

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



**BUENAS PRÁCTICAS DE VALORIZACIÓN Y FUSIÓN EN LAS EMPRESAS DEL
SECTOR INDUSTRIAL DEL PERÚ**

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

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

PRESENTADA POR

Gabriela Julia Alan Caycho

Asesor: Jesús Manuel Chu Rubio

Surco, agosto 2020

Agradecimientos

A Dios, por brindarme la bendición de estudiar en CENTRUM.

A mi madre por brindarme estudios con su gran esfuerzo y valentía en cada año durante mi niñez y adolescencia.

A los Profesores:

Kurt Burneo, por el gran soporte brindado con su orientación constante y minuciosa en la elaboración de mi tesis.

Juan O'Brien, por motivarme a estudiar e investigar temas relacionados con la valorización y el verdadero valor del EBITDA en las empresas, gracias a él por orientarme a escoger el tema principal de mi tesis.

Aldo Quintana por su exigencia y enseñanza basada en el valor del perfeccionismo y proyecciones a futuro.

Juan Narro por su constante paciencia, educación y por su magistral clase de Bienvenida que jamás olvidaré y que llevo tatuada en mi alma, disfrutando la delicia de trabajar con números.

Raúl Hopkins por la enseñanza brindada, por publicar mi trabajo como sobresaliente y por motivarme a continuar investigando sobre el tema que me apasiona "FINTECH".

Dedicatoria

A Valeria por escogerme como mamá.

A mi madre.

Gabriela Julia, Alan Caycho.



Resumen Ejecutivo

La presente investigación tiene como objetivo identificar las buenas prácticas de valorización dentro del proceso de fusiones y adquisiciones de tres empresas representativas del sector industrial peruano y que cotizan sus acciones en la Bolsa de Valores de Lima. Estas compañías referentes son Arca Continental, Backus - AB InBev y Grupo Gloria.

Se inicia el trabajo describiendo las propuestas y objetivos específicos que se esperan lograr en la investigación, además de mencionar las limitaciones como las políticas de confidencialidad corporativa o empresarial y la delimitación temporal correspondiente al período de análisis entre los años 2013 al 2018. Para complementar se valida la literatura relevante sobre buenas prácticas empresariales y sistemas de valorización que son utilizados frecuentemente por las corporaciones en sus procesos de fusiones y adquisiciones.

Al realizar las valorizaciones de las empresas analizadas bajo la metodología de Flujos de Caja descontado con los criterios inherentes a la naturaleza de la actividad y operaciones de cada empresa, obtenidos en las entrevistas con los funcionarios de cada una de ellas, se encontró que en los tres casos el valor fundamental de sus acciones listadas supera ampliamente a sus cotizaciones vigentes en la BVL, por lo que se puede indicar que las compañías se encontrarían subvaluadas en el mercado local para para fines del año 2018. Dentro de las conclusiones más relevantes, tenemos la que indica que el éxito en las negociaciones de fusiones y adquisiciones que han desarrollado las tres empresas estudiadas se debe fundamentalmente a las buenas prácticas de valorización que aplican como parte de una gestión financiera sostenible.

Abstract

The objective of this research is to identify good valuation practices within the mergers and acquisitions process of three companies representing the Peruvian industrial sector and which list their shares on the Lima Stock Exchange. These reference companies are Arca Continental, Backus - AB InBev and Grupo Gloria.

The work begins by describing the proposals and specific objectives that are expected to be achieved in the research, in addition to mentioning the limitations such as corporate or business confidentiality policies and the temporal delimitation corresponding to the period of analysis between the years 2013 to 2018. To complement validates the relevant literature on good business practices and valuation systems that are frequently used by corporations in their mergers and acquisitions processes

When carrying out the valuations of the companies analyzed under the discounted Cash Flow methodology with the criteria inherent to the nature of the activity and operations of each company, obtained in the interviews with the officials of each of them, it was found that in the In three cases, the fundamental value of their listed shares widely exceeds their current prices on the BVL, so it can be indicated that the companies would be undervalued in the local market by the end of 2018.

Among the most relevant conclusions, we have the one that indicates that the success in the M&A negotiations carried out by the three companies studied is fundamentally due to the good valuation practices that they apply as part of sustainable financial management.

Finally, it was identified that the valuation practices of the three companies are a determining factor to achieve success in mergers and acquisitions at a highly competitive level, interviews were conducted with representatives of companies such as Arca Continental and Backus - AB InBev and Gloria, analyzing and interpreting the results, to emphasize the answers to the questions generated in the research work.

The answers provided showed that companies use financial valuation tools comparable to each other, measuring the value generated by each one of them, the main source of success being the Market Share Ranking, the sales ranking they lead nationwide, and the strategies they use to list on the Lima stock exchange.



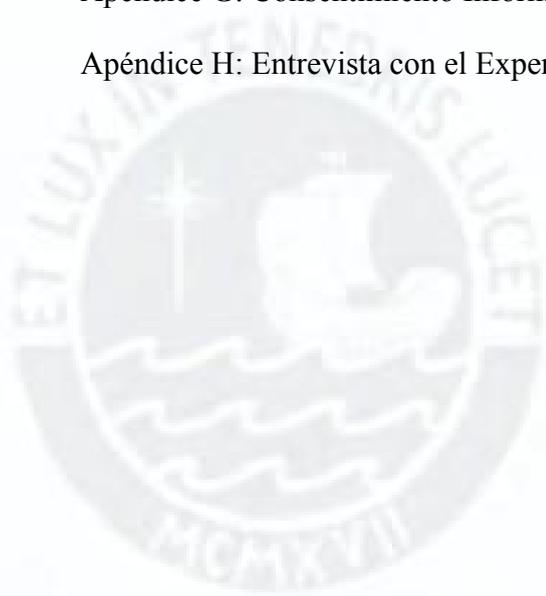
Tabla de Contenidos

Lista de Tablas	vi
Lista de Figuras	viii
Capítulo I: Introducción	1
1.1. Antecedentes	1
1.1.1. Las buenas prácticas de valorización de empresas desde la verificación manual del patrimonio, hasta la sofisticación tecnológica actual	1
1.1.2. Antecedentes de las fusiones y adquisiciones	15
1.2. Problema de Investigación	24
1.3. Propósito de la Investigación	24
1.3.1. Objetivo general	24
1.3.2. Objetivos específicos	25
1.4. Justificación de la Investigación	25
1.5. Preguntas de la Investigación	27
1.6. Definición de Términos del Estudio	28
1.7. Limitaciones	29
1.8. Delimitaciones	30
1.9. Resumen del Capítulo I	30
Capítulo II: Revisión de la Literatura	36
2.1. Mapa Conceptual con Autores	36
2.2. Buenas Prácticas	37
2.2.1. Marco teórico de las Buenas Prácticas	37
2.2.2. Concepto de Buenas Prácticas	38
2.2.3. Uso de las Buenas Prácticas	38
2.3. Valorización	39
2.3.1. Marco teórico de valorización	39

2.3.2. Concepto de valorización	45
2.3.3. Utilidad de la valorización	48
2.3.4. Responsables de la Valorización de las Empresas	52
2.4. Métodos para la Valorización de las Empresas	54
2.4.1. Marco teórico sobre los Métodos de Valorización de las Empresas	54
2.5.2. Modelos de valoración de empresas	55
2.5. Fusiones y Adquisiciones	78
2.6. Factores de Éxito	81
2.7. Resumen del Capítulo II	81
Capítulo III: Metodología	84
3.2. Consentimiento Informado	85
3.3. Participantes de la Investigación	86
3.4. Confidencialidad	86
3.5. Instrumentos de Medición o Métodos Para Recopilar Datos	87
3.6. Análisis	88
3.7. Análisis e Interpretación de Datos	95
3.8. Resumen del Capítulo III	96
Capítulo IV: Presentación y Análisis de Resultados	99
4.1 Análisis del Sector Industrial	99
4.1.1 Análisis del Sector Industrial a nivel Mundial	99
4.1.2. Análisis del Sector Industrial en Perú	103
4.2. Perfil de las Empresas participantes en la Muestra Investigada	105
4.2.1. Perfil de la Empresa Arca Continental Lindley	105
4.2.2. Perfil de la Empresa Anheuser-Busch InBev NV/SA (ABInBev)	111
4.2.3. Perfil de la Empresa Gloria SA	116
4.3. Valorización de la empresa Arca Lindley	123
4.3.1. Metodología de Valorización de Arca	157

4.3.2. Estimación del Costo Promedio Ponderado de Capital - CPPC	157
4.3.3 Construcción del Flujo de Caja	1577
4.3.4 Análisis de Resultados	131
4.4. Valorización de la empresa Backus	1333
4.4.1. Metodología de Valorización de Backus	157
4.4.2. Estimación del Costo Promedio Ponderado de Capital - CPPC	15733
4.4.3 Construcción del Flujo de Caja	136
4.4.4 Análisis de Resultados	140
4.5. Valorización de la empresa Gloria SA	14141
4.5.1. Metodología de Valorización de Gloria	15741
4.5.2. Estimación del Costo Promedio Ponderado de Capital - CPPC	15741
4.5.3 Construcción del Flujo de Caja	144
4.5.4 Análisis de Resultados	148
4.6 Resumen del Capítulo IV	1499
Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones	1533
5.1. Conclusiones	1533
5.2. Recomendaciones	157
5.2.1. Recomendaciones prácticas	157
5.2.2. Recomendaciones para futuras investigaciones	1577
Referencias	159
Apéndices	1677

Apéndice A: Instrumento para registrar información documental sobre valorizaciones de las embotelladoras participantes en la muestra observada	167
Apéndice B: Guía de entrevistas	168
Apéndice C: Consentimiento Informado del Experto Arca Continental Lindley	170
Apéndice D: Entrevista con el Experto Arca Continental Lindley	172
<i>Apéndice E: Consentimiento Informado del Experto Backus ABInBev</i>	187
Apéndice F: Entrevista con el Experto de la empresa Backus ABInBev	189
Apéndice G: Consentimiento Informado del Experto Leche Gloria SA	194
Apéndice H: Entrevista con el Experto de la empresa Leche Gloria SA	196



Lista de Tablas

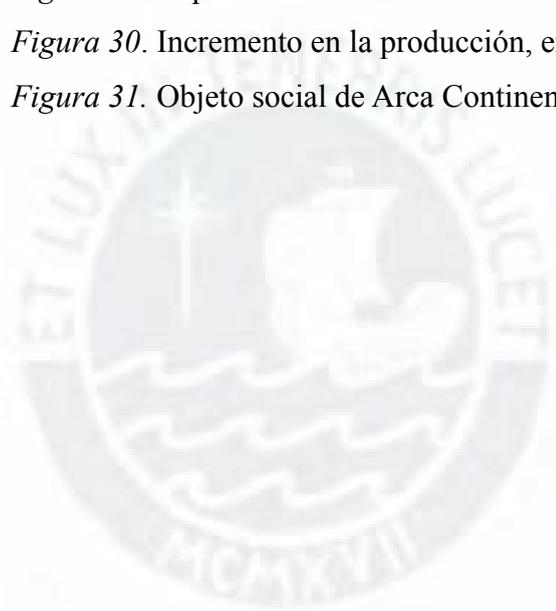
Tabla 1 <i>Empresas del Sector Industrial Peruano, del Rubro Embotellador, que Cotizaron en La BVL 2013-2018</i>	92
Tabla 2 <i>Empresas Seleccionadas que Cumplen con Todos los Criterios Exigidos</i>	95
Tabla 3 <i>Estructura Accionaria de Arca Continental Lindley</i>	109
Tabla 4 <i>Resumen de Indicadores Financieros de Arca Continental Lindley del 2007 al 2018</i>	111
Tabla 5 <i>Estructura Accionaria de Backus ABInBev</i>	115
Tabla 6 <i>Resumen de Indicadores Financieros de Backus ABInBev del 2007 al 2018</i>	116
Tabla 7 <i>Estructura Accionaria de Leche Gloria SA</i>	121
Tabla 8 <i>Resumen de Indicadores Financieros de Leche Gloria SA, del 2007 al 2018</i>	122
Tabla 9 <i>Estructura de Deuda de Corporación José Lindley entre los Años 2007 y 2018</i>	1245
Tabla 10 <i>Datos del Riesgo País de Perú entre los Años 2007 y 2018</i>	125
Tabla 11 <i>Datos del modelo CAPM entre los años 2007 y 2018</i>	126
Tabla 12 <i>Datos del modelo CAPM entre los años 2007 y 2018</i>	127
Tabla 13 <i>Estructura de generación de utilidades entre los años 2007 y 2018</i>	128
Tabla 14 <i>Detalle de fondos obtenidos entre los años 2007 y 2018</i>	128
Tabla 15 <i>Estimación del ROIC entre los años 2007 y 2018</i>	128
Tabla 16 <i>Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Lindley y el PBI de Manufactura</i>	129
Tabla 17 <i>Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Lindley y el PBI de Manufactura No Primaria</i>	129
Tabla 18 <i>Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Lindley y el PBI del Comercio</i>	130
Tabla 19 <i>Resultados de la regresión entre los ingresos de Lindley y el PBI general</i>	130
Tabla 20 <i>Flujo de Caja Proyectado a 10 Años para la Empresa Corporación José Lindley SA</i>	131
Tabla 21 <i>Valor Actual de los Flujos futuros de la Empresa</i>	131
Tabla 22 <i>Valor de la empresa Corporación José Lindley SA</i>	132
Tabla 23 <i>Comparación del Valor de la Acción de la Empresa</i>	132
Tabla 24 <i>Estructura de deuda de Backus entre los años 2007 y 2018</i>	134
Tabla 25 <i>Datos del riesgo país de Perú entre los años 2007 y 2018</i>	134
Tabla 26 <i>Datos del modelo CAPM entre los años 2007 y 2018</i>	135

Tabla 27 <i>Datos del modelo WACC entre los años 2007 y 2018</i>	135
Tabla 28 <i>Estructura de Generación de Utilidades entre los Años 2007 y 2018</i>	137
Tabla 29 <i>Detalle de fondos obtenidos entre los años 2007 y 2018</i>	1377
Tabla 30 <i>Estimación del ROIC entre los Años 2007 y 2018</i>	137
Tabla 31 <i>Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Backus y el PBI de Manufactura</i>	138
Tabla 32 <i>Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Backus y el PBI del Comercio</i>	138
Tabla 33 <i>Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Backus y el PBI General</i>	139
Tabla 34 <i>Flujo de Caja Proyectado a 10 años para la Empresa Backus</i>	139
Tabla 35 <i>Valor Actual de los Flujos Futuros de la Empresa</i>	140
Tabla 36 <i>Valor de la Empresa Backus</i>	140
Tabla 37 <i>Comparación del Valor de la Acción de la Empresa</i>	14040
Tabla 38 <i>Estructura de deuda de Gloria SA entre los años 2007 y 2018</i>	142
Tabla 39 <i>Datos del Riesgo País de Perú entre los Años 2007 y 2018</i>	142
Tabla 40 <i>Datos del Modelo CAPM entre los Años 2007 y 2018</i>	143
Tabla 41 <i>Datos del Modelo CAPM entre los Años 2007 y 2018</i>	143
Tabla 42 <i>Estructura de Generación de Utilidades entre los Años 2007 y 2018</i>	144
Tabla 43 <i>Detalle de Fondos Obtenidos entre los Años 2007 y 2018</i>	145
Tabla 44 <i>Estimación del ROIC entre los Años 2007 y 2018</i>	1455
Tabla 45 <i>Resultados de la Regresión entre los ingresos de Backus y el PBI de Manufactura</i>	146
Tabla 46 <i>Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Backus y el PBI de Manufactura no Primaria</i>	1466
Tabla 47 <i>Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Backus y el PBI del Comercio</i>	146
Tabla 48 <i>Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Backus y el PBI general</i>	147
Tabla 49 <i>Flujo de Caja Proyectado a 10 Años para la Empresa Gloria SA</i>	147
Tabla 50 <i>Valor Actual de los Flujos Futuros de la Empresa</i>	148
Tabla 51 <i>Valor de la Empresa Gloria SA</i>	148
Tabla 52 <i>Comparación del Valor de la Acción de la Empresa</i>	149
Tabla 53 <i>Resumen de Buenas Prácticas Comparables entre Arca Continental Lindley, Backus ABInBev y Leche Gloria, en el Periodo 2013-2017</i>	151

Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Tendencia sobre el consumo que gozan de mejor reputación las empresas en el Perú.	19
<i>Figura 2.</i> Tendencia sobre los líderes empresariales mejor en el Perú.	20
<i>Figura 3.</i> Líderes empresariales y representantes de las empresas en estudio	21
<i>Figura 4.</i> Tendencia sobre las empresas que mejor atraen y retienen el talento personal.	21
<i>Figura 5.</i> Tendencia sobre las empresas más responsables.	22
<i>Figura 6.</i> Tendencia de cotización en la BVL en Arca Continental – Lindley	23
<i>Figura 7.</i> Tendencia de cotización en la BVL en Gloria	24
<i>Figura 8.</i> Tendencia de cotización en la BVL en Backus AB InBev.	24
<i>Figura 9.</i> Timeline Marco Teórico de Buenas Prácticas.	37
<i>Figura 10.</i> Timeline uso de las Buenas Prácticas.	39
<i>Figura 11.</i> Timeline Marco Teórico de Valorización.	45
<i>Figura 12.</i> Timeline Concepto de valorización.	48
<i>Figura 13.</i> Timeline utilidad de Valorización.	52
<i>Figura 14.</i> Responsables de la Valorización en las empresas.	54
<i>Figura 15.</i> Timeline sobre los métodos de valorización en las empresas 1996-2009.	78
<i>Figura 16.</i> Timeline sobre los métodos de valorización en las empresas 2009-2016.	78
<i>Figura 17.</i> Timeline Fusiones & Adquisiciones – Factores de Éxito.	81
<i>Figura 18.</i> Elementos de la población: 250 empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima	88
<i>Figura 19.</i> Elementos de la población: 38 empresas del sector Industrial que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima	89
<i>Figura 20.</i> Detalle de la población: 38 empresas del sector Industrial que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima	89
<i>Figura 21.</i> Cinco empresas del sector Industrial que pertenecen al Sector Embotellador del Perú.	91
<i>Figura 22.</i> Porcentaje de participación por ventas, de las empresas del sector industrial peruano, del rubro embotellador que cotizaron en la BVL, entre los años 2013 y 2018.	92

<i>Figura 23.</i> Empresas del sector industrial peruano, del rubro embotellador, que cotizaron en la BVL, y lograron un porcentaje de ventas mayor al 15% durante el periodo 2013-2018.	93
<i>Figura 24.</i> Ventas anuales de las empresas embotelladoras de bebidas, con mayor participación en el mercado peruano, entre los años 2013 y 2017.	93
<i>Figura 25.</i> Ubicación de los países industrializados por continente.	100
<i>Figura 26.</i> Áreas con mayor industrialización en el mundo.	100
<i>Figura 27.</i> Tendencia al crecimiento industrial en países, por continente.	101
<i>Figura 28.</i> Producción del sector manufacturero de Perú, entre 2004-2018.	103
<i>Figura 29.</i> Impacto sobre sectores de la economía Peruana, entre los años 2004 y 2018.	104
<i>Figura 30.</i> Incremento en la producción, en el sector embotellador de bebidas.	105
<i>Figura 31.</i> Objeto social de Arca Continental Lindley	110



Capítulo I: Introducción

1.1. Antecedentes

1.1.1. Las buenas prácticas de valorización de empresas desde la verificación manual del patrimonio, hasta la sofisticación tecnológica actual

En el mundo de las finanzas y los negocios, se entiende por buenas prácticas aquellos métodos, procesos, herramientas y actividades que, aplicadas estratégicamente, contribuyen al desarrollo, sostenibilidad y fortalecimiento económico de las organizaciones empresariales. Son los procedimientos que cada una de ellas aplica para generar valor, competir, posicionarse, consolidarse con éxito en el mercado.

En finanzas y economía, con la expresión “buenas prácticas” se alude a hacer lo correcto desde el punto de vista ético, gerencial, técnico-científico, operativo y normativo, para que toda actividad productiva o financiera que lleve a cabo la empresa, sea para lograr sus objetivos, beneficiarse y obtener capital de trabajo desde su posición exitosa en el mercado. Es hacer lo que se debe hacer en las tres grandes y principales áreas de acción de la empresa: finanzas corporativas, inversiones y mercados financieros e intermediarios de valores, para marcar pauta e incrementar la rentabilidad del negocio.

En el área de finanzas corporativas, aplican las buenas prácticas de valorización de activos, de presupuesto de capital y de gobierno corporativo; que en el caso de este estudio, se refiere específicamente a las buenas prácticas de valorización, entendidas como lo explica Sánchez (2005), en su “Estudio aplicado de técnicas de valoración de empresas”, donde aborda tres empresas que aplicaban métodos diferentes de valoración, pero que coinciden en que consiste en “un proceso para asignar valor a las cosas, determinar el grado de utilidad que reportará a sus usuarios o propietarios” (p. 11), que no debe confundirse con precio, ni con coste, pues de lo que se trata es de entender cómo los inversionistas afrontan la incertidumbre

del tiempo económico, cuando deciden invertir y asignar un precio esperado a los activos en los que apuesta su capital. Toman en cuenta que:

1. La valoración es un instrumento de negociación; por ello no existe una cifra única que refleje el valor de la empresa, pues depende de lo que se persiga, para qué y para quién.
2. La valoración varían según quién lo haga y para qué lo hace. Quien valora para comprar, paga por lo que espera recibir a cambio. Es común hacerlo basado en flujos de fondos que espera recibir en el futuro y en criterios patrimoniales.
3. La valoración permite llegar al valor final, aplicando métodos de combinación de ambos valores (métodos mixtos), en forma simple, con sentido común del tipo promedios.
4. Combinar el criterio patrimonial con el de rentabilidad, calculando un fondo de comercio como valor actual de beneficios extras a esperar en el futuro, superiores a una rentabilidad normal, puede llevar a errores de consideración.

Esos cuatro principios indican que la valorización es una herramienta de apoyo para la toma de decisiones en materia de inversión en negocios; por lo que la valoración se hace considerando las expectativas del inversor, con base en criterios patrimoniales lógicos y métodos sencillos, que demuestren de manera real el beneficio futuro a obtener.

Realmente, la valorización es una herramienta de apoyo para tomar decisiones presentes en materia de inversión en negocios futuros, y lo correcto es hacerlo con base en buenas prácticas, en criterios patrimoniales lógicos y con métodos sencillos que demuestren el real beneficio futuro a obtener. Para esto, existen modelos de valoración matemáticos, conceptos estadísticos y métodos econométricos surgidos en un proceso histórico que partió de sencillos procedimientos de verificación del patrimonio. Al crecer los beneficios, fue necesario ampliar y sostener los modelos con técnicas contables, que también resultaron insuficientes y precisaron introducir factores de corrección que sofisticaron los procedimientos de valoración para diferentes escenarios de proyecciones económicas.

Uno de los factores introducidos fue el análisis de previsiones. Este conllevó al de riesgos en las decisiones empresariales, para optimizar el valor en cuanto a generación de recursos a futuro, pues el análisis coyuntural inmediato, como el perpetuo, facilitan estimar la capacidad futura de invertir, competir, ser sostenible y generar valor. Sobre este aspecto Viñolas y Adserá (2007) reseñan que: "En sus inicios, el análisis financiero poco difería de las técnicas contables, siendo el beneficio la piedra angular de todo planteamiento" (p. 13). La evolución de las finanzas empieza a volver más sofisticada técnica de análisis, introduciendo factores correctores a la propia contabilidad y realizando previsiones sobre el futuro.

En una histórica y ardua labor financiera, la valorización ha evolucionado con notables aportes de científicos y economistas como Harry Markowitz, Merton Miller, John Lintner, Jan Mossin, Jack Treynor y William Sharpe, entre otros; que propusieron modelos explicativos y predictivos sobre el comportamiento de los activos financieros, para ayudar a los inversores a entender y tomar una decisión sobre precio/rendimiento y la mejor probabilidad de inversión posible. Autores que con sus ideas teórico-prácticas, también han contribuido hacer de la economía financiera una ciencia para el desarrollo social (García & García, 2005; Sánchez, 2005).

En un mundo económico y financiero globalizado y altamente complejo como el actual, aun contando con diversos modelos de análisis económico, la valorización desafía a inversores y analistas por ser difícil encontrar esas buenas prácticas para valorar diferentes activos financieros, pues al hacerlo pueden entrar en juego variables subjetivas que la distorsionen. Estas variables son por ejemplo, las preferencias, el optimismo y supuestos sobre tasas de crecimiento y variables macroeconómicas; confundirlas con las microeconómicas, o no descontar la dificultad que las empresas y sus modelos de negocio escalen (Damoradan, 2002), priorizar determinados factores, y el nivel de expectativas sobre el precio que el activo debería tener en el mercado, para lo cual muchos inversionistas

recurren a estudios pasados y a las últimas valuaciones como factor clave para asegurar una transacción exitosa.

