales CP  
 Periodo de promedio de cobranzas  
 Rotación de inventarios  
 Periodo de promedio de inventarios  
 Rotación de cuentas por pagar  
 Periodo de promedio de pagos  
 Rotación de activos totales  
 Ciclo operativo  
 Ciclo de conversión de efectivo

ventas / cuentas por cobrar  
 360/ rotación cxc  
 Costos de ventas / inventario  
 360 / rotación de inventarios  
 Costo de ventas / cuentas por pagar  
 360/ rotación de exp  
 Ventas / Activos totales  
 PPI + PPC  
 CO - PPP

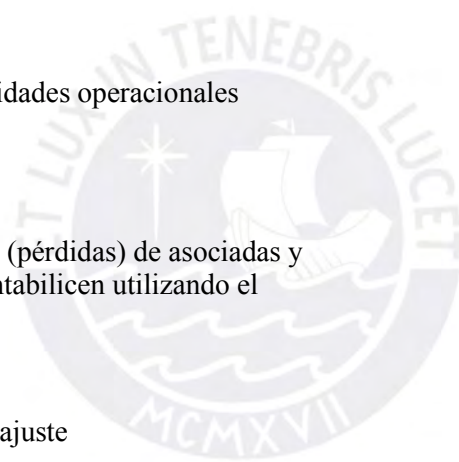
---

## Apéndice R

Estados de Situación Financiera. SOCOVESA. Peso chileno (Miles) Cuenta	al 31 de diciembre del 2012	al 31 de diciembre del 2013	al 31 de diciembre del 2013	al 31 de diciembre del 2014
<b>Activos</b>				
<b>Activos corrientes</b>				
Efectivo y equivalentes al efectivo	13280997	9700180	16292498	21994847
Otros activos financieros corrientes	140202	1534294	12291279	1046358
Otros activos no financieros corrientes	974909	1090958	840513	739376
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	158785289	139246460	125300340	121785810
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	737673	5714671	8789457	9028357
Inventarios corrientes	235142072	321335106	274313135	292741376
Activos biológicos corrientes	-	134847	97350	-
Activos por impuestos corrientes, corrientes	7098184	10241195	10714698	13507879
Total de activos corrientes distintos de los activo o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	416159326	488997711	448639270	460844003
Activos corrientes totales	416159326	488997711	448639270	460844003
<b>Activos no corrientes</b>				
Otros activos financieros no corrientes	3475865	3347675	3128222	3371698
Otros activos no financieros no corrientes	121856493	-	-	-
Cuentas por cobrar no corrientes	891893	4984184	23647790	10697291
Inventarios, no corrientes	-	120891700	123102434	79638653
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	2664306	3111427	2674954	2605725
Activos intangibles distintos de la plusvalía	48322454	50173094	53656837	55182021
Plusvalía	12900421	12900421	12900421	12900421
Propiedades, planta y equipo	20037264	19063297	17869827	17339655
Activos biológicos no corrientes	-	644929	1599390	2663182
Propiedad de inversión	128876147	121295175	140992815	155100847
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	9679317	9654224	8513606	7644646
Activos por impuestos diferidos	15306803	14015960	26875356	34536059
Total de activos no corrientes	364010963	360082086	414961652	381680198
Total de activos	780170289	849079797	863600922	842524201
<b>Patrimonio y pasivos</b>				
<b>Pasivos</b>				
<b>Pasivos corrientes</b>				
Otros pasivos financieros corrientes	397096796	487849383	433738680	371382824
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	88164693	89952863	100678669	118877256
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	18832922	13426105	14148376	11690711
Otras provisiones a corto plazo	1237794	1460872	1984420	1825059
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	2347446	1288375	5705802	1914649
Otros pasivos no financieros corrientes	1369241	35515	14905	12600
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	509048892	594013113	556270852	505703099
Pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	-	-	-	-
Pasivos corrientes totales	509048892	594013113	556270852	505703099
<b>Pasivos no corrientes</b>				
Otros pasivos financieros no corrientes	23956087	729137	23970117	36400325
Cuentas por pagar no corrientes	3517476	-	-	-
Otras provisiones a largo plazo	1326872	1689987	2384613	2737301
Pasivo por impuestos diferidos	-	7159929	10805883	10338806
Pasivos por impuestos corrientes, no corrientes	10148913	-	-	-
Total de pasivos no corrientes	38949348	9579053	37160613	49476432
Total de pasivos	547998240	603592166	593431465	555179531
<b>Patrimonio</b>				
Capital emitido	127688597	127688597	127688597	127688597
Ganancias (pérdidas) acumuladas	44560173	52741505	72626626	92910751
Prima de emisión	49597096	49597096	49597096	49597096
Otras reservas	5519287	5766201	6191844	6584527
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	227365153	235793399	256104163	276780971
Participaciones no controladoras	4806896	9694232	14065294	10563699
Patrimonio total	232172049	245487631	270169457	287344670
Total de patrimonio y pasivos	780170289	849079797	863600922	842524201