Para valorar la diversidad compleja de negocios y activos financieros, es importante tener en cuenta el contexto en el que puede y suele cometerse errores y llevar al fracaso a las empresas. Damodaran (como se cita en J. García, 2014) considera entre los errores en los pudieran incurrir están (a) asumir que el crecimiento es gratis o muy barato, incrementar las tasas de crecimiento de las compañías empujados por su optimismo sobre ellas; (b) no descontar la dificultad de que las empresas, y sus modelos de negocio, escalen y (c) mezclar la macro con lo micro.

Se han logrado consensos sobre normas internacionales para orientar las buenas prácticas de valorización de empresas. En general, los enfoques presentados fueron con base en: (a) el costo de los activos, (b) el balance y resultados en el mercado o valoración por múltiplos, (c) la capitalización de rentas o descuento del flujo de cajas, y/o en los ingresos (Estay, 2010, pp. 5-11). Cada uno tiene sus técnicas, orientación teórica no estándar, detallada y actualizada, que ayudan a leer e interpretar los negocios, monitorear el rol y valor real presente, y futuro de los activos, para decidir en negocios como compra/ventas, ampliaciones de capital, fusiones, adquisiciones, concentraciones escisiones, reorganizaciones, emisiones de convertibles y warrants.

No obstante, el devenir histórico de la valorización, demuestra que es a cada empresa a quien corresponde determinar cuáles son las prácticas más adecuadas para justipreciar sus activos, y en ello se conjugan su experiencia, intereses, negociación proyectada, expectativas y mercado en que compiten. En fin, las empresas se autodefinen y así se caracterizan porque particularizan las buenas prácticas de valorización que deciden aplicar. Para Fernández (2008), en el contexto de particularización, los inversionistas consideran los métodos o técnicas que estiman correctos, y los no tienen sentido aplicar al valorizar (p. 3). Esto indica

la importancia que tiene para la empresa y los responsables de ese proceso, saber cuáles son las buenas prácticas de valorización, cómo y cuándo es correcta su aplicación según el interés que la motiva. Conocimiento trascendental en la decisión y éxito de toda transacción, con lo cual se ratifica lo fundamental de las buenas prácticas de valorización, por su incidencia en la visión a futuro y resultados a lograr en la negociación.

El tiempo también sugiere que las buenas prácticas de valorización no han sido estáticas ni únicas, avanzan y mejoran, paralelas al crecimiento, evolución y diversificación de empresas y negocios. Además, que la particularización referida, ha favorecido su variedad en relación, tanto con los métodos y técnicas, como con la diversificación y perspectivas del negocio. De allí que las buenas prácticas de valorización como instrumento de las finanzas, evolucionaron desde ser un arte, hasta aplicar el conocimiento científico, junto con sofisticada tecnología de la comunicación e información (TIC), donde cada día son agregados nuevos programas que facilitan recabar y procesar datos de todos y cada activo, actividad, proceso, resultados, valuarlos mediante métodos reconocidos y expresar la valorización obtenida en tiempo real.

En la valorización, las TIC permite que inversionistas e interesados, accedan en cualquier momento y lugar, a información veraz y actual de todos los negocios y del mercado financiero competidor público y privado. Indistintamente, ambos sectores deben proteger, agregar valor e incrementar los activos patrimoniales y aplicar buenas prácticas de valorización, que aseguren mayor probabilidad de rentabilidad y resultados futuros exitosos. Cabe señalar, que en el caso del Perú y las finanzas públicas, las empresas del Estado y las que negocian o trabajan para él, por ley están obligadas a valorizar y demostrar las buenas prácticas en la gestión de los recursos que serán invertidos, porque de ellos se esperan beneficios que apuntalen el desarrollo económico y social de la nación.

En cuanto a las empresas del sector privado, muchas de ellas de importancia y reputación, cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), y en otros mercados bursátiles, porque tienen necesidad de financiación para proyectos de expansión (internos y/o externos), abrir nuevos mercados y canales de venta para generar más valor y por las oportunidades de negociar compra/ventas, ampliaciones de capital, fusiones, adquisiciones, concentraciones escisiones, reorganizaciones, emisiones de convertibles, warrants.

Sin desconocer que el rendimiento en las bolsas de valores, en cualquier momento pudiera presentar fluctuaciones o tender a la baja según la dinámica económica mundial y nacional, cotizar en la bolsa, abre a las empresas la posibilidad de satisfacer esas necesidades, pues sus activos financieros son admitidos para negociaciones en mercados bursátiles donde son tasados diariamente mediante diversos indicadores que reflejan su valoración real.

Tasación que incluye la reputación ganada en el desempeño financiero, y es una referencia a la hora de decidir la negociación. El prestigio se ha convertido en un activo empresarial (intangibles), que inversores y estudiosos aprecian en relación con buenas prácticas en el desempeño de funciones, la gestión de riesgos, el rendimiento, la valorización y rentabilidad lograda.

Sobre el prestigio como valor, Cole (2012), referencia el análisis que hizo de estudios hechos y publicados por destacadas firmas en Reino Unido durante más de 20 años, para entender la influencia de la reputación en el valor de las empresas. En esas investigaciones, encontró evidencias de que la reputación es uno de los “activos reales, actuales y a menudo muy sustanciales, es un poderoso motor de rentabilidad, un indicador principal del riesgo de inversión” (pp. 59-62). En fin, porque revela a los inversionistas, la aplicación de buenas prácticas corporativas, como también la posición real y escala que tienen empresas y corporaciones en el mercado donde compiten. Así, obtienen una base más objetiva y segura de que podrán invertir para generar valor y aumentar el retorno de la inversión.

Los hechos enseñan que la valorización, aplicando buenas prácticas es:

1. Un instrumento fundamental en la negociación de compra/ventas, ampliaciones de capital, fusiones, adquisiciones, concentraciones escisiones, reorganizaciones, emisiones de convertibles, warrants.
2. No refleja una cifra única sobre el valor del activo, pues todo depende del propósito, el para qué, quién lo hace y para quién, pues quien valora para comprar, paga por lo que espera recibir, y puede basarse en criterios patrimoniales o en el flujo de fondos a ganar en el futuro.
3. Permite llegar al valor final, aplicando métodos mixtos o de combinación de valores en forma simple, con sentido común del tipo promedios.
4. Puede haber errores de consideración, si se combina el criterio patrimonial con el de rentabilidad, o calculando un fondo de comercio como valor actual de beneficios extras a esperar en el futuro, superiores una rentabilidad normal (Price Waterhouse Coopers, 2017).

A modo referencial, hay normas internacionales consensuadas para la valorización de empresas agrupadas en tres enfoques, según se haga con base en el costo de los activos, su balance y resultados en el mercado o valoración por múltiplos, o en los ingresos, capitalización de rentas o descuento del flujo de cajas (Estay, 2010, p. 10). Cada uno de esos enfoques tiene sus técnicas sobre las que existe suficiente y buena información teórica orientadora pero no estándar; pues son las empresas, grupos o corporaciones a las que pertenecen, quienes acorde con su experiencia, intereses y el mercado en el que compiten, las que determinan de forma particular, o cuáles son las prácticas más correctas para justipreciar sus activos, tener una información oportuna, detallada y actualizada que les permita leer correctamente sus negocios, monitorear el rol y valor real presente y futuro de sus activos, a propósito de decidir sobre sus negociaciones.

En ese contexto de particularizaciones, también hay quienes consideran que no todos los métodos o técnicas aplicadas para la valorización son correctos, o que no siempre tienen

sentido su aplicación (Fernández, 2008, p. 3), lo que indica la importancia que tiene, por una parte, para las empresas y los responsables de ese proceso, saber cuáles son las buenas prácticas de valorización, cómo se llevan a cabo y cuándo es correcta su aplicación según el interés que la motiva; y por otra, el por qué ese conocimiento es trascendental para los interesados e involucrados en las negociaciones, pues de ello depende la decisión y éxito una transacción.

En el Perú, como en muchos otros países, las buenas prácticas de valorización han evolucionado desde ser un arte, hasta la aplicación del conocimiento científico y de sofisticada tecnología de la comunicación e información y programas digitalizados, que facilitan recabar y procesar en tiempo real todos los datos que se precisa saber sobre cada componente de los activos empresariales. De esta manera, se puede valorarlos mediante métodos reconocidos y expresar el resultado de la valorización obtenida, para que los inversionistas dispongan de información actualizada de sus negocios, como también para que puedan compararse con las organizaciones competidoras en el mismo segmento del mercado.

La valorización, es hoy tema de interés en las finanzas públicas y privadas, pues en ambos casos, se precisa proteger e incrementar los activos patrimoniales. En particular, en el manejo de las finanzas públicas, las empresas del Estado y las que trabajan para él, conforme la ley, están obligadas hacerlo y demostrar la buena gestión de los recursos invertidos porque de ellos se esperan beneficios que apunten al desarrollo de la nación. Ejemplo de estos casos se observa en el estudio “Análisis y valoración financiera de empresas mineras de cobre: el caso de Cerro Verde y Minera Escondida”, realizado por Arévalo, Bárcena, Núñez y Salinas (2017), donde estiman la valorización como herramienta ideal para analizar la administración de los recursos naturales, su rentabilidad, beneficios y apoyar la decisión en inversiones actuales y futuras.

Arévalo et al. (2017) analizaron la inversión de las empresas privadas Sociedad Minera Cerro Verde, del Perú, y Minera Escondida Limitada de Chile, en la explotación del cobre como recurso de exportación estratégico para el mundo. Estudio motivado en el 2015, se desconocida información pública alguna que permitiera identificar y entender los elementos económicos y financieros que impactaban el valor de esos negocios. Mediante una investigación documental, los autores recabaron información financiera auditada y estadística de esas empresas, publicadas por los Gobiernos de Perú y Chile. Datos con los que hicieron los análisis financieros desde 2011 al 2015, y junto con indicadores macroeconómicos, calcularon la proyección de los flujos de caja futuros descontándolos con el costo promedio ponderado de capital. Los resultados reflejaron que al 31 de diciembre de 2015:

1. Cerro Verde tenía un valor fundamental de US\$ 7,134 millones, muy cercano al promedio de cotización bursátil. El valor de la acción de US\$ 20.38, y un 24 % mayor al valor bursátil que era de US\$ 16.50, y su ratio de apalancamiento era del 43 %, como resultado de préstamo para la expansión de la planta. Porcentaje muy por encima de su nivel óptimo, que estaba entre 30 % y 35 %, existía para esa fecha la posibilidad de invertir en acciones, lo que generó expectativas de obtener ganancias por los cambios de valor de las acciones; sin embargo, lo recomendado fue hacer seguimiento al mercado bursátil del 2016.
2. Minera Escondida tenía un valor de US\$ 13,359 millones, no cotizaba en la bolsa, pero su capital contable era de US\$ 931 millones, y en los cuatro años anteriores repartió dividendos por un monto anual de US\$ 500 millones, lo que obedeció a su capacidad de producción, la estabilidad de sus ingresos y el poseer un portafolio de clientes muy diversificado. Además, su nivel de endeudamiento era 27 %. Fue una oportunidad para financiar operaciones con deuda y lograr un nivel endeudamiento óptimo, entre 30 % y 40 %. Todo esto demuestra por qué la expectativa de los accionistas era de mucho optimismo respecto a generar buen flujo de efectivo.

3. Las dos empresas generaron valor, pese a la caída del precio del cobre que impactó negativamente en los principales indicadores financieros en los últimos años, por lo que les fue recomendado, entre otras: (a) mantener y optimizar el uso de instrumentos financieros derivados de la cobertura, buscando alternativas para mitigar el riesgo de volatilidad de precio y compensar potenciales pérdidas; (b) en diferentes países, con el apoyo de sus accionistas mayoritarios, evaluar nuevos mercados de cobre y buscar nuevos socios comerciales considerando la participación de empresas tecnológicas y de construcción; (c) revisar la estructura de costos, diseñar e implementar un programa integral, supervisado y monitoreado constantemente para lograr eficiencias, debido a la importancia de la fluctuación de precios y caída sostenida del ratio de margen operativo en el periodo 2011-2015.

En un orden similar de ideas, pero con aplicación a empresas privadas, se halló un estudio realizado por Castillo, Morales, Palomino y Jaime (2018) “Buenas prácticas de valorización en el proceso de adquisición de empresas peruanas que Cotizan en la BVL”, investigación descriptiva enfocada en identificar la metodología de valorización más usada y los factores de éxito considerados para reconocer el buen desempeño de una valorización post-adquisición, en cuatro de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, que realizaron adquisiciones en el periodo 2014-2017.

Esas cuatro empresas fueron seleccionadas con base en el ranking Merco (s. f. b), que es monitor corporativo de referencia global en Latinoamérica y España, que integra la percepción y valoración de 18 *stakeholders* (manifestada en 17 699 entrevistas), con la realidad de los méritos de reputación. El estudio y el ranking, fue investigado y analizado según la Norma ISO 20252 y el código de conducta ICC/ESOMAR, lo que inicialmente permitió a los autores, reconocer una población de 12 empresas de los sectores industriales alimentos y bebidas. Luego, tomando como criterios el liderazgo nacional y la accesibilidad a los directivos o funcionarios financieros implicados en los procesos de adquisiciones,

seleccionaron las empresas Alicorp SAA, Gloria SA, Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston SAA y Lindley SA.

De las empresas estudiadas, obtuvieron información mediante la técnica de entrevista, cumpliendo con los protocolos exigidos. Posteriormente, transcribieron y codificaron dicha información para proceder con los análisis de cada una. Los hallazgos reflejaron que:

1. Las cuatro empresas valorizaban aplicando el método de Flujos de Efectivo para aproximar el valor del negocio, y estimaban que los parámetros más importantes son la calidad de los inputs o drivers de valor, las consecuencias de éstos y la tasa de descuento; pero algunos advierten que este último es uno de los principales focos de error, si no toma en cuenta el ajuste por inflación. Igualmente, la mayoría, tiende acompañar el flujo de efectivos con metodologías de múltiplos (EBITDA, ventas, etc.), ya sea múltiplos de empresas comparables o de transacciones comparables.
2. Respecto al cálculo de la tasa de descuento, todas apuntaron a conocer el cálculo de la tasa libre de riesgo, el beta y la prima de riesgo de mercado, usados en el modelo CAPM para calcular la rentabilidad exigida por los accionistas y para costear el capital de la empresa. En particular, sobre la tasa libre de riesgo, la mayoría de empresas observadas coinciden en que usan la T-Bond a 10 años, porque al ser de largo plazo, no lo afectan las externalidades de corto plazo. Sin embargo, en dos casos también usaban la T-Bill, y uno de ellos usaba la rentabilidad de títulos de valores de renta pública.
3. Con relación al cálculo del beta, en todos los casos realizan ese cálculo a partir de la volatilidad de los activos o de la acción de la empresa, respecto a la volatilidad del índice bursátil IGBVL. Para esto, calculan la covarianza entre el retorno de la acción y el índice de la bolsa y lo dividen entre la varianza de la bolsa. Dos empresas usan el beta desapalancado de Damodaran y otras dos calculan el beta mediante la regresión del rendimiento de activos frente al índice IGBVL.

4. Sobre el cálculo de la prima de riesgo de mercado, todas emplean métodos distintos, entre ellos: multiplican la volatilidad del índice IGBVL por la volatilidad del mercado americano; aplican la TIR de una bolsa con un índice sin riesgo; usan fórmula de Gordon Saphiro y la diferencia entre la rentabilidad histórica de la bolsa y la rentabilidad de la bolsa de renta fija.
5. Todas las empresas coinciden en que en la valorización, es primordial conocer el negocio, las herramientas financieras, la metodología de valorización, como también la profundidad y disponibilidad de la información. Respecto a los errores, manifestaron que se deben el desconocimiento de lo indicado, a realizar proyecciones no realistas, por sobreestimar o subestimar las variables del mercado y del negocio.
6. Con relación a factores de éxito para evaluar si se hizo o no una valorización post-adquisición, encontraron que lo hacen mediante: (a) la variación de los flujos proyectados versus los flujos reales, (b) el rendimiento de la inversión, (c) el incremento del valor de las empresas (adquirida y adquiriente), (d) el incremento de utilidades y dividendos, y adicionalmente estiman la valorización de las sinergias como el factor determinante para realizar la compra de una empresa.

En definitiva, del estudio de Castillo y otros (2018), se deduce que: la metodología de valorización DCF, es una de más utilizadas: las empresas estiman importante la validación de los drivers de valor y supuestos del negocio bajo el escrutinio de expertos, y compararlas con empresas del mismo sector industrial, los supuestos del modelo de valorización, los flujos de efectivo proyectados, y del valor terminal a usar, como parámetro para el cálculo de la perpetuidad.

En el Perú, también se han realizado estudios relacionados con la valorización particular de una empresa, tal como lo hicieron Ruiz y Veliz (2017), al abordar la “Valoración Corporación Lindley SA”, una embotelladora líder del mercado de bebidas no alcohólicas, a la que en el 2016, la agencia calificadora Fitch Ratings elevó la calificación

global de la deuda corporativa de la empresa de “BBB-” a “BBB+”, debido a su integración con Arca Continental y The Coca-Cola Company, a su sólida posición en el mercado peruano de bebidas representada en un 70 %, su liderazgo en el mercado de aguas, jugos y la reducción de su nivel de endeudamiento; lo que hacen de Corporación Lindley la empresa peruana de consumo masivo con la mejor clasificación global.

Para la valoración de Lindley, los investigadores consideraron factores macroeconómicos de la industria y del mercado, los métodos aplicados por la empresa y sus expectativas de crecimiento, junto con supuestos que contribuyen a la obtención del valor por acción. Proceso en el que usaron información confiable de fuentes públicas sobre la empresa y sector industrial, además de datos obtenidos en entrevista con uno de sus ejecutivos acerca de supuestos y procedimientos analíticos en tres escenarios distintos.

Los autores concluyeron que para el 2017, el valor de la empresa en un escenario esperado utilizando el modelo de flujos descontados era de S/ 2 613 905 con un valor por acción de S/ 4.01. El año anterior cerraron en S/ 3.00, por lo que recomiendan invertir en estas acciones. No obstante, también manifestaron que la valorización de la Corporación Lindley SA puede verse afectada por diversas variables de riesgo, que de presentar un cambio significativo, afectarían su valor fundamental. Ellas son:

1. La variación en las ventas, en relación con la evolución del mercado y preferencias de los consumidores, cambio en las regulaciones tributarias y/o eventos naturales que afecten el poder adquisitivo de las personas.
2. El margen de rentabilidad, que puede afectar el incremento en el precio internacional del azúcar, los envases PET que dependen del precio del petróleo, la depreciación de la moneda local y el manejo de la capacidad productiva y la eficiencia. Agregando a todo esto, la tasa de descuento.

La valorización de Corporación Lindley SA, presentada por Ruiz y Veliz (2017), parte del análisis de los estados financieros auditados del 2010 al 2015, y los preliminares del 2016. El método de valoración aplicado fue el flujo de caja descontado, considerando la empresa en marcha y el método de múltiplos. En el flujo de caja descontado, hicieron el análisis de ventas y costos de materia prima diferenciada por línea de negocio, para diferenciar el mix de ventas que mantiene la compañía y la posición de ellas en el mercado.

El beta usado para el cálculo del WACC, consideró el beta del mercado y apalancado con la estructura de deuda de la compañía. También hicieron este cálculo usando el método de NODERFELASE. El valor resultante fue de S/ 2,613,905 con un valor por acción de S/ 40 126, y para medir las variaciones del valor por acción, realizaron matrices de sensibilidad sobre los principales riesgos de la compañía, a saber: variaciones en las ventas esperadas, variaciones en los betas y la tasa de perpetuidad considerada.

En la valorización por método de múltiplos comparables, seleccionaron tres empresas del sector, consideraron el promedio de los ratios P/E, EV/EBITDA y EV/Ventas, asignando un peso similar a cada uno de ellos y partir de los datos de Lindley, obtuvieron el valor de la compañía de acuerdo a cada múltiplo.

Todo indica que históricamente, Corporación Lindley crea valor; según los años que Ruiz y Veliz analizaron y las proyecciones que hicieron con base en supuestos, indican la sostenibilidad de valor Corporación Lindley.

En su tesis sobre la valorización de empresas de alimentos y bebidas en La Rioja, España, Bañuelos (2018), expone conceptos de valoración de empresas de tres autores, donde se observa que coinciden en cuál es el objetivo central de la misma y otros propósitos vinculados, que conlleva a una valoración integral, holística, actual, previsible, que satisfaga las expectativas de las partes. Lo expresado, indica que la valoración es: “El proceso a través del cual se busca determinar el valor cuantitativo de todas aquellas características de la

empresa que pueden ser valoradas J. D. García (2015), un método para obtener un conocimiento racional del valor, que generan el conjunto de actividades que lleva a cabo una empresa. Penman (2006), un proceso a través del cual se cuantifican las previsiones del comportamiento futuro de la empresa, para determinar el valor de la misma (Khanna & Palepu, 2005).

Es observable el uso del término ‘proceso’ en dos de ellas, y en una ‘método’, que igual implica enunciar una secuencia de pasos ordenados o proceso a seguir para aplicarlo y hacerlo bien. Bien como proceso o método, el objetivo de la valorización es determinar el valor de la empresa. Valía que las dos primeras definiciones parecieran sugerir es en presente, y la tercera, explícita preverla para el futuro, lo que requiere conocer el valor presente. Por otra parte, en cuanto a lo que será valorado en las empresas, en la primera se lee que “todas aquellas características, que pueden ser valoradas”, esto es todo bien tangible e intangible. La segunda, demanda una valoración argumentada del “conjunto de actividades que lleva a cabo”, y la tercera lo circunscribe a prever y medir el “comportamiento futuro”, esto es el rendimiento económico esperado.

1.1.2. Antecedentes de las fusiones y adquisiciones

Para Peñaranda (2018) las F&A son estrategias de decisión empresarial, que correctamente diseñadas conducen a una mejora en la eficiencia, productividad y consecuente competitividad de la empresa, creando valor a los accionistas. En su visión, una fusión ocurre cuando una empresa absorbe por completo a otra, asumiendo todos los activos y pasivos de ella. La primera conserva su nombre y la segunda deja de existir como empresa independiente. También explica que, una forma alternativa de adquirir otra empresa, es comprar las acciones con derecho a voto mediante intercambio de efectivo, acciones u otros valores, lo que se llama adquisición. Ambos procesos suelen ser impulsadas por dos motivos: hay oportunidades de mercado, o por la identificación de una amenaza en el mercado.

En la actualidad, las empresas tienden a fusionarse y/o, adquirir total o parcialmente los activos de otros negocios, para aprovechar las sinergias resultantes de tales operaciones. Una fuente de sinergia es la posibilidad de obtener mayores ingresos, al tener una mayor cuota de mercado, lograr reducciones en costos aprovechando, por ejemplo, economías de escala, transferencia de tecnología, o la eliminación de una administración ineficiente. Razones por las que en los últimos años se observa que el número de operaciones de F&A han evolucionado e incrementado a nivel mundial y del Perú.

Con relación a las sinergias, Mascareñas (2019) afirma que en el éxito de las adquisiciones “es fundamental el cálculo lo más exacto posible de las sinergias positivas implicadas” (p. 23), que son el precio de las acciones de la empresa en el mercado, más una prima que éste exige por el control de la sociedad, pues las acciones subirán al hacerse la oferta pública. Pero, si las sinergias esperadas resultaran menores o inexistentes, se deprecian los activos y la empresa pierde valor. De ahí que, sí hay relación entre precio de la empresa y sinergias. Respecto a las fusiones, Mascareñas también reconoce como esencial, el método para determinar el valor de las empresas a fin de pagar un precio justo por ellas, recomendando desde su inicio hacer el *Due diligence*, o diligencias debidas como una auditoría para la revisión y análisis de los aspectos financieros, legales, fiscales y laborales.

Los fondos de capital privado o de inversión en acciones de empresas no cotizadas en bolsa cobraron importancia, al igual que los LBO que volvieron activarse. Las adquisiciones se pagaban más en efectivo que en acciones. El sector eléctrico estuvo muy activo en respaldo a todos los sectores industriales y económicos; pero a fines del 2007, el sistema financiero colapsó, la financiación interbancaria se redujo casi a cero, las F&A quedaron sin crédito y la contracción de la demanda, junto con la recesión económica mundial acabaron con la oleada de la globalización.

Entre los años 2010 y 2013, las F&A crecieron moderadamente. La difícil situación hizo que en el mercado bursátil, algunas empresas fueran valorizadas por debajo del valor real en libros. Esa fue la oportunidad para que unas empresas las compraran por valor inferior. Las expectativas respecto al mercado y el incremento del costo de la financiación para inversiones, motivaron a muchas empresas hacer importantes operaciones antes que aumentaran las tasas de interés, pese los modestos créditos, los riesgos del entorno macroeconómico, la volatilidad de los mercados, y el lento crecimiento económico.

Del 2013 a 2015, se observó un incremento significativo en las F&A en el mundo; tendencia que se mantuvo en el 2016 y 2017, sobre todo en adquisiciones, aun cuando el valor total de las operaciones fue inferior al registrado en 2015. En el 2018, la firma Baker McKenzie señaló que a nivel global, para los años 2019, 2020 y 2021, la desaceleración de los indicadores macroeconómicos debilitará los mercados europeos reduciendo la actividad transaccional, estimando que el valor de las F&A de US\$ 2.9 mil millones en 2019, caerá a US\$ 2.3 mil millones en 2020. Pero que, con mercados de valores en crecimiento y con los costos de los préstamos ajustándose a sus tasas "neutrales", a partir de 2021 habrán mejores condiciones para iniciar una nueva recuperación tanto en F&A, como de Oferta Pública Inicial (IPO, por sus siglas en inglés).

En cuanto a las fusiones y adquisiciones en la región de América Latina (Latam) Baker McKenzie (2018), registró que cayeron, impactadas por cambios de gobierno y por la incertidumbre en temas de comercio exterior. Sin embargo, calculó que para el 2019, alcanzarían los US\$ 94 mil millones, con un incremento del 13 % en comparación con los US\$ 83 mil millones que esperaban para el 2018. Mientras que para el 2020, estimó un mayor crecimiento en F&A, como en operaciones IPO.

En el Perú, las F&A iniciaron en el año 1991 cuando las compañías (CPT) y la Empresa Nacional de Telecomunicaciones del Perú SA (ENTEL Perú), se fusionaron

internacionalmente. También es reconocido que en 1994, en el sector industrial, la Compañía de Cerveza Backus y Johnston adquirió el 62 % de la Compañía Nacional de Cerveza SA., tomando el control de la Sociedad. Luego, Cerveza de Trujillo SA, consolidó su unión con Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A., quien tomó el control del mercado con un 50 % de participación. Posteriormente, la empresa hizo una serie de transferencias a empresas extranjeras, logrando fusionarse con ABInBev, y tener una participación del mercado local del 98 % (Backus ABInBev, 2018).

Por otra parte, en el 2017 Arca Continental, dueña de la segunda compañía embotelladora de Coca-ColaBackus Am más grande de Latinoamérica, anunció que su subsidiaria AC Bebidas hizo un contrato de compraventa de acciones con Perú Beverage Limitada S.R.L. AC Bebidas, adquirió 223 774 704 acciones comunes de la Corporación Lindley, con pleno derecho a voto, según informó la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), a la Redacción de El Comercio (2018). Esta negociación y las antes reseñadas, evidencian que, durante los últimos años, en el Perú las F&A se han incrementado paulatinamente como resultado del auge y crecimiento económico, pero que en sector embotellador de bebidas han estado muy activas.

Para el Dr. Miguel Solano Gerente general de Merco en el Perú, a través de encuestas realizadas en el año 2019, determinó que las empresas materia de estudio estuvieron posicionadas en el mercado peruano debido a los siguientes factores: las tres empresas se ubicaron dentro del Ranking de Merco (s. f. a) catalogadas con una excelente reputación Corporativa, generando valor a la empresa que dirigen, destacando las empresas Gloria, Arca Continental – Lindley y Backus AB- Inbev. Sus fortalezas fueron maximizar el valor de las empresas a largo plazo, fidelizaron a sus clientes internos y externos, asumieron medidas responsables, abarcaron una comunicación Corporativa efectiva, excelente y oportuna hacia su accionistas, informando sobre los estados financieros publicados oportunamente. La

empresa Gloria ubicada en el puesto N° 2, la empresa Arca Continental Lindley puesto N° 14, seguida del puesto N° 15 Backus AB – Inbev, empresa que demostraron capacidad de innovación, y visión real, sin tomar decisiones cortoplacistas basadas en ganancias de la empresa con reducción de costos. Su fuente de éxito radicó en escuchar a sus stakeholders dentro de ellos a sus clientes internos y externos quienes consumen en primera línea sus productos. Esto se demostró a través del siguiente gráfico (Figura 1).

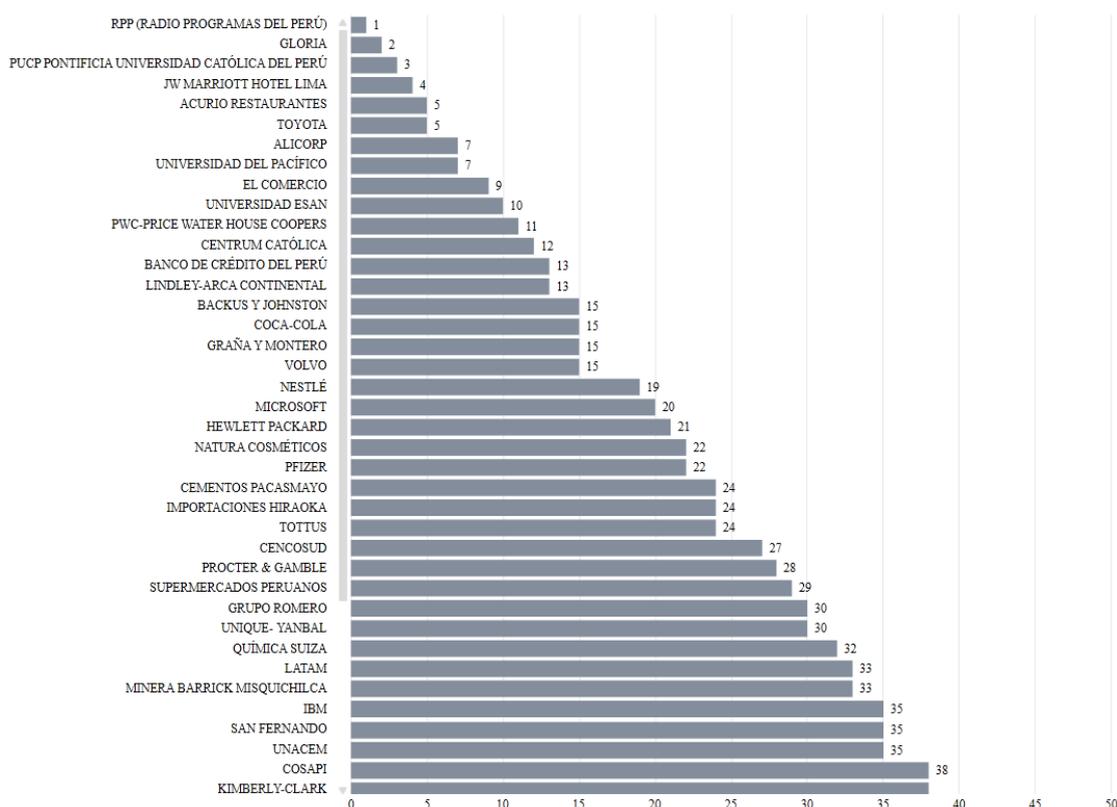


Figura 1. Tendencia sobre el consumo que gozan de mejor reputación las empresas en el Perú.

Adaptado de Merco, s. f. a.

La empresa Merco en el año 2019 a través de su ranking denominó a los mejores líderes empresariales, destacó en la posición N° 20 a Rafael Álvarez Escobar, gerente general de Backus AB- InBev, en la entrevista que realizó Claudia Inga Martínez en el año 2020, comentó las fortalezas estratégicas que maneja con éxito Rafael Álvarez, destacó la consolidación de un portafolio con diversidad de marcas locales muy valoradas paralelo a un portafolio global de las mejores marcas internacionales, manejó exitosas campañas de

comunicación direccionadas al consumidor con mensajes relevantes y modernos, para Rafael fue importante manejar una cultura clara y ágil que satisfaga las necesidades de sus clientes internos, lo que se verá reflejado en sus clientes externos, las fortalezas de Rafael se basaron en liderar con el ejemplo, preocupación genuina por el bienestar de su gente, maximizó el valor de su gente en los roles que realizaron, identificó las buenas prácticas, las perseveró, las reforzó y las exportó a otros mercados, entre más cualidades de liderazgo destaca la necesidad de lograr que la marca de las cervezas que producen contribuyan con el cuidado de la salud de sus consumidores.

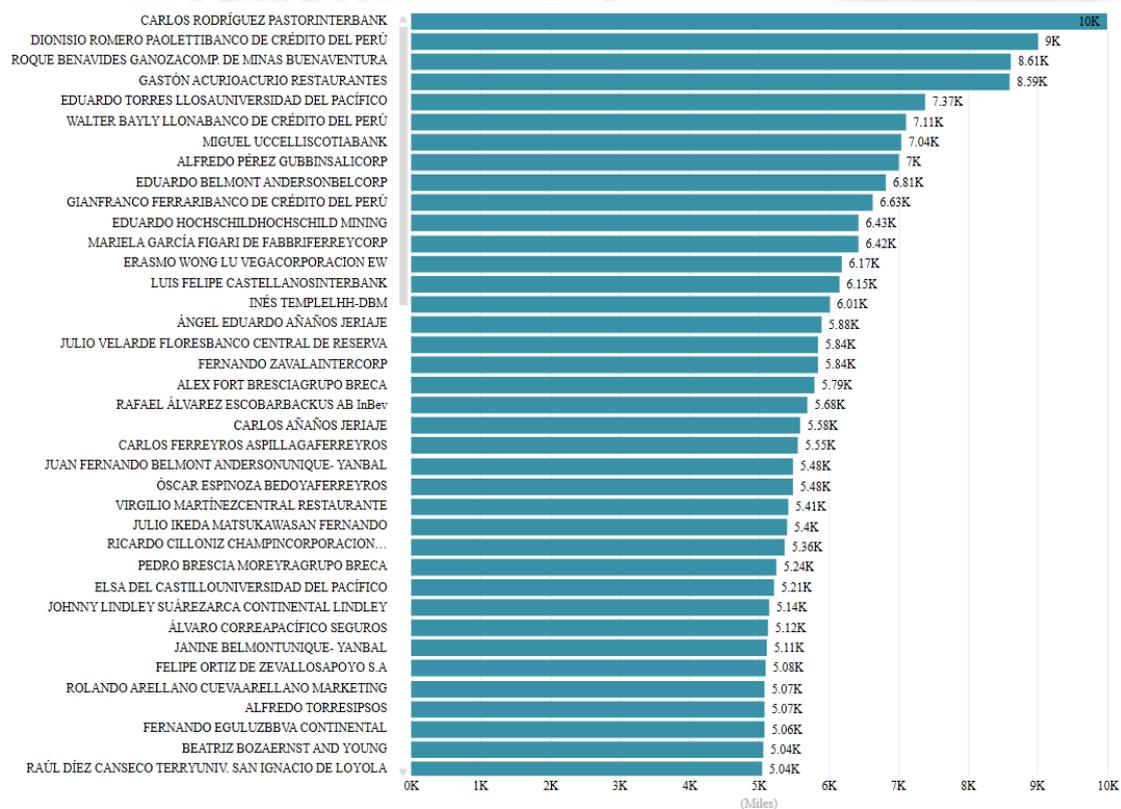


Figura 2. Tendencia sobre los líderes empresariales mejor en el Perú.
Adaptado de Merco, s. f. b.

En el puesto N° 30 se posicionó Johnny Lindley Suárez, el diario Gestión a través del artículo “Corporación Lindley: Las claves del éxito de una empresa familiar, año 2019”, informó que una de las claves del éxito para el liderazgo que manejó Johnny Lindley se basó en posicionar la marca de la gaseosa Inca Kola como un símbolo de peruanidad, reflejado

principalmente en sus mensajes publicitarios. Empezó como una empresa familiar, dirigida principalmente por familiares del apellido Lindley; con el crecimiento y expansión de la empresa concretó fusiones con The Coca Cola Company y diversificó su portafolio de productos. El crecimiento a nivel nacional se consolidó con la venta de acciones a la empresa Arca Continental, estableciendo posicionar la marca a nivel internacional.

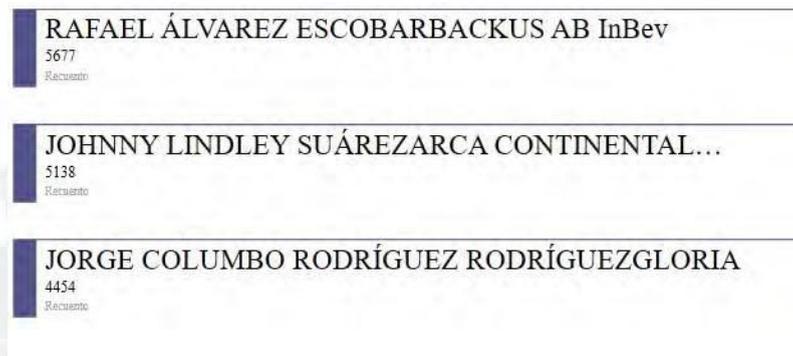


Figura 3. Líderes empresariales y representantes de las empresas en estudio. Adaptado de Merco, s. f. b.

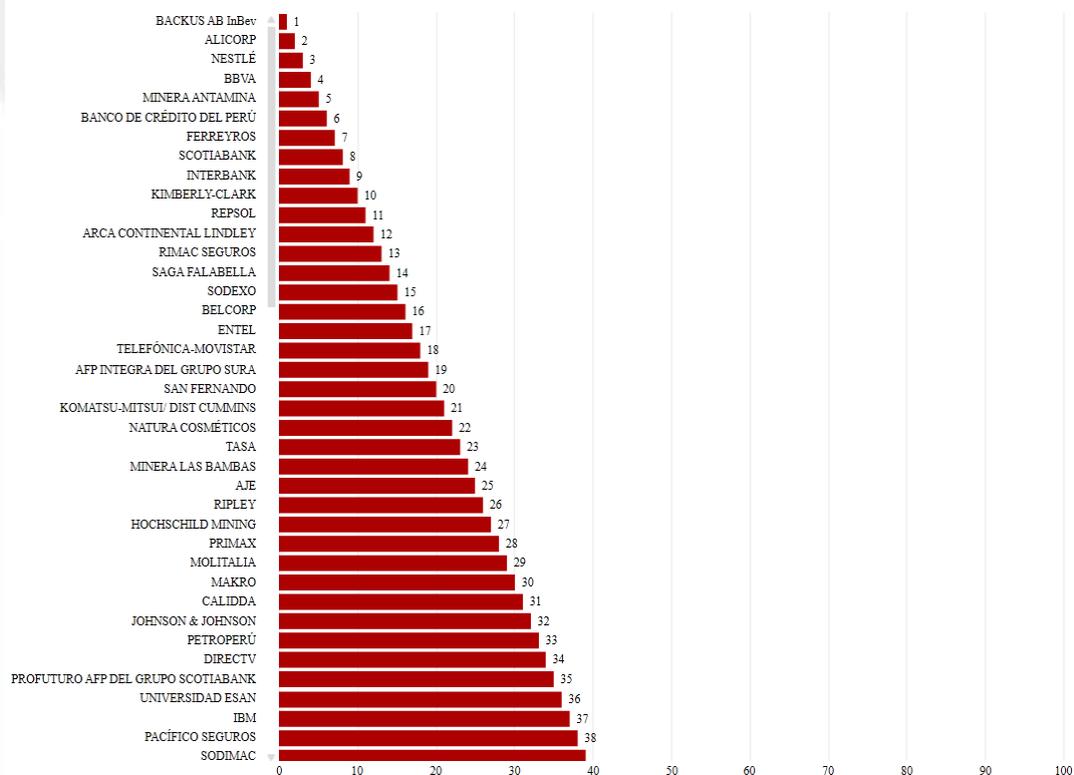


Figura 4. Tendencia sobre las empresas que mejor atraen y retienen el talento personal. Adaptado de Merco, s. f. b.

En la sexta edición del “Merco Talento”, organizada por Merco- Monitor Empresarial de Reputación Corporativa- y la Universidad ESAN, en el artículo de Mundo Empresarial en julio del 2019, Backus AB InBev fue reconocida como la compañía más atractiva para trabajar en el Perú por quinto año consecutivo, la empresa se basó en criterios de evaluación de calidad laboral, es digna de una marca empleadora y tiene una reputación interna ya cimentada. El éxito de la empresa radicó en la cultura de valorar su capital humano, fomentó programas de talento y desarrollo entre su personal interno. El lema de la empresa es “Nuestra gente es nuestra mayor fortaleza”, y uno de sus programas es Global Management Trainee, Trainee Supply y Talento Logística; éstos programas formaron futuros líderes, jóvenes talentosos del Perú, potenció sus habilidades, los impulsó a asumir retos, oportunidades de crecimiento, y los motivó a soñar en grande; tal como lo manifestó su gerente Rafael Álvarez “El capital Humano de Backus – AB Inbev es el valor que tiene la empresa como fuente de éxito”.

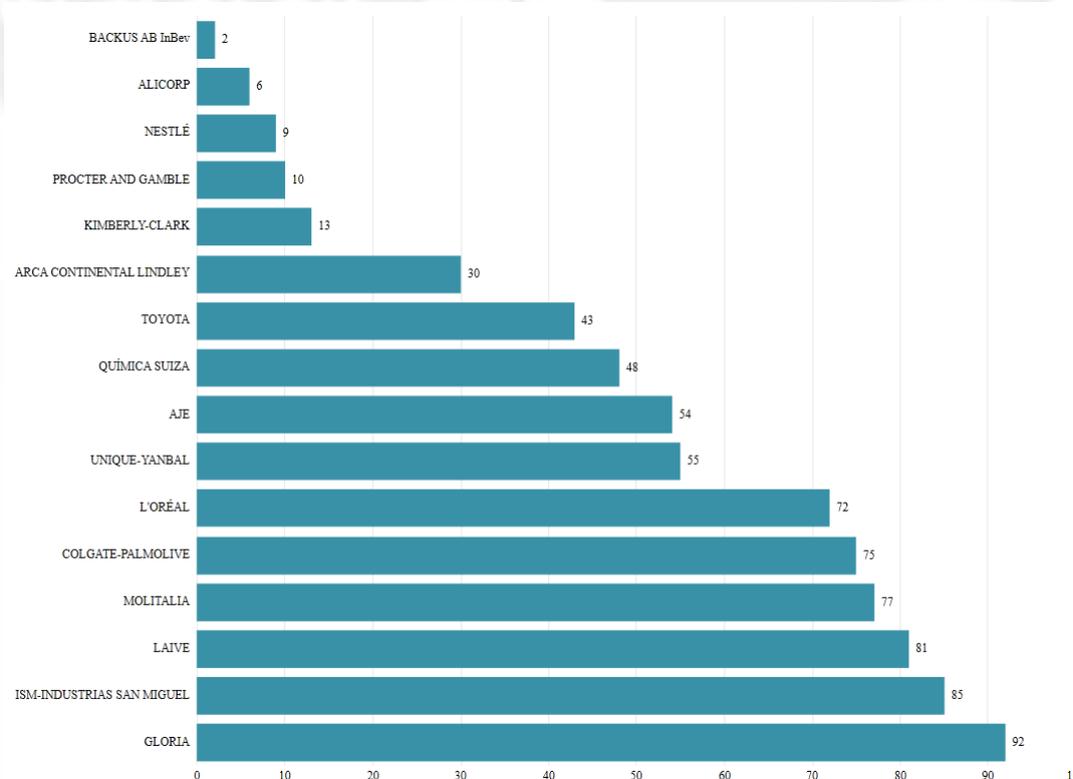


Figura 5. Tendencia sobre las empresas más responsables.
Adaptado de Merco Responsabilidad y Gobierno Corporativo, s. f. c.

En el artículo publicado por Vanessa Sá (2019) acerca de Responsabilidad y Gobierno Corporativo, especificó que la fuente de éxito a nivel empresarial depende de muchos factores entre ellos mejorar la calidad financiera de una empresa, así como su constante crecimiento. La gestión de la empresa se rige en valores y principios, velando por los todos los involucrados como dueños, socios estratégicos, proveedores, accionistas y consumidores, de las empresas del sector industrial. Backus AB InBev se encuentra en la posición N° 2, Arca Continental Lindley en el puesto N° 30 y Gloria en la posición N° 92.

Backus, a nivel de responsabilidad y Gobierno corporativo, demostró que existe una gran armonía entre sus líderes y los inversionistas, y que la comunicación entre ambas partes fluye; se involucraron constantemente en procesos de buenas prácticas financieras y sacar ventaja a nivel nacional e internacional. Las tres empresas practican herramientas financieras que generan confianza, impulsándolas al éxito.

Sobre lo afirmado, Peñaranda (2018), informó que las operaciones F&A, en el país representaron el 4.3 % del total de América Latina, y que en el Perú existen perspectivas de mayores F&A. Tomando en cuenta el entorno nacional e internacional por los acuerdos comerciales vigentes, el potencial de mercado y de clase media del país va generando oportunidades que impulsarán un mayor número de F&A; además de ser una fuente de atracción de inversión extranjera directa y tecnología de punta. Operaciones para las empresas se preparan aplicando buenas prácticas de valorización, pues son conocedoras que las F&A les permite la expansión económica y obtener ventajas competitivas.

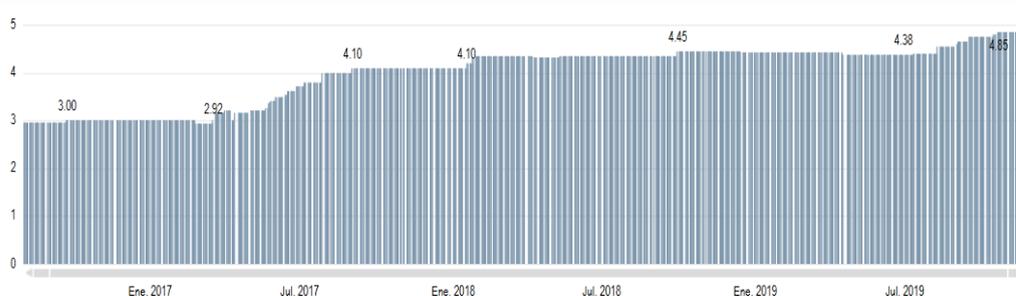


Figura 6. Tendencia de cotización en la BVL en Arca Continental – Lindley

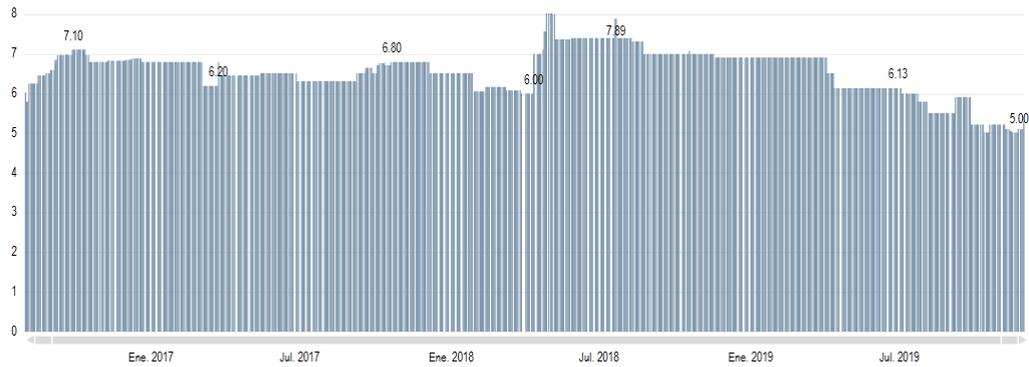


Figura 7. Tendencia de cotización en la BVL en Gloria.

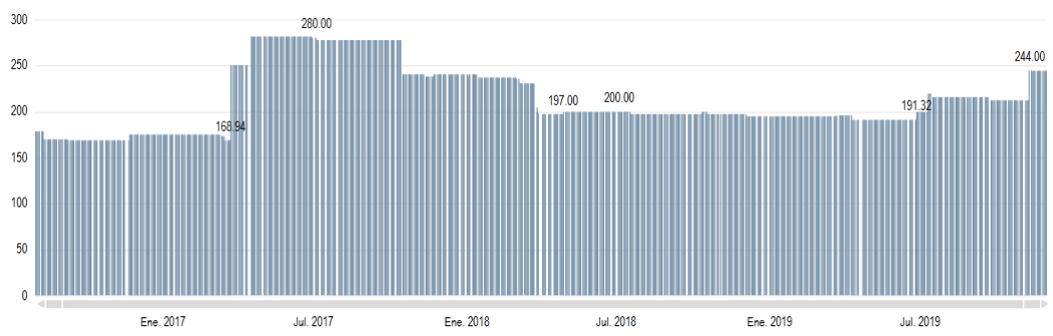


Figura 8. Tendencia de cotización en la BVL en Backus AB InBev.