### Apéndice S

Estados de Resultados. SOCOVESA. Peso chileno (Miles) Cuenta	al 31 de diciembre del 2012	al 31 de diciembre del 2013	al 31 de diciembre del 2013	al 31 de diciembre del 2014
Ingresos de actividades ordinarias	331002079	315959961	394735513	363546013
Costo de ventas	-266925839	-244600917	-292017243	-257460914
<b>Ganancia bruta</b>	<b>64076240</b>	<b>71359044</b>	<b>102718270</b>	<b>106085099</b>
Otros ingresos	4518479	3712960	2749128	4948326
Costos de distribución	-	-	-	-
Gastos de administración	-34265902	-36828655	-42702132	-46010967
Otros gastos, por función	-711456	-1150399	-4617750	-11877081
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	33617361	37092950	58147516	53145377
Ingresos financieros	797744	1053361	1262934	1251203
Costos financieros	-16353039	-19056425	-21331115	-17854494
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	104923	120611	-700564	-272467
Diferencias de cambio	1921	137	1551	-8085
Resultados por unidades de reajuste	265970	581920	2076994	1613144
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	18434880	19792554	39457316	37874678
Gasto por impuestos a las ganancias	-1903246	-3177247	-4206915	-4612678
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	16531634	16615307	35250401	33262000
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>16531634</b>	<b>16615307</b>	<b>35250401</b>	<b>33262000</b>