1.2. Problema de Investigación

¿Cuáles fueron las buenas prácticas Financieras de valorización que llevaron a las tres empresas más exitosas del sector embotellador industrial (Arca Continental – Lindley Backus AB InBev y Gloria) y los motivos que las impulsaron a establecer estrategias de Fusión y Adquisición exitosas y que cotizaron en la BVL en el Perú, en los años del 2013 al 2018?

1.3. Propósito de la Investigación

1.3.1. Objetivo general

El objetivo principal de la presente investigación es identificar las buenas prácticas de valorización que aplicaron las tres empresas más importantes del sector industrial embotellador (Arca Continental – Lindley, Backus AB InBev y Gloria) quienes lograron el

éxito en la absorción de mercados nacionales e internacionales a través de los procesos de Fusiones y Adquisiciones y que cotizaron en la BVL en los años del 2013 al 2018.

1.3.2. Objetivos específicos

- Delimitar las empresas del sector industrial embotellador de bebidas del Perú, que tuvieron mayor participación en ventas en el mercado, cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima en el periodo 2013-2018, y que hicieron fusiones y adquisiciones.
- Especificar las buenas prácticas de valorización, métodos, herramientas financieras, aplicadas por las empresas del sector industrial embotellador de bebidas del Perú, delimitadas para este estudio.
- Reconocer el impacto de las buenas prácticas de valorización en el éxito en los procesos de fusiones o adquisiciones, realizados por las empresas del sector industrial embotellador de bebidas del Perú, estudiadas.
- Inferir la relación entre las buenas prácticas de valorización aplicadas por las empresas embotelladoras de bebidas del Perú, estudiadas, con el éxito en los resultados financieros que han obtenido en procesos de fusiones y adquisiciones

1.4. Justificación de la Investigación

Indagar sobre las buenas prácticas de valorización que aplicaron las empresas embotelladoras de bebidas del Perú, es de gran importancia porque este es uno de los procesos corporativos de mayor relevancia, toda vez que proporciona a propietarios, accionistas, inversionistas y administradores, información sobre el valor real y proyectado de los activos patrimoniales, y al momento de una negociación en la que hay otra parte involucrada demandando ser informada, es cuando esas adecuadas prácticas, actúan como factor decisivo sobre la transacción a realizar, entre ellas las fusiones y adquisiciones.

Esta investigación es importante para todas las empresas, propietarios, accionistas, inversionistas y responsables de la valorización, que necesitan saber cuáles son las buenas

prácticas, cómo se llevan a cabo, qué métodos utilizan y cuándo es correcta su aplicación según el interés que la motiva. Se trata de que la buena práctica de valorización aporta un conocimiento que es trascendental para los interesados e involucrados en las negociaciones, en cuanto a la decisión que tomen, y que se relaciona con garantizar que harán una inversión que va a generar valor y que esa rentabilidad será sostenible a mediano y largo plazo, porque las prácticas así lo demuestran. En ese marco de ideas sobre la proyección del crecimiento económico futuro, para las empresas embotelladoras de bebidas del Perú, calificadas para su observación, este estudio es importante porque ellas necesitan conocer a ciencia cierta, cuáles son esas prácticas de valorización que pueden conservar, favorecer, modificar o cambiar, para generar estrategias que permitan agregar valor al negocio; sobre todo, cuando se trata de F&A que las proyectaran internacionalmente, y por tal razón deben responder a las exigencias que los nuevos escenarios le plantean.

En cuanto a las empresas que no participaron en la investigación, por no reunir los criterios exigidos, y para aquellas que aún no califican como exitosas, el presente estudio, les aportará ideas y orientaciones que le ayudarán a mejorar sus prácticas de valorización, e ir aplicando buenas prácticas de valorización que demuestren la rentabilidad del negocio, y así construir un contexto favorable para futuras negociaciones. Acerca de este aspecto, Price Waterhouse Coopers Perú (2017), ha manifestado que en sus estudios, el 40 % entrevistados estuvieron de acuerdo en que los posibles inversores se inclinan por empresas que hayan hecho la valorización en el último año, pues lo consideran asociado y directamente proporcional a la criticidad de procesos de inversión por F&A, tal como ha ocurrido con empresas que han demostrado ser exitosas porque en su gestión cuidan de aplicar buenas prácticas de valorización. Asimismo, Price Waterhouse Coopers Perú, afirmó que el 74 % de los interrogados, reconocieron a las buenas prácticas de valorización como uno de los factores clave en el éxito de las transacciones, el crecimiento de la economía empresarial y

nacional, porque inversionistas propios y extranjeros, exigen un instrumento que les permita: leer la historia y proyección del negocio, entender el entorno interno y externo que les favorece y las debilidades que deben transformar para generar valor que beneficie la inversión a la cual apuntan.

Este estudio, también es un aporte de gran importancia para los empleados de las partes involucradas en una F&A, porque decidir una transacción con fines de negociación y/o sucesión puede afectarlos. Esto es reconocido por Mascareñas (2005), quien explicó que decidir adquirir una compañía, o fusionarse con ella, “es una de las decisiones más complejas que puede tomar un directivo por la gran cantidad de tiempo y dinero utilizados, y por las repercusiones que puede tener sobre los empleados, clientes, proveedores, etc.” (p. 2); recomendando hacerlo, si realmente hay expectativas de aumentar el valor de las empresas.

Por otra parte, esta indagación será de interés, aprendizaje y orientación para estudiantes e investigadores del tema valorizaciones, porque aumentará sus conocimientos sobre las empresas peruanas observadas, sus éxitos, las herramientas que le permitieron alcanzarlo, y el cómo llevarlo al campo empresarial, es decir, cómo transferirlos; adaptarlos para hacer exitosas otras empresas o negocios que esperan ayuda profesional para valorizar y fortalecer sus finanzas.

1.5. Preguntas de la Investigación

El propósito de esta investigación implicó dar respuesta a las siguientes interrogantes:

- ¿Cuáles fueron las empresas embotelladoras del sector industrial del Perú, que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, durante el periodo 2013 – 2018?
- ¿Qué metodología, buenas prácticas de valorización y herramientas financieras aplicaron las empresas embotelladoras del sector industrial listadas en la BVL en el Perú durante el periodo 2013-2018?

- ¿Cuál fue el impacto de las buenas prácticas de valorización en el éxito en los procesos de fusiones o adquisiciones, realizados por las empresas del sector industrial embotellador de bebidas del Perú, estudiadas?
- ¿Las tres empresas seleccionadas, objeto de estudio de la presente investigación atribuyeron el éxito obtenido por las buenas prácticas de valorización en el proceso de Fusión y Adquisición post venta?

1.6. Definición de Términos del Estudio

En este acápite se definen los conceptos y variables básicas incluidas en las preguntas de investigación, pues se trata de una investigación descriptiva, donde los términos se deben puntualizar según lo que significan para el estudio en particular; por lo que las delimitaciones aplicables al fenómeno estudiado, incluye los rasgos que permiten identificar el referente empírico del concepto en la realidad o fenómeno a estudiarse. Dichos términos son:

1. Buenas prácticas de valorización. Conjunto de conocimiento y prácticas, financieras, de contabilidad, administración de negocios, economía, derecho y otras disciplinas, que aplican las empresas para proyectar los flujos de caja futuros, determinar la generación de efectivo para recuperar el capital a invertir en el negocio, valorar ventas a crédito, ingresos a percibir por depósitos a plazo, o para decidirse realizar negociaciones con diversos propósitos como fusiones y adquisiciones.
2. Fusiones y adquisiciones. Las fusiones, son desarrollos empresariales externos, donde dos o más empresas acuerdan fusionarse, unirse y formar una sola, con el objetivo de crear valor, beneficiándose de sus sinergias (operativas, financieras y colusorias). Las adquisiciones son procesos en los que se predetermina el objeto de la compra; por ejemplo, aumentar la propiedad, el rendimiento financiero, tomar el control, buscar inversores o adquirentes con ciertas características. Todo definido en el documento legal que regula y garantiza lo acordado, conforme a la legislación, jurisprudencia y principio pacta sunt servanda, como

rector de las relaciones entre las partes. En sí, las fusiones y las adquisiciones buscan reforzar el capital para crear valor, más legal, operativa y financieramente los procedimientos difieren según objetivos e intereses de los inversionistas.

3. Buenas prácticas de valorización y su relación exitosa con las fusiones y adquisiciones. Se entiende por buenas prácticas de valorización, al conjunto de conocimientos y prácticas financieras que permiten a los negociadores entender cuál es el valor de los recursos financieros y del dinero en el tiempo, reconociendo el costo de oportunidad (COK, del inglés *Oppotunity Cost of Capital*). Ese saber científico y su aplicación práctica, es lo que va a permitir a las empresas y expertos financieros, demostrar que efectivamente el negocio satisface la rentabilidad exigida y esperada. En ese contexto, las buenas prácticas de valorización que aplican, garantizan el éxito de la inversión en el negocio proyectado.

1.7. Limitaciones

Dentro de las limitaciones encontradas al realizar esta investigación están:

- Las políticas de confidencialidad corporativa y/o empresarial, que limitan obtener información a través de sus registros, documentos y/o gerentes, sobre todo la relacionada con asuntos financieros y legales. De ahí, que una parte de los datos se obtuvo de otras fuentes secundarias por lo que en algunos casos pueden diferir de la que tenga las empresas. En particular se utilizó información financiera pública de las empresas embotelladoras de bebidas con mayor participación en el mercado, según la BVL y Superintendencia de Mercado de Valores (SMV). La información recabada por este organismo es altamente confiable, ya que es auditada anualmente por empresas auditoras de primer nivel. EN adición a esto, se entrevistó a personas del área de valorización designadas por cada empresa observada, para conocer las buenas prácticas en la gestión valorización.
- El gran tamaño y conformación de algunas de las empresas peruanas embotelladoras de bebidas, pues en ellas se han fusionado varias empresas y diversas marcas de productos

alimenticios. En los grupos o corporaciones, la valorización de las empresas y sus activos son de mayor envergadura, por lo que este estudio se centra sólo en la venta global de bebidas.

1.8. Delimitaciones

A efectos de la participación de las empresas en esta investigación, inicialmente se delimitaron estos criterios:

- Ser empresa del sector industrial peruano embotellador de bebidas, cotizante en la BVL en los años 2013 – 2018.
- Figurar entre las cinco primeras empresas clasificadas por nivel de venta.
- Porcentaje de participación en el mercado no menor del 5 % de las ventas totales.
- Empresas con mayor participación en el mercado de las embotelladoras de bebidas del Perú, que hayan realizado fusiones o adquisiciones, y cuenten con la información financiera de los años 2013 al 2018.
- Disponibilidad de personal calificado y responsable de la valorización de los activos, para realizar entrevista al respecto.

1.9. Resumen del Capítulo I

En este Capítulo fueron abordados estudios antecedentes sobre el impacto de las buenas prácticas de valorización, el motivo que las impulsa a concretar diversas fusiones y adquisiciones y el éxito en concentración de mercados que logran las empresas más rankeadas del Perú.

En los últimos años se observa que el número de operaciones de fusiones y adquisiciones han evolucionado e incrementado entre las empresas públicas y privadas, tanto a nivel mundial como del Perú. En líneas generales, han sido negocios exitosos, sin embargo, se comprobó que los líderes que los dirigen manejan estrategias de gobierno corporativo y responsabilidad, informando oportunamente los indicadores financieros con la finalidad de generar confianza al entorno que los rodea, lo cual los hicieron sostenibles y viables en el

tiempo. Esto, porque los errores que se suelen cometer algunos negociadores son debidos al desconocimiento de lo indicado, realizar proyecciones no realistas, sobreestimando o subestimando las variables del mercado y del negocio, y que pudieran leerse anticipadamente en las valorizaciones, estados financieros y auditorías hechas.

En ese orden de ideas, se planteó una investigación sobre las buenas prácticas de valorización que aplicaron las embotelladoras de bebidas en el Perú, entre los años 2013 y 2018. Indagación limitada sólo a las empresas que reunieron ciertos criterios, como (a) figurar entre las de mayor participación en ventas en el mercado peruano de bebidas embotelladas, (b) haber cotizado en la BVL, (c) tener los estados financieros de ese periodo, (d) haber realizado fusiones y/adquisiciones, entre otros. De ellas, se propuso comprender las buenas prácticas y métodos de valorización que aplicaron, como también captar los procedimientos, indicadores o múltiplos comparables y su incidencia en el éxito de los resultados que han logrado.

La investigación se justifica porque las empresas buscan constantemente mejorar su competitividad, maximizar su valor en el tiempo, lograr fusiones, adquisiciones o negocios que les permitan generar valor, equilibrar sus ventas, proyectarse y crecer nacional e internacionalmente. Hacia dicho objetivo, la única manera es procurar nuevos negocios que les permitan mejorar su imagen, para lo cual deben demostrar que en su trayectoria empresarial han aplicado buenas prácticas de valorización y estas pueden ser comparables con sus principales competidores. Esta razón motivó a describir las buenas prácticas de valorización, aplicadas por las empresas del sector industrial embotellador de bebidas del Perú con mayor participación en ventas en el mercado, cotizantes en la Bolsa de Valores de Lima en el periodo 2013-2018 y que hicieron fusiones y adquisiciones exitosas.

Sobre la importancia de las valorizaciones al decidir una negociación Price Waterhouse Coopers Perú (2017) manifestó que en una investigación realizada a las

empresas que negociaron F&A, el 74 % de los interrogados reconocieron que las buenas prácticas de valorización es uno de los factores clave en éxito de las transacciones porque impacta el crecimiento de la economía empresarial pública y privada, nacional e internacional. Esto confirma la importancia del histórico de las valorizaciones del negocio, entre las bases que ayudan a visualizar mejor las perspectivas para la inversión a realizar.

No obstante, lo expuesto, la valorización desafía a inversores, analistas financieros y accionistas, pues en un mundo financiero, globalizado y altamente competitivo como el actual, es difícil encontrar buenas prácticas para valorar la diversidad de activos financieros, donde además existen variables macroeconómicas pueden confundirse con las microeconómicas. A esto se agrega lo señalado por Damodaran (2002), que “existente variables subjetivas generadoras de distorsión”, como por ejemplo priorizar factores como el nivel de expectativas sobre el precio que el activo debería tener en el mercado, y supuestos sobre tasas de crecimiento, entre otros, que para ser analizados y verificados, los inversionistas recurren a estudios pasados y últimas valuaciones como factor clave para asegurar una transacción exitosa.

Capítulo II: Revisión de la Literatura

2.1. Mapa Conceptual con Autores

El acercamiento inicial al concepto de buenas prácticas de valorización se hizo procurando entender primero el significado de la expresión “buenas prácticas”, que en general es tomado como hacer las cosas bien en todos los campos de la actividad humana y luego se procedió a interpretar la aplicación de buenas prácticas en el campo de la economía y las finanzas. Actividades estas para la que fueron de gran apoyo los escritos de Davies y Kochhar (2002), Cámara (2012), y Luca (2017).

Dilucidado qué son las buenas prácticas en el ámbito financiero, se pasa a circunscribirlas al área de valorización de empresas partiendo de conceptualizarla tomando como referentes los aportes de Damodaran (2002), Fernández (2008), Thornton (2014), para luego reconocer la evolución de esta actividad financiera en las narrativas de autores como Caballer y Herrerías (2007), Castaño (2008), Zhongmin (2010).

Continúa la indagación buscando el para qué o utilidad de la valorización según las motivaciones para hacerla. Aspecto consultado en un estudio de Caruajulca (2009), que también llevó a determinar quiénes la hacen y son los responsables. Revisión complementada con aportes extraídos de lo escrito por Mascareñas (2013) y Soler (2014), quienes si bien personaliza el deber ser en los propietarios de la empresa y sus directivos, también aclaran la importancia del conocimiento de los métodos y rol de los expertos en negocios, pues en la actualidad invertir en un negocio exige proyecciones lo más exactas posibles, como también la minimización de posibles riesgos, pues las buenas prácticas de valorización tienen estrecha relación con factores de éxito de cualquier negociación, como los señalan van Horne & Wachowicz (2010), Marks & Mirvis (2011), y Reeves, Harnoss y Bergman (2016).

El mapa conceptual se diseñó tomando en cuenta las investigaciones realizadas por los diversos autores que mencionan los conceptos de buenas prácticas de valorización, así

como los métodos de valorización que utilizan las empresas con mayor participación en el Perú, que contribuyeron a la realización de la investigación. Desarrollo teórico que se esquematiza en la Figura 9 titulada Timeline Mapa Conceptual.

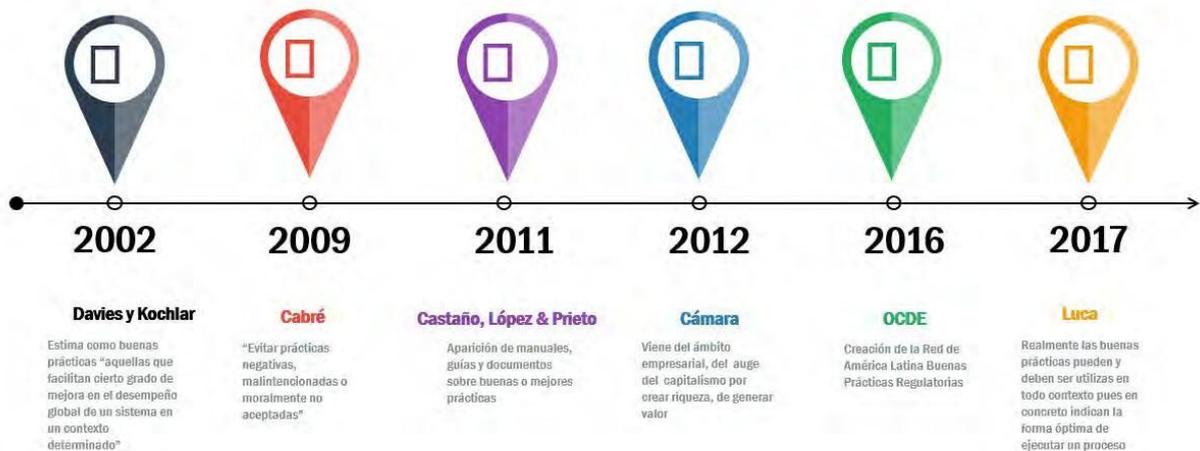


Figura 9. Timeline Marco Teórico de Buenas Prácticas.

2.2 Buenas Prácticas

2.2.1. Marco teórico de las Buenas Prácticas

En todo ámbito social y quehacer humano es de uso corriente la expresión “Buenas prácticas”, para indicar cómo hacer una actividad correctamente de forma que produzca los resultados deseados. Dado que la vida en comunidad está regulada para propiciar un ambiente de convivencia pacífica y unidad, favorable al desarrollo y crecimiento de todos los integrantes, las buenas prácticas se refieren a la forma de hacer las cosas bien y dentro de las normas o estatutos que ayudan a mantener la armonía colectiva. Entender las buenas prácticas como el modo de realizar las cosas según normas, procedimientos o principios sociales aceptados como correctos, indica que aplican en todo quehacer, actividad humana, campos profesionales como el pedagógico, empresarial, administrativo, político, etc. De allí que en el particular ambiente organizacional, Davies y Kochhar (2002), estiman como buenas prácticas “aquellas que facilitan cierto grado de mejora en el desempeño global de un sistema en un

contexto determinado” (p. 76), acciones y actitudes que pueden ser aprendidas, adaptadas y aplicadas por otras entidades, según su situación, contexto y grado de madurez de las prácticas que ya realicen.

En ese mismo contexto organizacional, Cámara (2012) referencia como buenas prácticas la “actividad ejecutada según ciertos estándares y procesos que permiten obtener resultados favorables a partir de un desempeño eficiente y eficaz” (p. 23), mientras que Luca (2017) las interpreta como “resultados sobresalientes a través de fórmulas que han sido demostradas por medio de una investigación y determinando su eficacia por medio de una evaluación para que finalmente sean aplicables a otros casos (p. 64).

Realmente las buenas prácticas pueden y deben ser utilizadas en todo contexto pues en concreto indican la forma óptima de ejecutar un proceso, que en el campo laboral ya sistematizadas, se presentan en forma de guías o manuales de procedimientos. Estas prácticas permiten aprender de la experiencia de otros, y en esa transferencia de aprendizajes y adaptaciones, se promueve nuevas ideas, orientaciones e innovaciones sobre la manera más efectiva de hacerlo; es decir, se relacionan con la calidad y la eficiencia en la gestión en los procedimientos, y en consecuencia, con la satisfacción de las personas y la sociedad.

Las ideas expuestas sugieren que hay descripciones y modelos que sirven de guía a las empresas para hacer las cosas bien, mejorar en el desempeño de las actividades empresariales, lograr buenos resultados y aplicarlas a los procesos relativos a las finanzas, economía y negocios, donde hacer bien las cosas ajustándose a buenas prácticas, es determinante para ser sostenible y exitoso.

2.2.2. Concepto de Buenas Prácticas

2.2.3. Uso de las Buenas Prácticas

Diversos autores señalan que el origen del término de “Buenas Prácticas” proviene de la traducción literal The Good Practices o The Best Practice, sin embargo, para Cámara

(2012) el origen de las buenas prácticas proviene del ámbito empresarial, debido al auge del sistema capitalista cuya finalidad es crear riqueza, caracterizándose por la industrialización desmedida, considerando la importancia de generar valor, pero con disciplina.

De esta última surgen manuales, guías, documentos sobre las Buenas Prácticas y su impacto, característica resaltante del siglo XXI en el ámbito laboral, social, político, financiero (Castaño, López & Prieto, 2011), e ideas que promovieron crear la Red de América Latina y el Caribe sobre Buenas Prácticas Regulatorias (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE], 2016), para compartir experiencias sobre avances y retos en la promoción de la calidad regulatoria en América Latina y el Caribe.



Figura 10. Timeline uso de las Buenas Prácticas.

2.3 Valorización

2.3.1. Marco teórico de valorización

En la historia de la humanidad y las naciones, lo económico siempre ha estado presente como motor y factor determinante de su desarrollo. El registro de hechos, aun los más rudimentarios, demuestran que, en lo económico y financiero, contar con estándares o

procedimientos orientadores de buenas prácticas, ha jugado un importante rol para el desarrollo y sostenibilidad de todo emprendimiento, comunidades y países a las pertenecen.

Sobre el inicio de la valoración, Castaño (2008) considera que desde hace siglos ha sido “una doctrina en constante evolución y estudio que aún necesita una gran aportación investigadora para ser culminada” (p. 24), remontando su origen al trueque como primera manifestación, que de servir inicialmente para satisfacer necesidades básicas, pasó a estimular la obtención de beneficios atesorando bienes materiales e inmateriales que pudieran generar riqueza, hasta llegar a la etapa actual del intercambio por dinero.

Disertando sobre los primeros indicios de tasación o valoración para asignar valor económico a un activo, bien o servicio, Caballer y Herrerías (2007), lo sitúan en el antiguo Egipto unos 3,500 años antes de Cristo, en relación con el funcionamiento de los nilómetros, reduciendo su valoración a unos elementos rudimentarios de proporcionalidad, sin conceptos ni metodología y vinculados con la renta según normas de índole jurídica o religiosa.

Por otra parte, libros como la Biblia y el Corán, dejan ver que cada credo en particular, caracterizaba esas buenas prácticas según sus principios, región geográfica de su influencia, rasgos étnicos y consuetudinarios de sus feligreses, quienes indudablemente actuaban bajo la presión del miedo al castigo divino. Caballer y Herrerías (2007), dan como ejemplo de esto, lo registrado en el libro Levítico de la Biblia, que dice:

Si alguno consagra su casa al Señor, el sacerdote determinará su valor. El cálculo aplicado por el sacerdote deberá aceptarse, cualquiera que éste sea. Si el que consagró su casa quiere rescatarla, deberá añadir una quinta parte al valor que haya fijado el sacerdote, y la casa volverá a ser suya. Si alguno consagra al Señor parte del campo de su heredad familiar, su precio se determinará según la cantidad de semilla que se requiera para sembrarlo, a razón de cincuenta monedas de plata por cada doscientos veinte litros de

semilla de cebada. Si consagra su campo a partir del año del jubileo, dicho precio se mantendrá; pero si lo consagra después del jubileo, el sacerdote hará el cálculo según el número de años que falten para el próximo jubileo, con el descuento correspondiente. (versículo 27)

Como puede observarse, dentro del contexto religioso y cultural, procuraban una forma de proceder o patrón de buenas prácticas, que por imposición se sometían al parecer o subjetividad de la autoridad religiosa, y eran inducidas por el temor, más no por la lógica, la razón, el conocimiento y el convencimiento ético de hacer las cosas bien.

Continuando con la historia de la valorización, hay registro que refieren que en la antigua China 2,000 años a. C. utilizaban la brújula, la escuadra, el nivel y la vara de medir, como patrón. o primeras normas. Luego, 500 años a. C. inventaron el papel, la impresión, el reloj de sombra y ábaco para llevar las cuentas, y 221 años a. C., el emperador Qin Shihuang emitió leyes para unificar los sistemas de medición, estableció una moneda y el sistema de acuñación unificando para los seis reinos originales. También planificó caminos de ancho estandarizado, además del ancho de los ejes de giro y los vehículos lo que favoreció su expansión y la consolidación de su poder político.

Durante la Revolución industrial, Europa y China interrumpieron su desarrollo económico y se desactualizaron las normas y normalización. China, fundador de la International Organization for Standardization (ISO) en 1947, por problemas internos se alejó de ella por muchos años, pero superada la situación se incorporó a la Organización Mundial del Comercio (OMC) en el 2001, y tanto el gobierno como las empresas implementaron el ‘Código de Buenas Prácticas’ de la OMC para la normalización según las reglas del comité de Barreras Técnicas al Comercio de la OMC. Buenas prácticas que aún se continúan estableciendo, regulando, mejorando y exigiendo (Zhongmin, 2010).

Realmente, los estándares reconocidos internacionalmente como “buenas prácticas” empresariales en materia contable, gobierno corporativo, riesgos y procesos, surgen en tiempos más recientes a raíz de la expansión del modelo capitalista, sus crisis y la necesidad de establecer procedimientos replicables y medibles en relación con buen funcionamiento de los negocios. Así, en 1974, por solicitud del Grupo de los Diez (G10), el Banco Internacional de Pagos (BIS), institución de cooperación y apoyo al mercado financiero, diseñó procedimientos estándares para fomentar las buenas prácticas en ese sector, y en el mismo sentido, la Unión Europea, Estados Unidos y un Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway (COSO), de cinco organizaciones sin fines de lucro de ese país, desarrollaron tres líneas de acción empresarial en gestión de riesgo empresarial (ERM), mecanismo de control interno y prevención de fraudes.

Ya en los años 80, bajo los conceptos de ‘calidad’ y ‘calidad total, se sistematizaron buenas prácticas, de las que emergieron las normas ISO 9000 como actividad metodológica de carácter evaluativo, con sus mecanismos de seguimiento y control para verificar su correcta aplicación. En ese contexto, en 1986 General Electric propuso un conjunto de técnicas y herramientas para determinar las “mejoras prácticas” en los procesos de mejora continua.

Durante los años 90, mediante fusión y adquisición de empresas, se constituyeron grandes corporaciones y en algunas de ellas se presentaron diferencias entre la información manejada por los stakeholders y la que tenían sus directivos. Desinformación que representó un riesgo e incrementó la posibilidad de fraudes financieros, como fue el caso de Enron y que motivó a que en el 2002 la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OECD), estableciera los principios básicos sobre gobierno corporativo y que en los Estados Unidos se promulgara la Ley de Sarbanes-Oxley (SOX), o Ley de la Reforma de la Contabilidad Pública de las Empresas y de Protección al Inversionista.

En 2004, en el marco de los procesos de fraude, el incremento de riesgos empresariales por el manejo financiero, la exposición a la que está sujeta el negocio y los riesgos operativos propios del funcionamiento organizacional, COSO estableció una metodología para controlar las buenas prácticas en la gestión de riesgos empresariales (ERM, por sus siglas en inglés); y en el 2005, en Europa, 7,000 corporaciones adoptaron las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS, por sus siglas en inglés), acordando la forma como todos los países miembros darían a conocer su información financiera.

En el 2011, el Comité de Basilea como regulador de los estándares de buenas prácticas en la banca a nivel global, estableció nuevas disposiciones para prevenirla de impactos negativos de los riesgos financieros y operativos, como ocurrió en la crisis financiera del 2008, de hipotecas subprime. Luego, en el 2016, se pronunció sobre las normas de mínimos estándares que deben mantener los bancos para su correcto funcionamiento, y desarrolló regulaciones y estándares para mantener las buenas prácticas en el manejo y funcionamiento de los negocios.

Particularmente en el Perú, el Ministerio de la Producción (2015) refiere como responsable del proceso de normalización, al Instituto Nacional de Calidad (INACAL) como la autoridad competente con autonomía técnica y funcional, pero sujeta a los acuerdos internacionales sobre normalización y al Acuerdo de Obstáculos Técnicos al Comercio de la Organización Mundial del Comercio (OMC), en la que participan la Dirección de Normalización de INACAL, la Comisión del Codex Alimentarius, el Organismo Internacional de Normalización (ISO) y la Comisión Electrotécnica Internacional (IEC).

En el Perú, hay un andamiaje legal para la Normalización integrado por acuerdos, códigos, normas internacionales y supranacionales. Ese proceso, para ser reconocido internacionalmente, exige que la Dirección de Normalización desarrolle sus actividades conforme al Acuerdo de Obstáculos Técnicos al Comercio de la Organización Mundial, el

Código de Buenas Prácticas para la elaboración, adopción y aplicación de normas técnicas ISO 59:2008, el Código de Buenas Prácticas para la Normalización y las guías sobre normalización:

GP 001:2016 Directrices para la redacción, estructuración y presentación de Normas Técnicas Peruanas.

GP 002:2016 Guía para la presentación de textos impresos de Esquemas, Proyectos y Normas Técnicas Peruanas.

GP-ISO/IEC 2:2013 Normalización y actividades relacionadas. Vocabulario general.

GP-ISO/IEC 21-1:2013 Adopción regional o nacional de normas internacionales y otros productos de la normalización internacional. Parte 1: Adopción de normas internacionales.

GP-ISO/IEC 21-2:2013 Adopción regional o nacional de normas internacionales y otros productos de la normalización internacional. Parte 2: Adopción de otros documentos producto de la normalización internacional diferentes a normas internacionales.

Todo indica que en el Perú hay un marco legal regulatorio de los procesos de normalización aceptados nacional e internacionalmente, que sirven también de guía al momento de redactar las normas y procedimientos en los distintos campos laborales, sobre todo cuando esos espacios de trabajo son parte de empresas multinacionales o transnacionales, como son Arca, Aje y Backus ABInBev, donde las buenas prácticas son esenciales. Estas prácticas deben aplicarse en cada una de las diversas áreas relacionadas con el proceso productivo y la gestión de las finanzas. Exposición ésta que se ilustra en la Figura 11.



Figura 11. Timeline Marco Teórico de Valorización.

2.3.2. Concepto de valorización

La valorización de empresas es enfocada desde diversas perspectivas que procuran una definición aproximada a su contexto o enfoque, entre ellas las siguientes:

Es el proceso de estimación del precio de los activos y los beneficios obtenidos por la empresa como resultado de su gestión efectiva. Se lleva a cabo en el momento, ya que el mercado es como un organismo vivo y la nueva información que afecta a la condición y las operaciones de las empresas.

(Miciula, Kadlubek & Stepień, 2020, p. 21).

“Proceso mediante el que se busca cuantificar los elementos que constituyen su patrimonio, su actividad, su potencial o cualquier otra característica relevante” (Sánchez. 2005, p. 1).

“Área en la cual convergen las fuerzas de la oferta y la demanda para establecer un precio único a pagar por el bien o servicio” (Parra, 2013. p. 86).

“Proceso encaminado a determinar el valor de una empresa para sus propietarios...es el proceso por el cual se determina el grado de utilidad que esa empresa puede proporcionar a sus propietarios o usuarios” (Yirepa Economía y Finanzas, 2018. s. n/p).

Parte de la economía cuyo objeto es la estimación de un determinado valor o valores de una empresa con arreglo a unas determinadas hipótesis, con vistas a unos fines determinados y mediante procesos de cálculo basados en informaciones de carácter técnico y económico (Caballer, 1998, p. 11).

De las definiciones expuestas se infiere que la valoración de empresas es tema de interés para propietarios, gerentes, inversionistas, proveedores, empleados, partes intervinientes en negociaciones privadas, como también para los contratantes particulares y estatales involucrados en privatizaciones, nacionalizaciones, alianzas y cooperaciones. Casos en que se puede entender como servicio, función, proceso, resultado o producto de una actividad técnico-científica propia del área financiera y por ende de especialistas. Pero también es comprensible aceptarla como el proceso subjetivo de valorar las propiedades en función de la utilidad personal esperada de ellas, y en razón de esas esperanzas o expectativas, el bien poseído puede adquirir un valor diferente para el dueño, como también para quien lo oferta en venta y quien aspira a su adquisición o compra.

Es importante dejar claro que no es lo mismo valor que precio, porque este último es monetario, y es común transferir el valor a dinero que se paga al comprar y vender; mientras que el valor se funda en razones subjetivas, que argumentan por qué se está dispuesto a ceder con relación con el precio en caso de negociación. Desde el punto de vista de los economistas, valor es “el grado de utilidad o aptitud de las cosas para proporcionar bienestar o para satisfacer necesidades” (Sánchez, 2005, p. 10), y en el caso de una empresa es la

utilidad que proporciona a usuarios y/o propietarios, indistintamente del valor que tenga para compradores y vendedores.

Para despejar dudas sobre lo expuesto Castaño (2008), explica que el precio es una relación entre utilidad y cambio, mientras que valor económico de un bien o servicio se relaciona con la abundancia, la escasez, utilidad, trabajo que en calidad y cantidad cuesta producirlos y el tiempo pues con él los activos pueden perder valor por obsolescencia. El tiempo en que se asignan coste, precio y valor, indica que el coste queda en el pasado cuando fueron producidos los bienes o servicios; el precio se calcula al momento del intercambio en el presente y el valor es una proyección estimada para el futuro. Del coste y precio hay certeza absoluta, mientras que el valor es incierto por ser una apreciación subjetividad del beneficiario y por relacionarse con el futuro.

Respecto a la valoración de cualquier cosa, bien o servicio, Fernández (2008) estima que “es uno de los factores que intervienen en la decisión de comprar o vender la empresa o la cosa de que se trate” (p. 4), durante el proceso a través del cual se llega o no la negociación a realizar y donde las partes esgrimen “las razones por las cuales está dispuesta a ceder, o adquirir, la empresa por no menos, o por no más, de tal precio” (p. 4).

Todo indica que no siempre tiene un fundamento técnico, de ahí que haya empresas con diversos valores, cuando su valor debería apoyarse en una base técnica con supuestos reales y correctos que atenúen la subjetividad sobre la que se valora, pues como sostiene Damodaran (2002) “las valoraciones están sujetas a numerosos factores empresariales e institucionales que reducen la objetividad del proceso, y la mejor valoración es la que sea objeto de menos criterios parciales” (p. 90).

La valorización es actualmente una de las prácticas financieras más utilizadas para valorar ventas a crédito, ingresos a percibirse por un depósito a plazo y negociaciones con propósito de adquisición o fusión. Casos en los que se debe entender el valor del dinero en el

tiempo y el de los recursos financieros, reconociendo el costo de oportunidad (COK, del inglés Opportunity Cost of Capital). Esto para demostrar que satisface la rentabilidad que exigen los negociadores, aplicando modelos de valorización de empresas que combinan conocimientos de contabilidad, administración de negocios economía, ingeniería financiera, derecho y otras disciplinas, que ayudan a proyectar los flujos de caja futuros, como a determinar la generación de efectivo para recuperar el capital a invertir en el negocio.

Algunos de los conceptos sobre la valorización hasta aquí expuestos, se muestran en la Figura 12.

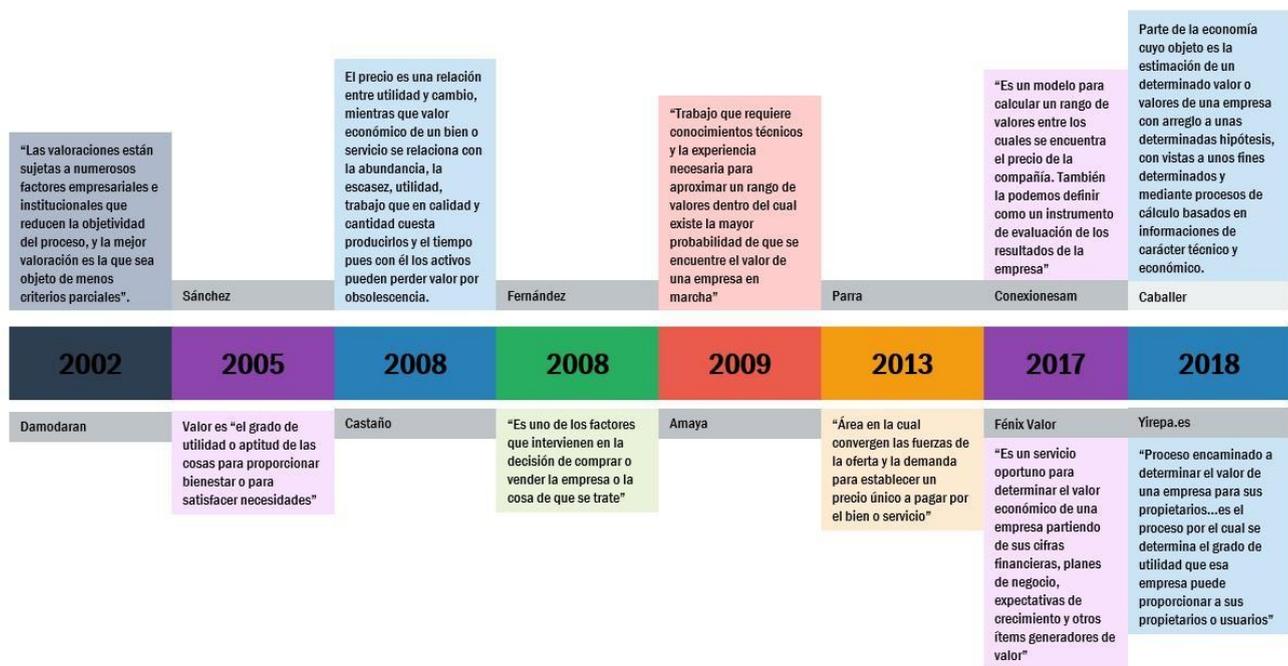


Figura 12. Timeline Concepto de valorización.

2.3.3. Utilidad de la valorización

Son numerosas las utilidades de la valoración de empresas, por ser requerida al momento de fijar el precio de algo por adquirir y acordar la compra-venta, determinar capitales a asegurar, liquidar, reorganizar o fusionar empresas, litigios y otras situaciones que serán potenciadas por el creciente desarrollo de activos en valores de renta variable en la operación de empresas que no cotizan en una bolsa de valores (Private Equity). Asimismo,

por el capital de riesgo apostado al financiamiento de nuevas empresas, pequeñas y medianas, aun sin historia que permita confiar en sus resultados y por deben sujetarse a las Normas Internacionales de Contabilidad.

Según las tres las grandes áreas o campos de acción de las finanzas, Mascareñas (2013) explica las razones fundamentales de por qué y para qué de la valorización, que se resumen así:

1. Finanzas Corporativas o administración financiera. Para estudiar cómo crear valor y mantenerlo usando eficientemente los recursos. Investiga en tres subáreas (a) mejor alternativa inversión en activos reales tangibles e intangibles, (b) mejores alternativas de financiamiento para los planes de inversión en activo y (c) decisiones directivas día a día, o de administración de bienes para correcto funcionamiento de la empresa.
2. Inversiones Financieras. Se debe indagar cómo cuidar las transacciones financieras desde el punto de vista del inversor, o excedentarios de recursos financieros que adquieren los títulos-valores emitidos por la empresa, la valorización de acciones, bonos e instrumentos financieros.
3. Mercados Financieros e Intermediarios de Valores. Es necesario analizar mercado secundario de valores, las transacciones hechas por agentes económicos diferentes al grupo de deficitarios de recursos financieros (empresas) y los excedentarios de recursos financieros (inversores), pues dinamizan el mercado financiero a través de la transacción de activos por cuenta propia (dealers), o a cuenta de terceros (brókeres).

En el mismo orden de ideas, Soler (2014) refiere que son varios motivos para proceder con la valorización de las empresas, vinculados con las operaciones de mercado, modificaciones estructurales y conflictos legales, explicando que en las operaciones de mercado como la compraventa, quien compra tiene una valoración que le indica el precio a pagar y el vendedor un precio mínimo a exigir. En el caso de empresas que cotizan en bolsa

que pueden emitir, comprar y vender acciones o títulos de deuda, la razón es que suelen comparar el valor obtenido con el del mercado, para aprovechar las acciones infravaloradas o para una comparación entre empresas en base a su evolución y para crear un portafolio de acciones y opciones como operaciones de capitalización, acceso a nuevos mercados, integración, fusión o creación de nuevos grupos empresariales.

Las modificaciones estructurales, es motivo argüidos para valorizar, como por ejemplo, en el caso de implementar mecanismos de remuneración del personal con base en la creación de valor, caso en el para Fernández (2008) “La valoración de una empresa o unidad de negocio es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos” (p. 3). Otras son la utilizadas para identificar productos, áreas o unidades creadoras o destructoras de valor (value drivers), tomarla como base para la planificación estratégica y/o propósitos relacionado con los value drivers, para determinar qué productos, países, áreas de negocios permanecen, se van potenciar o cerrar; es decir, tomar determinadas decisiones estratégicas. Además, como consecuencia de estudios de la continuidad de la empresa, esa valoración sirve para decidir si llevar a cabo o no procesos de fusión, venta, asociación, absorción u otra negociación.

Conflictos legales. En toda situación de orden legal la valoración de empresas siempre será necesaria u obligatoria. Así, en los arbitrajes por disputas sobre precios, ambas partes están obligadas a presentar su valoración para que el juez pueda decidir, con base en la de mayor fundamento, lo que también aplica en procesos laborales, de expropiación, nacionalización o de liquidación de empresas.

Por otra parte, Caruajulca (2009) diserta sobre la valorización externa como tarea realizada por expertos ajenos a la empresa valorada, donde la contabilidad no determina su “verdadero valor”, pues su criterio de valorización de activos difiere del valor económico del

recurso y su capacidad de generar beneficios futuros, lo que es necesario para comprobar y demostrar el valor de la empresa ante terceros, por motivos de negocio.

Para Damoradan (2002) el valor de un activo financiero “subyace en su capacidad de generar flujos futuros de efectivo” (p. 96). Esto indica que cuantos más flujos de efectivo genere, más valor tiene, y en consecuencia, una buena valorización se origina con una buena proyección de flujos futuros, pues como también comentara Damodaran “la incertidumbre de no conocer el futuro sobre el cual se proyectan los flujos de efectivo representa el mayor riesgo para obtener un valor acertado de un activo financiero” (p.96), reconociendo así que entre sus utilidades están la de proyectar como generar más flujo de efectivos y reducir los riesgos por incertidumbre.

De manera similar a lo expuesto, Chu (2009), plantea que el valor de la empresa para un inversionista, lo determinan:

1. La magnitud de los futuros retornos o flujos de caja derivados de su inversión.
2. El tiempo de los flujos, cuando son recibidos y desembolsados.
3. Todo lo relacionado con el riesgo o la incertidumbre de que algo suceda o la posibilidad de que ocurran desembolsos no esperados. (p. 10)

Chu (2009) señala la importancia de determinar el valor de los activos, con base en expectativas de riesgos y retornos, e indica que un gerente genera valor cuando identifica y realiza proyectos cuyos retornos sean mayores al costo de obtener capitales por parte de la empresa, siendo de vital importancia el uso de métodos de valorización y posteriormente utilizar estrategias para llevar a cabo lo proyectado. También recuerda que una forma de generar valor para los accionistas, es creando empresas saludables, sólidas, capaces de brindar oportunidades de negocio y oportunidades laborales, para que contribuyan con la economía del país. Por otra parte, orienta sobre la necesidad de utilizar indicadores que puedan ser conectados con la generación de valor, y que los indicadores a escoger o métodos

para valorizar la empresa, no deben estar basados en las utilidades, ya que no proveen de un indicador con suficiente soporte en creación de valor, debido a que las utilidades no son iguales a los flujos de caja, siendo de vital importancia el efectivo para generar valor.

En definitiva es amplia la aplicación útil de la valoración de empresas, pues la misma va desde conocer la situación financiera de un patrimonio, proporcionar información interna para su gestión, la compraventa de un bien, servicio o acciones, hasta transacciones societarias complejas como la separación, fusión y/o ampliación por entrada de nuevos accionistas, la nacionalización de una empresa, la constitución de nuevos holding o grupos empresariales, además de llevar a cabo procesos legales laborales, de negociación, sucesiones, participación y distribución de bienes pertenecientes al patrimonio familiar.



Figura 13. Timeline utilidad de Valorización.

2.3.4. Responsables de la Valorización de las Empresas

De lo expuesto en las aproximaciones a la definición de valoración de empresas y de la utilidad de su aplicación, se puede inferir que el primer responsable de valorizarla es el

propietario, pues es él quien lo hace de acuerdo con sus juicios de valor personal respecto al bien poseído, y también porque es a quien interesa el rendimiento de su capital e inversiones, para que al momento de una negociación el resultado satisfaga sus expectativas.

De sólo tener ese propietario un saber empírico, debe cuidar a través de terceros, que sus recursos financieros sean bien gestionados o administrados. Situación en que la responsabilidad de la valorización pasa a ser compartida con directivos, gerentes, administradores, contadores, tasadores o el equipo de técnicos y especialistas las finanzas. Es función y responsabilidad asignada desde el campo laboral y profesional; de allí que consultora Grant Thornton LLP (2014) expresó que una buena práctica de valorización es contar con un comité o consejo de especialistas internos y externos, con experiencia en ese proceso, para que puedan aportar una perspectiva imparcial, más objetiva que la de quienes serán beneficiados con los resultados.

Por otra parte, está la valorización de empresas, bienes patrimoniales y activos financieros del Estado, en la también se debe estimar el flujo de efectivo para conocer su capacidad de generar flujos y poder realizar negociaciones de compraventa, de participación, de asociación con terceros inversionistas, privatizar, expropiar, nacionalizar, proceder con modificaciones estructurales y otros, en los que la responsabilidad de la valorización recae en los funcionarios públicos legalmente designados como autoridad competente para hacerlo, e incluye a los órganos contralores.



Figura 14. Responsables de la Valorización en las empresas.

2.4. Métodos para la Valorización de las Empresas

2.4.1. Marco teórico sobre los Métodos de Valorización de las Empresas

Castaño (2008) distingue dos etapas en la evolución histórica la valoración:

1. Una primera basada en el valor individual de los elementos del negocio, calculados con métodos de valoración estáticos, que independientemente tasaban los activos y elementos patrimoniales, tomaban como referente el coste histórico o el valor del mercado. Así, con técnicas contables, se obtenía el valor neto y por medio del mercado se calculaba el coste de reposición. La suma de los valores obtenidos arrojaba el valor total de los activos. El mismo procedimiento aplicaba para calcular el valor de los pasivos, y por diferencia se obtenía el valor del negocio con fines de liquidación, obviando el potencial futuro del negocio como un todo y organización funcional en la que inciden factores como el potencial humano, social y geográfico con capacidad para generar riqueza.
2. Para generar flujos de caja, riqueza a futuro. Aplican procedimientos dinámicos y acordes con la generación actual de utilidades que demandan las empresas, a partir de una variable menos manipulable que la capacidad para generar beneficios, como es la capacidad empresarial para generar flujos de caja, donde todos los activos se toman como una unidad conjunta que funciona con un objetivo común. Hoy, son de uso común pese a presentar

limitaciones como el no poder comparar los estados financieros y su carácter histórico, el comportamiento incierto o errático de los beneficios, la imposibilidad de valorar otras operaciones fuera de balance, y el no incluir activos intangibles.

2.5.2. Modelos de valoración de empresas

Existen muchos modelos de valoración de empresas, más considerando si utilizan o no información de mercado y si requieren o no requieren la proyección futura del negocio en un conjunto de escenarios, los métodos en general pueden clasificarse en tres grupos:

1. Métodos contables o basados en un concepto del valor de los activos, que no utilizan información de mercado: Valor en libros. Valor ajustado en libros. Valor de liquidación.
2. Métodos basados en múltiplos financieros, o que comparan los resultados de valoraciones de empresas del mismo sector o un sector similar, para calcular el valor de la empresa en evaluación. Es decir, que se fundamentan en la observación de diversos indicadores que se hace de una empresa, sobre todo los del mercado de valores de empresas con características similares para obtener un valor asociado a ella. Entre sus métodos están la Valuación con la fórmula de Gordon y Shapiro (1996), Relación precio/ganancia, Price to Earnings Ratio (PER), Relación precio sobre ventas (PSR), Valor en bolsa o de mercado, Múltiplo de utilidades o beneficio neto, Relación valor de la empresa (Enterprise Value) sobre beneficio antes de amortizaciones, intereses e impuestos o múltiplo de EBITDA y Relación del valor de la empresa sobre el beneficio antes de intereses e impuestos o múltiplo EV/EBIT
3. Métodos basados en el retorno de la inversión o de proyecciones: Valor presente del flujo de utilidades; Flujo de caja o efectivo descontado; Método del flujo de caja libre.