## Apéndice T

Flujo de Caja descontado considerando ingresos por revaluación de activos

Ventas	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Inmuebles	242,774	283,757	298,668	314,363	330,882	348,270	366,571	385,834	406,110	427,450	449,913
Lotes Industriales	154,670	167,405	171,378	175,445	179,608	183,870	188,233	192,700	197,272	201,954	206,746
Rent. Oficinas	81,218	86,791	89,850	93,152	96,574	100,123	103,802	107,616	111,570	115,669	119,920
Rent. C.Comerciales	77,461	85,046	88,927	92,986	97,229	101,667	106,307	111,159	116,232	121,537	127,084
Habitaciones Hotel	33,703	48,687	62,184	76,424	90,665	90,665	90,665	90,665	90,665	90,665	90,665
<b>Revalorización de terren</b>	201,305	223,917	249,125	277,230	308,566	343,510	382,478	425,939	474,416	528,490	588,815
<b>Total Ingresos</b>	<b>791,130</b>	<b>895,603</b>	<b>960,132</b>	<b>1,029,599</b>	<b>1,103,525</b>	<b>1,168,104</b>	<b>1,238,056</b>	<b>1,313,913</b>	<b>1,396,265</b>	<b>1,485,766</b>	<b>1,583,141</b>
<b>Costo de Ventas</b>	-326,973	-373,657	-401,865	-432,054	-463,874	-488,685	-515,441	-544,322	-575,528	-609,280	-645,820
Inmuebles y lotes Industriales	-255,927	-288,806	-304,961	-322,264	-340,813	-360,714	-382,081	-405,042	-429,735	-456,312	-484,939
Arrendamiento de Oficinas	-36,755	-40,337	-43,647	-47,342	-51,436	-55,977	-61,019	-66,621	-72,853	-79,789	-87,517
Arrendamiento de Centros Cc	-26,037	-28,494	-29,754	-31,071	-32,448	-33,888	-35,393	-36,966	-38,612	-40,332	-42,130
Habitaciones Hotel	-21,356	-30,851	-39,403	-48,426	-57,450	-57,450	-57,450	-57,450	-57,450	-57,450	-57,450
Otros	13,101	14,831	15,899	17,050	18,274	19,343	20,502	21,758	23,121	24,603	26,216
<b>Gastos de Ventas</b>	-54,936	-63,838	-69,836	-76,228	-82,869	-86,674	-90,776	-95,201	-99,981	-105,149	-110,743
<b>Gastos Administrativos</b>	-97,586	-108,313	-115,011	-122,308	-130,243	-139,052	-148,639	-159,086	-170,483	-182,932	-196,546
<b>Otros Gastos/Ingresos</b>	16,871	18,926	20,022	21,198	22,454	23,748	25,139	26,636	28,247	29,983	31,857
<b>EBIT</b>	328,505	368,722	393,443	420,206	448,993	477,441	508,340	541,940	578,520	618,388	661,888
Depreciación	6,072	4,663	5,421	6,524	6,579	7,338	8,082	8,644	9,437	10,235	11,049
<b>EBITDA</b>	334,577	373,385	398,863	426,730	455,573	484,779	516,422	550,584	587,956	628,623	672,938
Impuestos	-91,981	-103,242	-110,164	-117,658	-125,718	-133,684	-142,335	-151,743	-161,986	-173,149	-185,329
<b>Nopat</b>	242,596	270,143	288,699	309,073	329,854	351,096	374,087	398,841	425,971	455,474	487,609
CAPEX	-45,420	-22,985	-23,393	-23,835	-24,310	-7,878	-8,388	-8,942	-183,346	-190,392	-86,918
Inversión en capital de	-109,621	-69,502	-39,954	-42,645	-44,802	-34,846	-37,398	-40,177	-43,207	-46,513	-50,124
<b>FCF</b>	87,554	177,656	225,352	242,593	260,743	308,372	328,301	349,721	199,418	218,569	350,567
Valor Terminal										3,519,933	
Valores Actuales	78,202	141,729	160,575	154,395	148,221	156,570	148,883	141,656	72,147	1,208,061	
WACC	11.96%										
<b>VA Operaciones</b>	<b>2,410,439</b>										
Deuda	1,182,924										
Caja y Bancos	523,681										
<b>Valor de la Firma</b>	<b>1,751,196</b>										
# accs	247,999										
<b>valor acción</b>	<b>7.06</b>										

## Apéndice U

Valorización con Riesgo considerando ingresos por revaluación de activos

Ratios de Revalorización de terrenos					
Ventas Inmuebles y lotes industriales	11%				
Rent. Oficinas	13%				
C. Comerciales	0.5%				

<i>Valor de la Acción</i>		<i>Z</i>			
		0.50	-3.476762	0%	compra fuerte
Media	6.1505271	1.00	-3.169112	0%	compra fuerte
Error típico	0.0506402	4.00	-1.323216	9%	compra
Mediana	6.11963799	4.50	-1.015567	15%	compra
Moda	#N/A	5.00	-0.707918	24%	mantener
Desviación est	1.62522702	5.50	-0.400268	34%	vender
Varianza de la	2.64136286	6.00	-0.092619	46%	vender
Curtosis	-0.2452457	6.15	-0.000324	50%	vender
Coefficiente de	-0.0485917	6.65	0.307325	62%	vender
Rango	9.69641784				
Mínimo	1.18394521				
Máximo	10.880363				
Suma	6335.04291				
Cuenta	1030				
Nivel de confianza(95.0%)					

## Apéndice V

## COMPARACION DE SITUACION CON ESCENARIO PESIMISTA

## Se cumple Plan

Value Driver	Nivel
Costo Nave	US\$ 140
P. Venta Nave	US\$ 350
Liquidación C.C	65%
CV	-2%
PPP,PPC,PPI	Óptimos
Efectivo y Caja	6%

**Resultados:****Precio de Acción S/.7.61****Valor de la Empresa mil S/.1,888,078**

## No se cumple Plan

Value Driver	Nivel
Costo Nave	US\$ 170
P. Venta Nave	US\$ 300
Liquidación C.C	50%
CV	+2%
PPP,PPL,PPC	Igual
Efectivo y Caja	9%

**Resultados:****Precio de Acción S/. 1.97****Valor de la Empresa mil S/.**