Métodos de valoración contable. En general, los modelos de valoración contable consideran que los activos tienen capacidad lineal de generar recursos, pues suponen que el capital invertido en el negocio se usa para adquirir o financiar los activos que soportan operaciones; que si entregan resultados positivos aumentan los activos y si son negativos los

disminuyen, y que la operatividad de la empresa apalanca la expansión de los activos. Por ello, lo que al momento de valorar una empresa, lo hacen midiendo hechos económicos, comerciales y administrativos registrados en la contabilidad acumulada, lo cual obliga al inversionista a tomar una decisión sobre lo ya ocurrido. Entre estos métodos figuran:

Valor en libros o valor patrimonial. Es un método que parte del balance general de la empresa en una fecha determinada. Aprecia el valor de los activos fijos a su precio de adquisición y su disminución por depreciación, sin incluir el goodwill o fondos de comercio. Otros activos y pasivos se contabilizan en forma corriente. Fácilmente, el valor de la empresa se estima restando al total de los activos, el valor de los pasivos; resultando que el valor de la misma equivale a la suma del patrimonio contable y es el valor de referencia de la empresa.

Este método fue ideado para utilizarlo en economías donde la inflación no distorsiona el valor de los activos fijos e inventarios en el corto plazo. Situación que en la actualidad se complica pues las normas permiten distorsiones; además, deja sin resolver por una parte el problema del valor contable de algunos activos como la propiedad, planta y equipo, que no se relaciona con su valor comercial, y por otra, que no puede reflejar aspectos claves como el desarrollo organizacional, participación en el mercado, incidencia de la generación de flujos futuros de fondos, la subutilización de activos, y la generación de utilidades futuras.

Valor ajustado en libros o valoración con ajuste de activos netos. Este método busca corregir la desactualización del valor comercial de los activos y pasivos en el balance de la empresa, y calcula el valor del patrimonio ajustado. Igualmente, trata de resolver algunas inconsistencias que la inflación y la obsolescencia tecnológica ejercen sobre los activos, pero quedan sin solución los problemas de los activos y pasivos no registrados en el balance, los pasivos laborales subvaluados, al no poder calcularse con exactitud la variación de las tasas de interés de las deudas y créditos en moneda nacional y extranjera (que incluso pudiera llegar a ser mucho mayor al valor del mercado), la habilidad o inhabilidad de la empresa para

producir resultados económicos con sus activos. Esta valoración, know how, queda a criterio subjetivo del evaluado.

Valor de liquidación. Como su nombre lo indica, con este método sólo se estima el valor de la empresa para liquidarla, desconociendo totalmente el uso de activos, pasivos. Activos, cuentas por cobrar comerciales, inventarios y otros, pueden valer en la liquidación solo una fracción del valor que tendrían en una operación normal, y los pasivos se ajustan necesario para la liquidación de la empresa. El resultado de restar los pasivos al total de los activos, arroja el valor de liquidación de la empresa, que realmente suele ser superior si es obtenido por otros métodos de valoración que consideren la actividad actual y operaciones futuras, la rentabilidad de los activos, componentes y equipos. El valor de liquidación importa sólo como un parámetro referente del tope mínimo del valor de una empresa.

Métodos basados en múltiplos financieros. Estos métodos usan la información disponible en el mercado (sobre todo el de valores), para definir el múltiplo según las características del sector y el tipo de compañía dentro de él, sin que se quiera decir que la empresa evaluada vaya tener un comportamiento idéntico a la tomada como referente. Los métodos pueden ser: de cotización y de transacción.

Los de cotización. Calculan el valor de mercado de una empresa por analogía con el valor de mercado de otras compañías comparables. Exigen hacer un análisis de la empresa objetivo, como también de las empresas comparables y clasificarlas. Luego, proceder con la elección y cálculo de los múltiplos a utilizar, para aplicar los resultados y realizar la selección de un rango de valoración para la empresa en estudio.

Los de transición. Analizan el precio pagado por compañías parecidas, para lograr un estimado del precio de la empresa objetivo. Estos métodos precisan diferenciar precio de valor, y aun cuando el mercado puede marcar el precio o varios precios, hay que confiar en el valor a largo plazo, y al aplicar un múltiplo financiero, considerar que los valores del

mercado son apropiados, no los afectan distorsiones entre oferta y demanda y que la empresa en valoración sea muy similar a la que se va a comparar.

Modelo de valuación con la fórmula de Gordon y Shapiro. Es interpretado como el valor presente de un flujo esperado de dividendos futuros, con un crecimiento constante de esos dividendos a una tasa g . Para Block, Hirt y Danielsen (2013), este indicador es “el precio corriente de las acciones es el valor presente del flujo futuro de dividendos que crece a una tasa constante” (p. 284). Ese flujo de dividendos futuros equivale al flujo de caja libre, lo que es igual a los recursos que la empresa libera para retribuir a los accionistas. Es el dividendo potencialmente distribuible sin alterar la estructura financiera de la empresa.

Matemáticamente se expresa así:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g} \qquad = E = \qquad \frac{FCL}{k - g}$$

Donde:

E: Es el valor de mercado de los fondos propios.

FCL: Es el flujo de caja Libre - dividendos futuros.

k: Es la tasa de retorno esperada.

g: Es la tasa de crecimiento perpetuo.

El flujo de caja libre al equipararse al flujo de dividendos se expresa en función de los beneficios como $FCL = B * P$, siendo B el beneficio anual neto y P el factor de pago que resulta de la relación dividendos sobre utilidades del ejercicio. Al sustituir esos elementos se obtiene la fórmula que recoge cuatro factores básicos en la valoración de los activos financieros:

$$P_0 = \frac{B * P}{k - g}$$

La expresión anterior indica que una empresa vale, en la medida que genere recursos retribuíbles a los accionistas. Económicamente, el valor no existe si esto no ocurre. Los

recursos provienen de las necesidades de inversión, asociadas al crecimiento esperado y en relación con la tasa g . La tasa de retorno, que involucra el riesgo, la representa k . Entre más alta es la esperanza de crecimiento de los recursos, mayor es el valor de la empresa, ante la igualdad de los demás parámetros. Un flujo tiene más valor, cuando se tenga más certeza. A mayor incertidumbre, el inversionista exige una mayor tasa y , por lo tanto, es menor el valor presente del flujo.

Relación precio/ganancia, Price to Earnings Ratio (PER). Este múltiplo relaciona dos variables: precio por acción (PPA), respecto al beneficio por acción (UPA). Es un indicador del comportamiento bursátil conocido como relación precio/ganancia (Price to Earnings Ratio).

$$PER = \frac{PPA}{UA}$$

El PER permite conocer el valor del capital de la empresa. No obstante, algunos autores recomiendan que, al aplicar este índice, al estimar el valor de toda la empresa, se sume el valor de la deuda neta, ya que el resultado obtenido es afectado por el nivel de endeudamiento de la empresa. Ahora, si la empresa tiene un bajo endeudamiento frente a las comparables, se puede adicionar una prima justificada en que la firma en valoración tiene menor riesgo, menor tasa de retorno y consecuentemente un mayor valor.

El PER, también facilita estimar el tiempo de recuperación de la inversión, entendido como el número de periodos para el que, por medio de utilidades, se logre el valor de mercado de la compañía. Esto, suponiendo que las utilidades son constantes a perpetuidad y el futuro depara crecimiento puntual, estancamiento o pérdidas.

Como todo método, el PER tiene sus limitaciones, como no considerar el valor del dinero en el tiempo y la variación de los rendimientos a largo plazo, y en el caso de ser aplicado a empresas sin beneficios contables o con resultados variables entre pérdidas y utilidades, hay que analizar el concepto desde otros puntos de vista, pues el resultado anual

no sería el mejor indicador, y obliga estimar el beneficio en períodos mensuales, trimestrales, en entornos cambiantes, o trabajar con medias móviles en lugar de años naturales. Limitantes que llevan a desestimar el PER para la valoración de compañías.

Al analizar el PER inversamente, es decir beneficio/precio, se obtiene un indicador de rentabilidad. Si la empresa alcanza las utilidades para su nivel de valor, es porque el rendimiento esperado por los accionistas coincide con la lograda por ella. La fórmula sería:

$$\frac{B}{P} = Ke = \text{Rentabilidad del accionista}$$

Este resultado supone unos beneficios constantes y perpetuos, lo que no es así, menos si no se ha discutido el perfil de riesgo, pues la utilidad puede crecer o decrecer y el dinero tiene valor en el tiempo. Para subsanar los vacíos del PER, se puede encontrar un factor coyuntural que determine las variaciones de las utilidades futuras de la empresa. Es un valor adicional denominado valor presente de las oportunidades de crecimiento (VPOC), donde el valor de la empresa estaría dado con base en la siguiente expresión:

$$\text{Precio de la Compañía} = (\text{Utilidad Neta} * \text{PER}) + \text{VPOC}$$

El VPOC es un precio adicional por los factores de crecimiento de la empresa, y en función del producto de la utilidad neta por un factor que puede ser el *good will*, entendido éste como la relación entre la tasa que se espera de utilidades futuras sobre la diferencia entre la rentabilidad esperada por los accionistas y la tasa de crecimiento de las utilidades. Esto, sin olvidar que la utilidad de la empresa no siempre refleja la riqueza que tiene, y por tal motivo, el valuador debe indagar en los estados financieros para hacer los ajustes del caso. Si la firma capitaliza, el efecto es un incremento del PER cuando las utilidades siguen siendo las mismas. El rendimiento para accionistas disminuye porcentualmente en el corto plazo y solo a futuro se estabilizará.

Relación precio sobre ventas (PSR. Parte de descomponer la fórmula de Gordon y Shapiro sustituyendo: $B = \text{Ventas} * \text{Margen Neto}$

De esta manera, si el beneficio es igual a las ventas por el margen, se puede reemplazar en la siguiente expresión:

$$\frac{E}{\text{Ingresos}} = PSR = \frac{\text{Margen Neto} * P}{k - g}$$

Donde:

E: Valor de mercado de los fondos propios

P: Factor de pago que resulta de la relación dividendos sobre utilidades del ejercicio.

k: Tasa de retorno

g: Tasa de crecimiento perpetua

Este múltiplo supone un margen neto constante. El ratio de precio sobre ventas es idéntico al PER, con la predeterminación del porcentaje de beneficio neto sobre ingresos.

Valor en bolsa o de mercado. Toma como base la cotización bursátil de las acciones de una empresa en un determinado momento, o su promedio durante un período dado. Así, calcula el valor de la empresa por el número de acciones en circulación, multiplicado por el precio de la acción, porque supone que el valor de mercado de la acción refleja las expectativas de generación de valor de la empresa. Su ventaja es la transparencia, ya que en la bolsa de valores se sabe el precio de mercado de cada acción.

Aplica sólo a empresas inscritas en la bolsa si el mercado bursátil y volatilidad son altas; por lo tanto, no están sujetas a distorsiones propias de un mercado de acciones ineficiente. Cuando el mercado bursátil ineficiente, es mínima cantidad de empresas inscritas en la bolsa, y la información que permite tomar decisiones no será uniforme, ni completa, ni estará disponible, pues los precios de las acciones son manipulados por unos pocos inversionistas que concentran la propiedad e impiden obtener los verdaderos valores de las acciones y las empresas. También en mercados eficientes se realizan transacciones con base en precios que difieren de la cotización bursátil pero que reflejan las sinergias mencionadas.

Múltiplo de utilidades o beneficio neto. Multiplica por un múltiplo ponderado a criterio del evaluador, las utilidades netas después del pago de impuestos del último ejercicio. Su cálculo es fácil y de amplia aplicación para fijar rápidamente un parámetro indicativo del valor de una empresa. Sus desventajas son que la valoración se hace con base en la situación que presenta la empresa en un solo año, que puede no ser indicativa de las perspectivas futuras, y que, de no existir un mercado accionario desarrollado, el múltiplo escogido a criterio del evaluador, nunca reflejará las proyecciones económicas de la compañía valorada.

La Relación valor de la empresa (Enterprise Value) sobre beneficio antes de amortizaciones, intereses e impuestos o múltiplo de EBITDA. Es usada para comparar el valor de una empresa con el importe de otras del mismo sector. El valor de la empresa mide el valor de las operaciones en marcha, es decir, el valor de negocio, en lugar de medir el valor de la empresa, cuánto costaría comprar un negocio libre de deudas y obligaciones.

El EBITDA se refiere a los beneficios que genera una empresa como resultado de su explotación, más las depreciaciones y amortizaciones del ejercicio. Al unificar los dos conceptos, el indicador EBITDA es útil para evaluar la capacidad de generar fondos a las empresas, sin tener en cuenta la política de financiación, amortizaciones y el aspecto fiscal. En otras palabras, una empresa es rentable hasta aquí y, en adelante, depende de la gestión directiva.

El múltiplo EBITDA es un indicador que no lo afectan los cambios en la estructura de capital, y por lo tanto, hace posible la comparación de empresas con formas de capital diferentes. Igualmente, elimina el efecto de los gastos no monetarios de menor importancia para los inversionistas. En fin, es un índice muy aceptado por los analistas e inversionistas, porque permite comparar el valor de una firma sin deudas con los ingresos.

La Relación del valor de la empresa sobre el beneficio antes de intereses e impuestos o múltiplo EV/EBIT. Es resultado de explotación de la empresa. Muestra el beneficio

obtenido con el desarrollo del negocio proveniente de la diferencia entre los ingresos de operación y los gastos de operación de un período, independiente de cómo se financiaron los activos y del impuesto sobre la utilidad. Es muy útil para comparar la evolución de los resultados de un año a otro y entre empresas de un mismo sector.

Los métodos de valoración basados en múltiplos, son utilidad como sistema de comprobación, pero tienen un porcentaje de riesgo sin son usados de manera exclusiva, en consecuencia, deben ser aplicados con mucha prudencia.

Métodos fundamentados en el retorno de la inversión. Los métodos basados en el retorno de la inversión o Rendimiento del Capital Invertido (ROIC), utilizan proyecciones incorporando la capacidad que tiene el activo para generar fondos futuros. Esto los hace más atractivos y confiables desde el punto de vista financiero. Entre esos métodos están:

Valor presente del flujo de utilidades. Proyecta el estado de resultados de la empresa para conocer sus utilidades netas en los próximos cinco años, exigiendo estimar los ingresos, costos y gastos, respondiendo a una tendencia del futuro económico, social, político del país, al comportamiento del mercado que se comparte y la demanda prevista. Para ello, se considera el crecimiento de la compañía, los indicadores económicos, las políticas internas en materia de capital de trabajo, estructura de financiamiento y capitalizaciones si es necesario.

Para proyectar los estados de resultados, se simulan distintos escenarios a propósito de estudiar diferentes niveles de utilidad bajo riesgo. Estos por lo general, se estiman según las probabilidades del modelo recomendado por el Instituto de Investigación de Stanford y el Grupo de Boston, que establece tres escenarios: optimista, normativo o probable y pesimista; otorgando a cada uno la probabilidad de ocurrencia. Determinado el flujo de utilidades netas para los años de proyección, se descuentan a la tasa de costo de capital o tasa de rendimiento esperada por los inversionistas que incluye el riesgo. La dificultad de éste método, es suponer

utilidades futuras en un horizonte determinado, bajo un criterio contable y de causación, y la aplicación probabilística subjetiva del evaluador.

La fórmula para calcular el valor de la empresa es:

$$VPU = \sum_{J=1}^n \frac{U_j}{(1 + Ke)^j}$$

Donde:

VPU = Valor presente de las utilidades.

U_j = Es el flujo futuro de las utilidades netas estimadas

Ke = Es la tasa de rendimiento anual que esperan los inversionistas.

Algunos autores incluyen en la estimación del flujo probable de utilidades el valor residual o terminal del negocio, sustentado en que la empresa continúa en operación después de los cinco años de proyección, y la fórmula es:

$$VPU = \sum_{J=1}^n \frac{U_j}{(1 + Ke)^j} + \frac{\text{Valor terminal}}{(1 + Ke)^j}$$

Flujo de caja o efectivo descontado o método del flujo de caja libre. Este método es recomendado por la teoría financiera moderna para predecir una corriente de flujos monetarios de entrada y de salida durante la vida probable de la empresa o proyecto, que posteriormente se descuentan a la tasa de costo de capital de la empresa, reflejando así el valor del dinero en el tiempo y el grado de riesgo de los flujos. Es un análisis bajo el

descuento de flujos de caja, que proporciona criterios de decisión sistemáticos y claros para los proyectos. Sin embargo, tiene las siguientes limitaciones:

- Puede llegar a ser estático si se supone que el plan del proyecto está congelado y permanece inalterado, que la dirección es pasiva, y se ciñe al propósito original, independientemente que se modifiquen las circunstancias. Pero la tendencia de quien estudia el problema y quien

decide en la empresa, es modificar los planes a medida que las circunstancias cambian y se resuelven las incertidumbres.

- Asume que los flujos futuros son predecibles y determinados. En la práctica es difícil calcular los fondos, y esta técnica sobrevalúa o subvalúa ciertos tipos de proyectos.

- Casi siempre utiliza como factor de descuento el costo de capital promedio ponderado (CCPP). Las empresas encuentran una tasa de rentabilidad para toda la empresa, que puede no ser representativa de los riesgos reales implícitos en un proyecto específico.

Como las dos primeras limitaciones se presentan iniciando el proyecto, puede realizarse otro análisis para ver las nuevas circunstancias, pero puede ser tarde para tomar e incluir decisiones, porque ya está en ejecución. La tercera limitación se refiere a que se estiman tasas críticas de rentabilidad para toda la empresa, para que haya consistencia y evitar el cálculo de una tasa promedio ponderada de capital para cada proyecto. Para esto se recomienda un análisis de sensibilidad que mejore la información disponible y permita evaluar las consecuencias de posibles cambios ante futuras contingencias, pero que no llegan a ser reales.

El error de este método, es suponer que la empresa tiene valor si es capaz de generar un flujo de caja líquido para sus propietarios, pues coloca el valor en función de los fondos que se pueden distraer para los accionistas, cuando el valor de una empresa depende del flujo de efectivo y no de las utilidades que puede generar. Aun cuando buena parte el flujo generado por la empresa depende de las utilidades que produzca, no siempre hay correspondencia entre uno y otra, ya que puede producir utilidades en gran volumen, pero no pueden darse a los accionistas, pues es necesario invertir en propiedad, planta y equipos o en capital de trabajo. Al contrario, puede ocurrir que la empresa no produzca altas utilidades, pero las producidas pueden repartirse casi en su totalidad, pues no necesitan inversiones en activos o en capital de trabajo, y lo más grave sería que, habiendo obtenido utilidades, no

pueden entregarse a los accionistas por falta de recursos en efectivo, y se recurra a endeudamientos.

Respecto a los activos intangibles, para este método tienen valor económico sólo si generan beneficio económico. Si venden con mayor margen, cuentan porque genera dividendos; más en realidad los resultados económicos de la empresa dependen de la gestión total de sus activos tangibles e intangibles. Así, considera sinergias diferentes a las de retorno de la inversión, porque afecta los resultados económicos de las empresas, por lo que es común ver valoraciones de un negocio, pero con distintos valores y precios, para distintas personas naturales y jurídicas.

Entre las desventajas del flujo de caja o efectivo descontado o método del flujo de caja libre, está que es complejo, exige alto conocimiento sobre planificación estratégica, interpretación de variables externas e internas que afectan la operatividad de la empresa, incidencia de las políticas de capital de trabajo al flujo de efectivo. También debe saber proyectar las cuentas del balance general y las del estado de resultados en forma integrada, reflejando tanto el impacto de los cambios en la estructura financiera de la empresa, como los efectos de la mayor o menor rentabilidad de la empresa, como lo muestre el estado de resultados, y ser capaz de realizar simulaciones en diferentes escenarios para ver el impacto del riesgo en el resultado final.

En fin, el responsable de proyectar el flujo de caja, debe entender que el comprador, o los directivos, quieren una perspectiva promisoriosa y no desean confrontarse por sus proyecciones en cuanto al desempeño real de la empresa, si el resultado dista mucho de esa realidad. El método es complejo y hace indispensable un modelo sistematizado; lo viene a ser una ventaja, porque posteriormente va a facilitar el análisis de sensibilidad sobre las variables críticas o menos previsibles y comprobar, a posteriori, el acierto o no en las negociaciones proyectadas, al pagar por los activos de las empresas adquiridas.

La fórmula base de proyección y cálculo de valor presente del flujo de caja es:

$$FCD = \sum_{j=1}^n \frac{(FEF)_j}{(1 + Ke)^j} + \frac{\text{Valor terminal}}{(1 + Ke)^j}$$

Donde:

FCD = Es el flujo de caja descontado

FEF = Es el flujo de efectivo estimado en el período considerado

Valor Terminal = Flujos de caja dejados de proyectar

Ke = Tasa de descuento

En este método de valoración hay tres elementos importantes que definir: flujo futuro de caja o efectivo, valor terminal y tasa de descuento.

1. Flujo futuro de caja. Pretende medir la liquidez, el efectivo generado en un período futuro. Registra los ingresos y egresos que se espera ocurran al momento que se reciben o se pagan.
2. Valor terminal. El cálculo de los flujos de caja individualizados es para un periodo y supone un escenario coyuntural que son cinco años de proyección, y un período a largo plazo, bajo supuesto que la empresa está en marcha y no se vaya a liquidar.

Al momento que se acaba la información relevante, termina el análisis coyuntural y se hacen supuestos de comportamiento constante, aplican idénticos parámetros a un escenario estructural a largo plazo o a perpetuidad. Como hay información diferencial, a partir de la finalización del período coyuntural se aplica la tasa de crecimiento del flujo de caja. Siendo esta menor a la exigida, la fórmula converge en el valor terminal, que se calcula como:

$$VAP = \frac{FC * (1 + g)}{k - g}$$

$$k - g$$

Donde:

VAP = Es el valor a perpetuidad

FC = Es el flujo de caja

k = Es la tasa de descuento

g = Es la tasa de crecimiento a largo plazo

El valor terminal es el resultado de descontar los flujos de caja generados por la empresa al finalizar el escenario coyuntural, hasta el infinito. Como este valor es el que se estima que tendrá la compañía en el año final del período coyuntural, se descuenta al momento cero para hallar el valor actual.

$$\text{Valor a perpetuidad} = \frac{\text{Valor actual}}{(1 + k)^j}$$

3. *Tasa de descuento, o tasa de retorno.* Es el costo de oportunidad del dinero o el costo de capital. Para Vélez (2006) “mide los costos en que incurre una firma o una persona por utilizar o para obtener fondos que destina a sus inversiones” (p. 188); ésta estima en el presente, todos los flujos de fondos de un proyecto o inversión. Para su cálculo, es necesario saber quién es el usuario, a fin de obtener la tasa más adecuada junto al riesgo asociado. Matemáticamente, la obtención de la tasa de descuento de la empresa o costo de capital promedio ponderado (CCPP) viene dada por la ecuación:

$$CCPP = \frac{E}{E + P} Ke + \frac{D}{\frac{K}{d} + \frac{E}{E} + D}$$

Donde:

CCPP = Es el Costo Medio Ponderado de Capital de la empresa

E = Valor de Mercado de los Recursos Propios

D = Valor de la Deuda

Ke = Es la Tasa de Rendimiento exigida por los accionistas

Kd = Es el Costo de la Deuda de la empresa

La deuda de la compañía es cero, la segunda parte de la ecuación desaparece y por lo tanto: $CCPP = Ke$

Para el inversionista, su tasa de descuento (Ke) es la tasa de interés de oportunidad o

tasa de interés mínima exigida. Se recomienda al inversor utilizar el modelo de equilibrio de

los activos financieros conocido como CAPM, una metodología que tiene dos elementos: el valor de interés sin riesgo y la prima de riesgo que a su vez depende del beta y de la prima de riesgo del mercado. La fórmula es la siguiente:

$$E(R_f) = R_f + B_p (R_m - R_f)$$

Donde:

$E(R_f)$ = Es la Rentabilidad Esperada por el Inversionista

R_f = Es la Tasa de Interés sin Riesgo

R_m = Es la Tasa de Rendimiento del Mercado

B_p = Es el Índice relativo de Riesgo Sistemático o Beta

$R_m - R_f$ = Prima de Riesgo

CAPM establece que, la prima de riesgo esperada para el inversionista, es igual a la cantidad de riesgo medida por el factor beta, y el precio del mercado con riesgo medido por la prima de riesgo esperada del mercado. Esto supone que el mercado de valores es dominado por inversionistas diversificados preocupados por el riesgo del mercado, pues el rendimiento de los inversionistas está relacionado con el riesgo sistemático en oposición al riesgo total.

Ante las dificultades de los métodos de valoración de empresas, cobra importancia el método del flujo de caja descontado, porque es el único que permite sensibilizarse sobre el futuro de la empresa en forma dinámica y toma en cuenta las posibles sinergias que son realmente la verdadera razón de la compra o venta de empresas. Este método facilita localizar activos que maximicen su valor agregado en términos económicos y sociales.

Método del flujo de caja libre (FCL). Es la herramienta que muestra el flujo de efectivo generado por una empresa como negocio durante un período, y está disponible para los accionistas porque se encuentra libre de los efectos de la financiación, incluyendo el ahorro en impuestos por la cancelación de intereses. Es el más cercano al flujo de tesorería o de caja. Proviene del EBIT menos el impuesto asociado a las ganancias deducido el servicio

de la deuda, los activos fijos de apoyo a la operación y las necesidades de capital de trabajo, considerando la amortización y depreciaciones. Este modelo no incluye los intereses pagados, los dividendos o utilidades distribuidas, ni el ahorro en impuestos por pago de intereses, pues los dividendos desempeñan el mismo papel de los intereses que se pagan a los acreedores y están incluidos en el costo del dinero.

El flujo de caja libre del proyecto o la empresa, procede del flujo de tesorería, relacionándose con el flujo de caja del accionista y el de financiación. Esta correspondencia se da por la misma ecuación contable donde se encuentra que, los fondos que se utilizan para adquirir los activos, provienen de los pasivos y el patrimonio. Para definir la bondad de un proyecto se evalúa la capacidad de generar riqueza de quien lo emprende, sin incluir los aportes de los socios, préstamos recibidos y pagos de amortizaciones, por no provenir de la actividad operativa del proyecto o de la empresa. La inversión en un proyecto, es el valor de los recursos sacrificados en el proyecto sin importar de donde provengan; lo que se trata es de evaluar la bondad del proyecto y medir la capacidad para generar valor.

Se deduce que los métodos de valoración difieren en complejidad teórica y aplicación empírica y tienen ventajas y desventajas que deben evaluarse al momento de valorar un negocio, para que la metodología seleccionada produzca una información útil sobre el rango de valores dentro del cual existe la mayor probabilidad de estar el valor de la empresa. Siendo prudente recordar lo expresado por Demoradam (2002) y Fernández (2008), de estimar “errado” usar métodos sin argumentos teóricos válidos o conceptualmente incorrectos. Igualmente, es importante señalar que actualmente la academia trabaja un nuevo concepto, que es el modelo de valoración con opciones reales; también que son más aplicados los métodos basados en el descuento de los flujos futuros y los múltiplos de compañías comparables, por estar relacionados con la generación de fondos futuros de las empresas, lo que, en opinión de Fernández, es mejor por el método de flujo descontado y luego calcular

adecuadamente los parámetros del modelo WACC, tasa de crecimiento, valor terminal, etc.; es decir combinar varias técnicas para mayor precisión. En resumen, evaluar un conjunto de ciertas variables financieras, a través de indicadores como:

Razones de Liquidez. Son índices de liquidez que miden la capacidad de la empresa para hacer frente a sus compromisos de corto plazo que se derivan del ciclo operativo. Según Stickney, Weil, Schipper y Francis (2011) estos indicadores relacionan los activos corrientes frente a los pasivos corrientes, e indican el grado de cobertura que tienen los activos de mayor liquidez sobre las obligaciones de menor vencimiento o más exigibles. Igualmente hay autores que estiman que también se utilizan para conocer la capacidad de producción de la empresa y cuándo se podrá liquidar.

En todo caso, si la razón de liquidez es mayor a 1, indica que parte de los activos circulantes de la empresa están siendo financiados con capitales de largo plazo. Mientras más alto sea el coeficiente la empresa, tendrá mayores posibilidades de satisfacer las deudas de corto plazo; sin embargo, los índices de liquidez demasiado altos, pueden indicar una ineficiencia en la gestión de los activos y pasivos corrientes en la empresa. Una razón circulante menor a 1, indica una buena administración financiera.

Razón Corriente o circulante. Determina la capacidad financiera de la empresa para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo. Expresa la relación entre activos corrientes y pasivos corrientes; en otras palabras, indica cuántos soles posee la empresa en los activos corriente por cada sol de los pasivos corrientes, y qué proporción de deudas de corto plazo son cubiertas por el activo.

Prueba ácida o razón de acidez. Es una relación o razón más fuerte y rigurosa que determina si una empresa tiene suficientes activos líquidos a corto plazo para cubrir sus obligaciones o deudas inmediatas, resultando útil en situaciones en las que hay ciertos activos que tienen una liquidez incierta, como por ejemplo, el inventario. Una prueba ácida inferior a

1, indica que la empresa no tiene suficientes activos líquidos para pagar sus pasivos circulantes y deben tratarse con precaución

Razones de Actividad o Eficiencia de la Administración e Indicadores. Evalúan si los recursos de la empresa han sido bien invertidos, la rapidez de recuperación de los cobros, los niveles de producción y venta de los productos que maneja, reflejados en estos índices:

Índice rotación de inventario. Demuestra si un producto se vende con rapidez o lentitud y con ello, las veces que el inventario de esos productos se convierte en dinero o, en cuentas por cobrar porque se han vendido, y a la vez, determina la eficiencia en el uso del capital de trabajo de la empresa. Para Chu (2009) indica “la cantidad de veces que rotan los inventarios al año” (p. 372). Es decir, que mide en promedio cuánto se demora la compañía en rotar sus inventarios, y se define como la relación entre los inventarios promedio de un periodo, dividido por el Costo de Mercancía Vendida, por 360 días (Promedio inventarios/CMV*360). Es un ratio que debe compararse con el promedio de las empresas embotelladoras del sector industrial para el caso de la presente investigación.

Días promedio de cobranza (DPC). Es la cantidad de días que tarda la empresa en recaudar las cuentas por cobrar; sin embargo, para Chu (2009), evalúa la efectividad de la recuperación de las cuentas por cobrar comerciales y se calcula dividiendo los ingresos por actividades ordinarias promedio día (Ventas promedio diaria), entre las cuentas por cobrar comerciales (sin IGV). Con este ratio se determina el número de días de ventas, que incluye las cuentas por cobrar comerciales, e indica los días promedio que una empresa debe esperar por recibir el efectivo desde el momento en que se realizó la venta (pp. 372-373).

Días promedio de pago (DPP). Representa la cantidad de días que tarda la empresa en abonar sus cuentas pendientes con los proveedores y que según Chu (2009), es la cantidad de días que tarda la empresa en abonar sus cuentas pendientes con los proveedores, es decir, las

cuentas por pagar comerciales entre el IGV, y el costo de ventas por día dividido entre los 360 días calendario contable.

Días promedio de inventario (DPI). Promedio de días que cada artículo permanece en inventario, y que para Chu (2009) es la división entre los inventarios y los costos de ventas por día, es decir, los costos de ventas divididos entre 360 días considerados contablemente como días calendario. Por esta razón, es la cantidad de días en que los inventarios toman para transformarse en caja nuevamente; estimación necesaria para asignar los costos de almacenamiento del inventario, pues mientras menos tiempo pasa cada artículo en inventario menor es el costo de almacenamiento. Aspecto este, que la investigadora, sugiere puede ser comparado entre empresas del mismo rubro industrial.

Variable Ciclo de conversión de efectivo CCE (DPI+DPC+DPP). Este indicador mide la cantidad de días que tarda una empresa en convertir sus recursos en flujo de efectivo. Para ello se requiere conocer los días en inventario, el período promedio de ventas pendientes de cobro, y el período promedio de pago a proveedores: CCE (DPI+DPC+DPP); permitiendo hacer seguimiento al dinero invertido desde que se convierte en inventario, pasa a ser cuentas por pagar, que luego se convierten en ventas y cuentas por cobrar, y finaliza transformándose otra vez en dinero. Por tal mide la efectividad de la administración de la empresa. Para Bravo (2013) el ciclo de conversión de efectivo, indica los días adicionales que se requieren para financiar los inventarios. Si el ciclo es negativo, significa que el proveedor financia el ciclo operativo y deja la cantidad de días en negativo como margen adicional para cancelar la compras de stock, por lo que en el caso de las empresa, si se aprovechan las ventajas del ciclo efectivo, su expansión será muy rápida y altamente viable.

Variable apalancamiento e indicadores. Indica la capacidad y cómo la empresa financia sus activos con deuda a terceros de corto y largo plazo, y la relación de éstas con el patrimonio. Revela en qué proporción la empresa está comprometida con los acreedores y

qué tanto les pertenece a sus dueños, además de mostrar el nivel del riesgo que corre el financiamiento adicional. Para Chu (2009), la variable apalancamiento o de Administración de deudas, muestra la capacidad de cómo la empresa financia sus activos a través del financiamiento, y que puede tener tres fuertes impactos:

1. En el caso que la empresa se financie con terceros, los accionistas pueden mantener el control de la empresa con baja inversión.
2. Los acreedores evalúan el aporte de los accionistas con el objetivo de determinar el nivel de riesgo.
3. La empresa logra un mejor rendimiento de las inversiones cuando son financiadas con el fondo del sistema financiero, así los intereses que paga le permite hacer un escudo tributario, obtiene ahorros tributarios y los inversionistas aportan menos. (p. 374)

Razón deuda y total activos, o razón de endeudamiento. Es una relación financiera que indica el porcentaje de activos que una empresa proporciona con respecto a la deuda.

Razón de deuda financiera y capital de largo plazo. Mide la capacidad que tiene la empresa para cubrir sus deudas a corto plazo a través del cobro de caja, bancos y valores negociables. Para Chu (2009), la cobertura “mide el punto en el cual los ingresos operacionales (ganancia operativa) puede disminuir antes de que la empresa llegue a ser incapaz de satisfacer sus gastos anuales de intereses” (p. 377). En sí, se trata de operaciones financieras para reducir el riesgo de un activo o pasivo financiero e indica la medida de la capacidad de la empresa para cumplir sus obligaciones financieras, entre ellas las siguientes:

Cobertura de intereses. Es la capacidad de la empresa para efectuar los pagos contractuales de interés. Mide la incidencia de los gastos financieros sobre la utilidad operacional de la empresa. Su resultado se interpreta como el número de veces en el que la utilidad operacional es superior a los intereses pagados.

Cobertura EBITDA. Es el flujo neto de efectivo antes de cubrir gastos financieros, impuestos, reposición de capital de trabajo, reposición de activos fijos, pago de la deuda y distribución de utilidades, medidos en soles y como porcentaje sobre ventas. La Cobertura de Intereses medida encontrando la relación EBITDA/gastos intereses. Indica el número de veces que el EBITDA cubre los gastos financieros, y para ser buen indicador deberá estar sobre tres.

Cobertura EBITDA de Corto Plazo. Evalúa si la utilidad producida en el período es suficiente para que el negocio siga funcionando, por lo que también mide la eficacia y eficiencia de la administración relacionando el beneficio generado por una inversión en base al monto de la inversión misma. La rentabilidad relaciona la capacidad de generar fondos en la operación de corto plazo de la empresa. En tal sentido, cifras negativas reflejan pérdida de bienes que exigen mayores costos financieros o inyección de capital para mantener a flote el negocio, siendo este un escenario crítico negativo,

Razones de rentabilidad. Sugiere Chu (2009) que los ratios de rentabilidad son el reflejo neto de las políticas y decisiones empresariales, por ello, muestran los efectos combinados de la liquidez, administración de activos, y de la administración de las deudas sobre los resultados de la operación (p. 378). Ratios entre los que están:

Margen neto de utilidad. Es el logro de metas de rentabilidad del negocio, de rendimiento neto de los activos y de la rentabilidad esperada por los accionistas

Margen EBIT, margen operativo o utilidad operacional. Analiza la capacidad de generación de utilidad contra activos sin que estos estén influenciados por cómo son financiados, e indica el resultado operacional o de explotación del periodo, sin los aspectos financieros y tributarios. Esta relación es útil para analizar el desempeño operativo de las divisiones de una empresa, por lo que para Chu (2009), es muy recomendable utilizar el ratio

debido a que “indica la verdadera salud financiera de la empresa, considerando los ingresos puros del negocio en sí” (p. 379).

Margen EBITDA. Conocido como flujo de operación de corto plazo, es el Margen Bruto de Explotación de la Empresa antes de deducir los Intereses, Impuestos, depreciaciones y amortizaciones. De forma más sencilla, Chu (2009) indica que representa la utilidad operativa más depreciación y amortización, y que a la ganancia operativa hay que sumarle la depreciación y amortización. El flujo de caja de operación de corto plazo, se obtiene de las notas contables que figuran en los estados financieros, que en la presente investigación se toman de los expuestos en la BVL.

Retorno de los Activos, o Return On Assets (ROA). Refleja lo rentable que es la empresa en relación con la gestión de sus activos, su función y capacidad para generar beneficios a futuros por ellos mismos, independientemente de la forma como financie el activo y de la carga fiscal por desarrollar su actividad principal.

ROA NOPAT. Es el ingreso después de impuestos cubre los ingresos después de impuestos computados para incluir o excluir diferentes partidas de ingresos, gastos, deducciones o impuestos. Los ingresos ajustados después de impuestos son el Ingreso neto (NI), el Beneficio operativo neto después de impuestos (NOPAT) y el Ingreso Neto (NI), después de impuestos (NIAT). El Ingreso Neto (NI) es un amplio espectro después de impuestos, y útil para evaluar la eficiencia general de la inversión total de su empresa en activos para generar ingresos netos. El cálculo es: $ROA \text{ después de impuestos} = (NI \div ATA) \times 100$.

Return On Equity (ROE), o Retorno Sobre el Capital o rentabilidad financiera. Se enfoca sólo en el patrimonio dentro de la inversión realizada, para poner en marcha el negocio y mide el rendimiento de esa inversión después de intereses e impuestos. Indica la

capacidad de generación de utilidad para el dueño o accionistas, permitiéndoles saber cuál es la rentabilidad que obtendrán de la inversión que realizaron en la empresa

Ratio de absorción (AR), o Ratio de absorción de los costes fijos. Indica el porcentaje de ventas necesario para alcanzar el umbral de rentabilidad, y cubrir los costes fijos, y viene dado por el cociente entre el punto muerto (en unidades monetarias) y los ingresos por ventas. Se debe procurar que esta ratio sea lo más bajo posible.

En torno a la valorización de negocios, Grant Thornton (2015) estima muy importante no usar un solo método sino varias metodologías, y observar que el resultado de ellas dé valores similares, aun cuando tengan enfoques diferentes, pues un buen análisis del proceso de valorización permitirá conciliar los valores y explicar las diferencias. Además de recomendar, contrastar los resultados de las evaluaciones con los resultados obtenidos después de la valorización, para lo que se precisa el registro histórico en una base de datos de valorizaciones que permita visualizar los errores y lecciones aprendidas; es decir, reconocer cuáles han sido las buenas prácticas de valorización que han aplicado para generar valor.

Para Parra (2013), el valor de la empresa no puede estimarse sin calcular los riesgos por la incertidumbre del comportamiento de la economía y su impacto en la organización, por lo que sugiere analizar diversos escenarios que faciliten apreciar el riesgo del negocio. También recuerda que el valor agregado de la empresa, está en el capital intelectual de sus directivos, la calidad de la información, la capacidad para generar fondos y los planes estratégicos. Buenas prácticas que, aunado a subjetividades, de cierta forma también dificulta la valoración, pero que deben asumirse para garantizar el éxito del negocio.

En todo caso, ninguna metodología por sencilla o complicada, es descartable y menos sus resultados; por ello, el tasador debe tener claros criterios para saber si arrojó información inconsistente o no relevante, pues lo importante es encontrar consistencia entre los valores que arroja cada método alternativo y discernir si agregan información útil a la valoración.



Figura 15. Timeline sobre los métodos de valorización en las empresas 1996-2009.



Figura 16. Timeline sobre los métodos de valorización en las empresas 2009-2016.

2.5. Fusiones y Adquisiciones

En el ámbito empresarial “fusión” y “adquisición”, son términos que nacional e internacionalmente se usan indistintamente para referirse al mismo tipo de operación, pero en la práctica Fusiones y Adquisiciones (F&A), en inglés Mergers and Acquisitions (M&A),

pueden entenderse como estrategias, herramientas o procesos, de la gestión de cambio y desarrollo externo, que se dan como resultado de la adquisición, participación, asociación o control de una empresa, empresas o activos de otras empresas, ampliando así sus negocios actuales o introduciéndose en otros nuevos.

La fusión es una forma de desarrollo empresarial externo, que para la OCDE (2011), se da cuando dos o más empresas acuerdan fusionarse, unirse y formar una sola en lugar de seguir separadas, con el objetivo de crear valor, beneficiándose de sus sinergias (Operativas, financieras y colusorias). Más, en función del tipo de de relación que se establece entre ellas, se pueden clasificar en: (a) horizontales: cuando las empresas son competidoras entre sí y pertenecen a la misma industria, (b) verticales: si las empresas están situadas en distintas fases del ciclo completo de producción y explotación de un producto, (c) conglomeradas: las empresas tienen actividades muy distintas entre sí.

La fusión puede ser por absorción, si en esa combinación de empresas sólo una de ellas sobrevive (objetivo blanco), porque jurídicamente hay un comprador universal que adquiere los activos y pasivos de las sociedades fusionadas o que dejan de existir, lo que se llama empresas blanco (Gaughan, 2005, p. 14). No obstante, existen la fusión pura o por constitución, si las sociedades involucradas acuerdan crear una nueva empresa, y la Fusión con Aportación parcial del activo, si una sociedad sin disolverse o desaparecer, aporta sólo una parte de su patrimonio a la empresa con la que se fusiona, a una nueva sociedad creada en el acuerdo de fusión, o a otra sociedad preexistente, para aumentar su tamaño.

En cuanto a la adquisición, es un proceso en el que se predetermina el objeto la compra; por ejemplo, determinadas acciones existentes en otra empresa, que el comprador adquiere (por compraventa), con el objetivo de aumentar la propiedad, el rendimiento financiero y el control. Esto sin obviar que una empresa puede prefijar quienes pueden ser sus adquirientes, pues su objetivo es buscar inversores. Aspectos que, junto a otros de interés

común, deben ser claramente definidos en el documento legal que regula y garantiza lo acordado en la adquisición conforme a la legislación, jurisprudencia y principio ‘pacta sunt servanda’, como rector de las relaciones entre las partes.

Aunado a modelos convencionales de compra-venta, se han desarrollado dos fórmulas financieras: Compra mediante apalancamiento financiero, en inglés Leveraged Buy-Out (LBO) y la Oferta pública de adquisición de acciones (OPA). La compra mediante apalancamiento financiero (LBO), consiste en financiar una parte importante del precio de adquisición de una empresa mediante el empleo de deuda, que queda asegurada por el patrimonio o capacidad crediticia del comprador, los activos de la empresa adquirida y sus futuros flujos de caja. De manera que, después de la adquisición, la ratio de endeudamiento suele alcanzar valores muy altos. Si la compra es hecha por los mismos directivos de la empresa a adquirir, se está ante una compra por la dirección o Management Buy-Out (MBO), siendo el objetivo de lanzar una oferta sobre la empresa en la que trabajan, el dar a la empresa en una dirección adecuada.

La oferta pública de adquisición de acciones (OPA), ocurre cuando una empresa hace una oferta parcial o total de compra del capital social, a los accionistas de otra empresa cotizada bajo determinadas condiciones, generalmente de precio, porcentaje de capital social de compra y tiempo.

Se observa que, en la adquisición, inicialmente las principales actividades se centran en estimar el valor de la empresa, pero al cierre de la transacción, la negociación se vierte sobre el precio final de compra, o venta según el punto de vista, y que el caso de las fusiones, aun pasando por la valoración de las empresas a fusionar, la negociación final apunta a ver el peso que cada una de las dos empresas tenga en la entidad final.

Timeline Fusiones y Adquisiciones – Factores de Éxito



Figura 17. Timeline Fusiones & Adquisiciones – Factores de Éxito.

2.6. Factores de Éxito

Con la globalización y el desarrollo vertiginoso de las TIC, las fronteras geográficas y comerciales han desaparecido facilitando que bienes y servicios se intercambien de una nación a otra con mayor libertad. En ese escenario global en constante cambio, incierto y riesgoso, van de Schootbrugge y Wong (2013) identifican cinco factores que determinan la valoración de las empresas: (a) la situación económica del país, (b) el atractivo del mercado, (c) el desarrollo de la empresa, (d) estrategia de desarrollo de recursos humanos, (e) la naturaleza y forma de uso de los activos que posee. Se puede decir entonces, que la valoración es compleja y que el éxito en ella depende de la calidad del análisis estratégico que se haga de cada uno de estos factores, que como vemos son tanto exógenos (contextuales), como endógenos (propios de la empresa).

2.7. Resumen del Capítulo II

En el Capítulo II “Revisión de la Literatura”, se refleja lo investigado en distintas fuentes bibliográficas y digitales, a propósito de dar sustento teórico al estudio dirigido,

identificar las buenas prácticas de valorización comparable en empresas embotelladoras del sector industrial en el Perú durante el periodo 2013-2018, lo que llevó a organizar el trabajo para conocer el estado del arte de quiénes han investigado y aportado ideas, al tema de buenas prácticas de valorización de la empresas, en razón de su incidencia en el desarrollo de la economía local, nacional e internacional.

La temática fue abordada primero en cuanto a buenas prácticas en general (autores, conceptualización y línea de tiempo), y luego aplicadas a la valorización de empresas, desglosada en tópicos que discurren sobre su definición, los aportes que han hecho diversos autores en su evolución histórica, los métodos para la valorización de las empresas enfocados desde tres modelos básicos: los contables, los basados en múltiples financieros y los fundamentados en el retorno de la inversión, y de cada uno de ellos se explican los más resaltantes por su común aplicación y su vinculación con éste estudio.

Concluye éste capítulo manifestando algunos factores de éxito asociados con la valoración de empresas, entre ellos: el conocerlas, saberlas gestionar frente a la globalización, la competencia, los cambios y la incertidumbre; en fin, visualizar clara e integralmente el entorno para proyectar el futuro, teniendo presente posibles fusiones o adquisiciones como estrategias para el desarrollo empresarial externo.

Capítulo III: Metodología

Hacia el logro del objetivo de describir las buenas prácticas de valorización que aplicaron las tres empresas embotelladoras de bebidas del Perú, que han logrado éxito en el proceso de fusiones y adquisiciones, en el periodo 2013 - 2018, se desarrolló una investigación descriptiva donde se reconoció, describió y compararon variables e indicadores económicos ya medidos por las propias empresas, cuyos resultados reflejaron sus buenas prácticas de valorización y por ende su posición exitosa en el mercado nacional.

El diseño de la investigación, que para Hernández et al. (2014) es “el plan o estrategia para obtener la información requerida por la investigación” (p. 128). Plan previsto como no experimental, transversal, de tipo o nivel descriptivo, apoyado en un trabajo de campo y en revisiones bibliográficas y/o documentales para recabar información. Es no experimental, porque los casos que emergieron en el proceso investigativo, se observaron tal como ocurrieron, sólo para “analizarlos” (Hernández, et al., p.152), sin manipular variable alguna pues los hechos y sus efectos ya habían ocurrido. La investigación no experimental también es llamada ex post-facto (los hechos y variables ya ocurrieron), y observa variables y relaciones entre éstas en su contexto natural (p. 165). En este sentido, entre enero y marzo de 2019, se procedió a recolectar información sobre las buenas prácticas de valorización aplicadas por las embotelladoras de bebidas con mayor participación en ese sector del mercado peruano, durante los años 2013 a 2018. Esa temporalidad limitada a esos cinco años, que caracterizan el diseño investigativo como transversal o transaccional.

En cuanto al alcance o nivel de la investigación, es descriptiva. Tipo de investigación que, para Hernández et al. (2014), es “ubicar en una o diversas variables a un grupo de personas u otros seres vivos, objetos, situaciones, contextos, fenómenos, comunidades; y así proporcionar su descripción” (p. 155), y su propósito es especificar las características del perfil de las personas, grupos, comunidades, procesos, objetos o fenómenos bajo análisis. Así

pues, con los datos e información recabados se describen los resultados y prácticas de valorización de las embotelladoras de bebidas que estaban registradas en la BVL, tenían mayor participación en ese sector del mercado peruano, para luego compararlas, percibir sus semejanzas, diferencias e incidencias como factores de éxito asociados con variables o indicadores de las buenas prácticas de valorización observadas.

Sobre la comparación, Hernández et al. (2014) consideran que el investigador puede “realizar descripciones comparativas entre grupos o subgrupos de personas u otros seres vivos, objetos, comunidades o indicadores en más de un grupo” (p. 156); es decir, se comparan los casos estudiados,

En relación con el método y técnicas de recolección de datos, en este estudio se utilizaron como técnicas de recolección de datos, la revisión documental, la entrevista no estructurada o abierta y la discusión con los expertos entrevistados; ya que cada embotelladora tiene su propia perspectiva de la valorización de sus activos, cómo hacerlo, resultados obtenidos e interpretación de los mismos. Por ello, la investigadora sólo recabó información documental, ya procesada de tales valorizaciones, sus resultados, y luego, en entrevista, solicitó las explicaciones posibles y pertinentes.

Por otra parte, el estudio de casos como estrategia de investigación, requiere revisión de la literatura, entendiendo según lo expresado Yin (1994) que es “un medio para un final, y no - como la mayoría de los estudiantes piensa - un final en sí mismo” (p. 7); es decir, que se utiliza como técnica para apoyar el análisis, comprender los casos y formular una generalización válida para ellos.

3.2. Consentimiento Informado

Esta investigación, como fuente primaria de datos e información recurrió a la entrevista. Sobre ella, Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM (2016), orienta que antes de aplicarla, la misma debe ser solicitada en documento escrito denominado ‘Consentimiento

informado'. Instrumento que permite hacer saber a los entrevistados del tema de la entrevista, el objetivo académico pretendido, el uso que se dará a la información y la importancia de su aporte al proceso investigativo. Igualmente, que autorice o no participar en el estudio como entrevistado y publicar académicamente la información que aporte.

Al suscribir el consentimiento informado, se busca asegurar que la información procede de una fuente autorizada y directamente vinculada con el objeto investigado. Por tal motivo, la información es legítima, veraz y válida para la investigación, y el investigador podrá hacer uso de ella, a menos que haya alguna limitación expresada en el documento suscrito con la firma de los colaboradores. El modelo de consentimiento informado previsto y firmado por los entrevistados se muestra en los Apéndices C, E y G, donde se registran la solicitud de participación voluntaria en la entrevista, el objetivo de la misma y de la investigación que se realiza. Seguidamente se indica el procedimiento de entrevista y el compromiso de confidencialidad sobre la información por parte de la investigadora, su uso y publicación como resultados del estudio.

3.3. Participantes de la Investigación

De los participantes en la investigación, Hernández et al. (2016) consideran que primero se debe plantear “qué o de quiénes se van a recolectar los datos” (p. 170); es decir, precisar la unidad de análisis inicial y delimitar la población según los objetivos del estudio, en cuanto a características de contenido, tiempo y lugar, para luego ir reconsiderando cuáles elementos de esa población podrían llegar a integrar la unidad de análisis final o muestra.

3.4. Confidencialidad

Este aspecto se refiere al resguardo de la identidad de las personas participantes en el estudio, como de la información o datos que él estime son reservados. Asegurar al informante que habrá confidencialidad, busca ganar su confianza y que aporte información veraz, útil y significativa. La manifestación de confidencialidad la hace la investigadora antes de proceder

con la entrevista y/o con la revisión de documentos informativos privados o clasificados como reservados por la empresa. El procedimiento es expresado en forma oral y por escrito, en el mismo documento de consentimiento informado.

3.5. Instrumentos de Medición o Métodos para Recopilar Datos

Determinado este estudio como cualitativo y con las características de diseño ya enunciadas, se utilizó la recolección de datos “sin medición numérica para descubrir o afinar la investigación en el proceso de interpretación” (Hernández et al., p. 7). Inicialmente, se observó e investigó la data numérica e información documental disponible sobre la valorización de las embotelladoras, ya fuese elaborada y publicada por ellas, o por expertos externos reconocidos. Luego se exportó la información disponible en la BVL, y en la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), sobre los estados financieros de las empresas que demostraron haber cotizado en la BVL durante el periodo 2013-2018 (Arca Continental, Backus ABInBev y Gloria). Procedimiento que indica que el método básico para recabar información, fue la investigación documental en diversas fuentes secundarias que reflejaran la historia, estructura organizativa, informes anuales, informes financieros, que reflejaran las variables e indicadores económicos estimados en los procesos de valorización de cada empresa. Datos en su mayoría, tomados de las páginas web de las empresas y de la BVL, que fueron registrados en hojas de cálculo Excel.

El siguiente paso en la recolección de datos se basó en un trabajo de campo donde se aplicó la técnica de entrevista, que para Hernández et al. (2014) es “una reunión para conversar e intercambiar información entre una persona (el entrevistador) y otra (el entrevistado) u otras (entrevistados)” (p. 403). A tal propósito, se preparó una guía o cuestionario para una entrevista no estructurada o abierta (ver Apéndice B), de 26 preguntas básicas o generales, sobre las prácticas de valorización de empresas y la posición lograda en el mercado embotellador peruano. Esto para permitir que, en la disertación, se pudieran

agregar otras preguntas estimadas necesarias para aclarar dudas, o pedir explicación en relación con la información y datos de valorización de cada empresa en particular.

Las entrevistas se realizaron a los expertos propuestos por cada embotelladora integrantes de la muestra, que voluntariamente aceptaron participar y apoyar a la investigadora. Previamente se les explicó acerca del consentimiento informado, el protocolo, la confidencialidad y la necesidad de grabar la conversación para guardar la información aportada, su transcripción fidedigna y posterior uso al analizar e interpretar los hallazgos. Se trató de un diálogo informal, abierto y flexible, llevado a cabo en las oficinas administrativas de cada embotelladora, a la hora indicada por el entrevistado y de aproximadamente 30 a 45 minutos duración. Entrevista que se transcriben textualmente en los Apéndices D, F y H.

3.6. Análisis

Por unidad de análisis inicial, se tomaron todas las empresas registradas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), el año 2013 al año 2018. Ellas son 250, que están repartidas en nueve sectores económicos, como se muestra en la Figura 18.

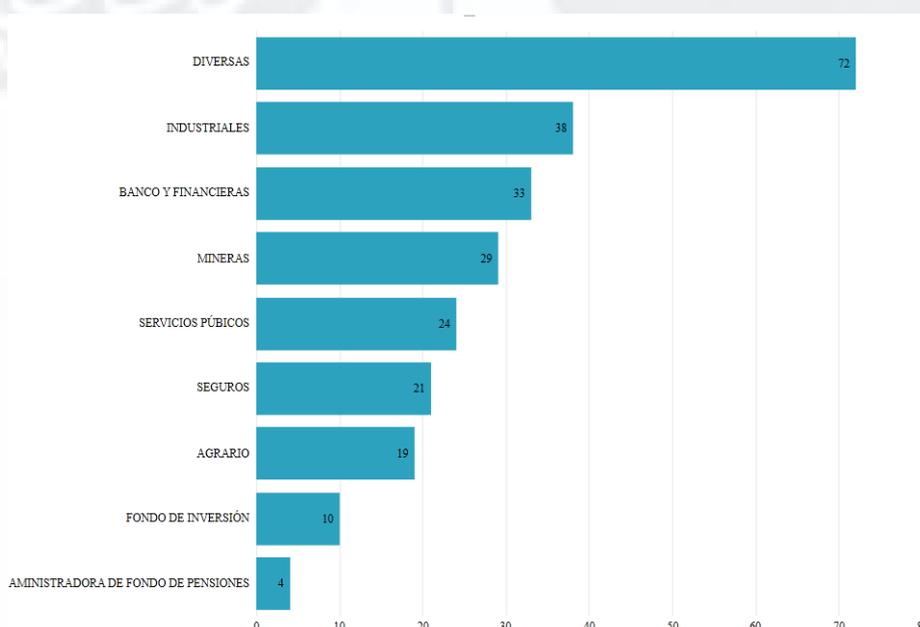


Figura 18. Elementos de la población: 250 empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

Elaborada con datos tomados de la Bolsa de Valores de Lima, 2020.

De esas empresas, sólo algunas cumplen con lo indicado por Hernández et al., de ser “el conjunto de todos los casos que concuerdan con una serie de especificaciones” (p. 210); en éste caso se trató de 38 empresas de las inscritas en la BVL, que son sector del industrial y se descartan las restantes 212 empresas por pertenecer a otros sectores económicos.

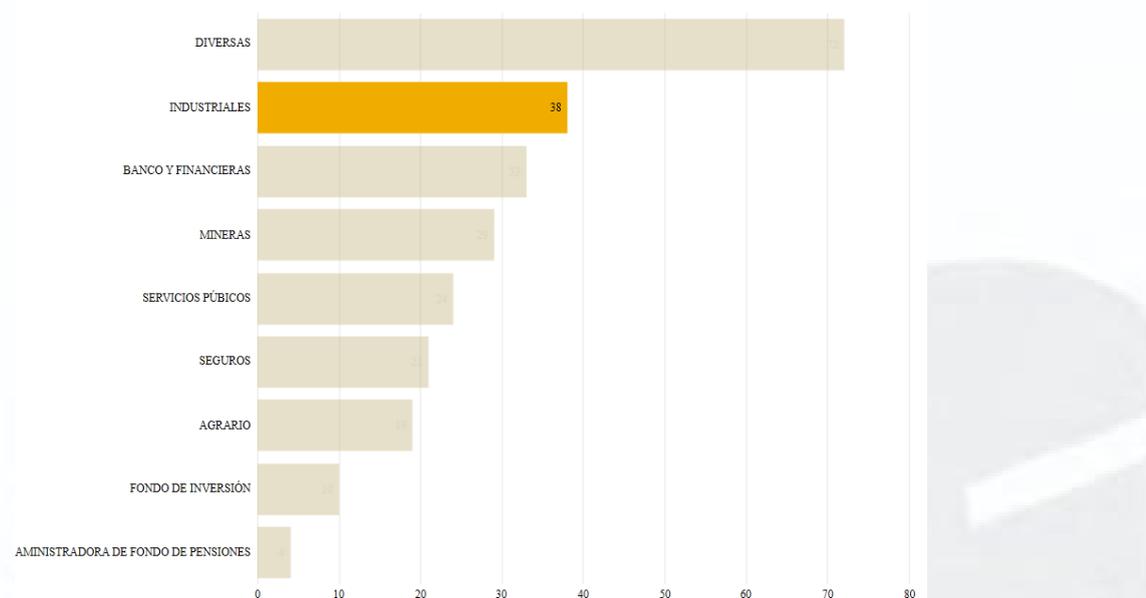


Figura 19. Elementos de la población: 38 empresas del sector Industrial que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

Elaborada con datos tomados de la Bolsa de Valores de Lima, 2020.

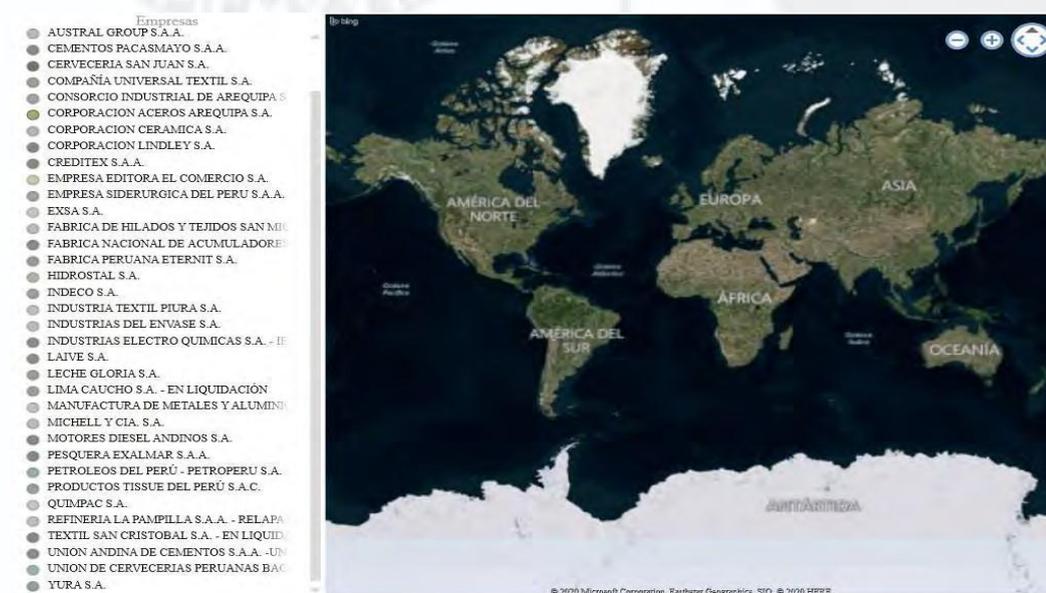


Figura 20. Detalle de la población: 38 empresas del sector Industrial que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

Elaborada con datos tomados de la Bolsa de Valores de Lima, 2020.

Técnica del muestreo. La muestra de esta investigación es intencional y discrecional, porque del total poblacional de 38 empresas del sector industrial que cotizan en la BVL, no todas participaron en la muestra final observada, pues aplicando ciertos criterios de selección, se fue conformando dicha muestra o unidad de análisis final, según los objetivos del estudio.

Procedimiento de Selección y Muestreo de Empresas de la Unidad de Análisis final.

Para seleccionar las empresas que conformarían la unidad de análisis final o muestra de estudio, se establecieron una serie de criterios que se aplicaron progresivamente para ir identificando cuáles de esos 38 elementos de la población, podrían ser participantes en la medida que los cumplieran. Como no todas esas empresas servían al objetivo del estudio, con los parámetros de selección se conformaban muestras aproximadas sólo con los elementos que si reúnen las características requeridas.

Criterios de selección. A la población integrada por 38 empresas del sector industrial, registradas en la BVL entre el 2013 y 2018, se aplicaron estos criterios de selección para conformar la muestra de análisis:

1. Pertenecer al mercado embotellador de bebidas, de Perú.
2. Haber cotizado en el mercado bursátil entre los años 2013 y 2018
3. Superar el 15 % de participación en ventas el mercado peruano.
4. Figurar entre las diez (10), embotelladoras nacionales de mayor ranking.
5. Tener publicados los informes anuales de gestión de los cinco últimos años, como evidencia del desarrollo de su negocio embotellador
6. Disponer de expertos, para explicar sus buenas prácticas de valorización.

Por otra parte, esta investigación también contempló una muestra de participantes para una investigación de campo, en específico una entrevista con expertos que aportaran información directa, aclararan dudas o complementaran datos sobre la valorización de las

embotelladoras de bebidas que cumplieran con todos los criterios enunciados. Un subgrupo de informantes idóneos para hablar cara a cara sobre las buenas prácticas de valorización de la empresa donde actúan y cuya elección dependió de las circunstancias de cada organización, voluntad expresa y disponibilidad de los expertos.

Determinadas las 38 empresas del sector industrial peruano y continuando con la aplicación de los criterios, de ellas se seleccionaron las del rubro embotellador de bebidas, que cotizaron en la BVL en el periodo 2013-2018. Filtro que permitió detectar que seis empresas cumplían los requisitos para estar en esta categoría.

<p>CERVECERIA SAN JUAN S.A. POR SECTOR / INDUSTRIA La empresa tiene por objeto principal la elaboración, envasado, venta, distribución y toda otra clase de negociaciones relacionadas con bebidas... INFORMACIÓN GENERAL</p>
<p>CORPORACION LINDLEY S.A. POR SECTOR / INDUSTRIA La sociedad tiene por objeto principal dedicarse a la formulación, producción, fabricación, embotellado, venta, distribución y comercialización de jugos de... INFORMACIÓN GENERAL</p>
<p>LAIVE S.A. POR SECTOR / INDUSTRIA La Sociedad tiene por objeto el desarrollo, transformación, producción, procesamiento, industrialización, comercialización, importación y exportación de... INFORMACIÓN GENERAL</p>
<p>LECHE GLORIA S.A. POR SECTOR / INDUSTRIA La empresa se dedica a preparar, envasar, manufacturar, comprar, vender, importar, exportar y comercializar toda clase de productos y derivados... INFORMACIÓN GENERAL</p>
<p>UNION DE CERVECERIAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON S.A.A. POR SECTOR / INDUSTRIA Constituye objeto principal de la empresa dedicarse a la elaboración, envasado, venta, distribución y toda clase de negociaciones relacionadas con... INFORMACIÓN GENERAL</p>

Figura 21. Cinco empresas del sector Industrial que pertenecen al Sector Embotellador del Perú.

Elaborada con datos tomados de la Bolsa de Valores de Lima, 2020.

A esa primera muestra de cinco empresas embotelladoras del sector industrial peruano, que cotizaron en la BVL entre el 2013 y 2018, se aplicó el criterio tener una participación en ventas en el mercado nacional mayor al 15 %. La información obtenida respecto a sus ventas, se representan en las Tabla 1 y Figura 22.

Tabla 1

*Empresas del Sector Industrial Peruano, del Rubro Embotellador, que Cotizaron en La BVL
2013-2018*

Empresas	Total 2013	Total 2014	Total 2015	Total 2016	Total 2017	Total 2018	Total ventas
Peruanas Backus y Johnston SAA	S/3,541,413.00	S/3,692,280.00	S/3,947,443.00	S/4,065,717.00	S/4,367,443.00	S/4,617,000.00	S/24,231,296.00
Leche Gloria SA.	S/3,036,935.00	S/3,347,445.00	S/3,519,762.00	S/3,534,533.00	S/3,353,751.00	S/3,507,055.00	S/20,299,481.00
Corporación Lindley SA.	S/2,067,251.00	S/2,228,823.00	S/2,448,445.00	S/2,499,003.00	S/2,514,204.00	S/2,303,500.00	S/14,061,226.00
Cervecería San Juan SA.	S/491,941.00	S/553,797.00	S/599,286.00	S/656,611.00	S/700,635.00	S/765,748.00	S/3,768,018.00
Laive SA.	S/453,279.00	S/472,346.00	S/495,043.00	S/523,124.00	S/586,800.00	S/612,300.00	S/3,142,892.00
Total	S/9,590,819.00	S/10,294,691.00	S/11,009,979.00	S/11,278,988.00	S/11,522,833.00	S/11,805,603.00	S/65,502,913.00

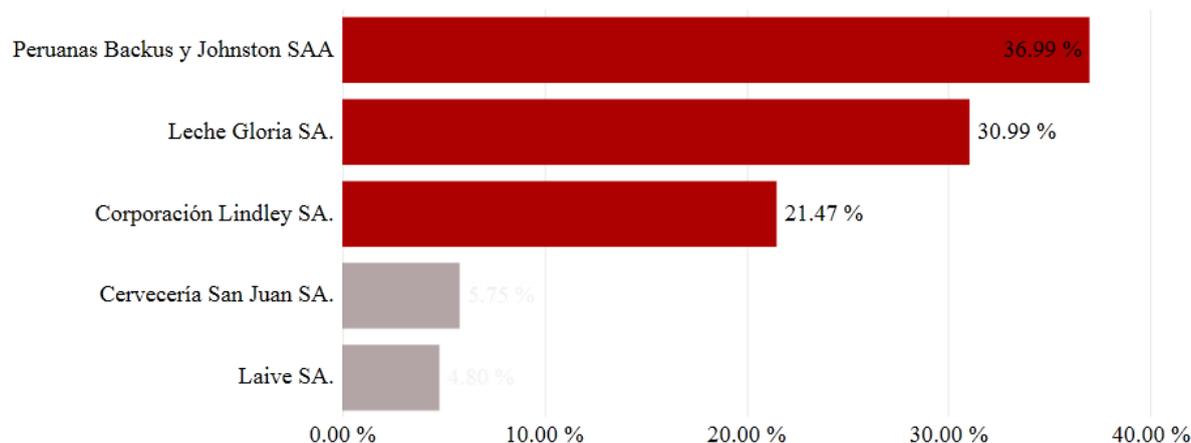


Figura 22. Porcentaje de participación por ventas, de las empresas del sector industrial peruano, del rubro embotellador que cotizaron en la BVL, entre los años 2013 y 2018. Elaborada con datos tomados de la Bolsa de Valores de Lima, 2020.

La información mostrada sobre la participación en ventas de las embotelladoras de bebidas de Perú, indica que por tener un porcentaje de participación en ventas el mercado nacional mayor al 15 %, quedan en esta categoría las empresas Corporación Lindley SA, Leche Gloria SA y Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston SAA, como se muestran en la Figura 23.

Peruanas Backus y Johnston SAA

36.99 %
%

Leche Gloria SA.

30.99 %
%

Corporación Lindley SA.

21.47 %
%

Figura 23. Empresas del sector industrial peruano, del rubro embotellador, que cotizaron en la BVL, y lograron un porcentaje de ventas mayor al 15% durante el periodo 2013-2018. Elaborada con datos tomados de la Bolsa de Valores de Lima, 2020.

Corporación Lindley SA, Leche Gloria SA y Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston SAA, son las tres empresas hasta aquí seleccionadas por haber cotizado en la BVL entre el año 2013 y 2018, ser del sector industrial, del rubro embotellador de bebidas, con un porcentaje de participación en el mercado de ventas nacionales superior al 15 %, y figurar entre las de mayor ranking. De hecho, entre las tres sumaron el 89.45 % de las ventas del mercado peruano, y los resultados de sus ventas anuales pueden verse en la Figura 24.

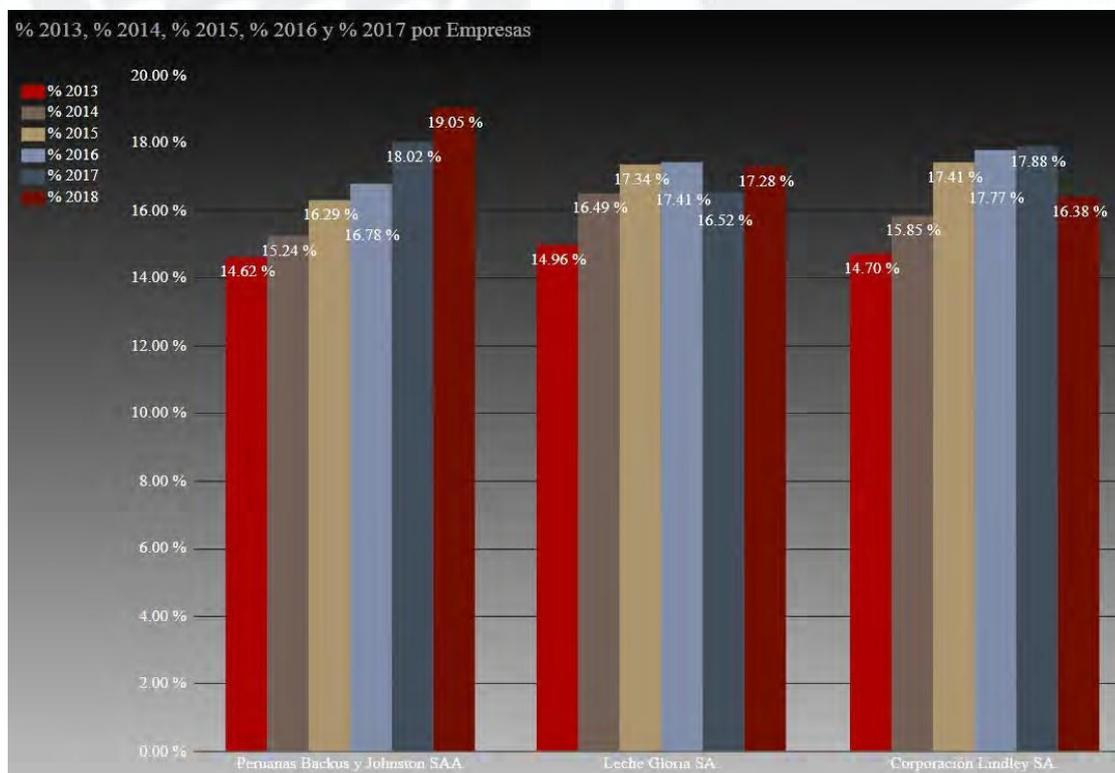


Figura 24. Ventas anuales de las empresas embotelladoras de bebidas, con mayor participación en el mercado peruano, entre los años 2013 y 2017. Elaborada con datos tomados de la Bolsa de Valores de Lima, 2018.

Se puede afirmar que las tres empresas citadas, figuran en la muestra de embotelladoras de mayor ranking en mercado nacional, han demostrado trayectoria y posicionamiento en el mercado. Arca Continental Lindley, es la tercera embotelladora más importante del sistema Coca-Cola, y a escala mundial comercializa bebidas y alimentos en México, Estados Unidos, Ecuador, Argentina y Perú. En el 2015, sus ventas fueron de US\$ 4,203 millones. Un 23.4 % más que el año anterior (Paan, 2016). Para Backus ABInBev, solo las exportaciones de cerveza representan el 1 % de la producción nacional, siendo la marca 'Cusqueña' la más relevante del portafolio de exportaciones a Inglaterra, EEUU, España, Japón, Chile, Argentina, Suiza y Panamá; tal como lo registró la propia empresa en el 2014. Por su parte, Leche Gloria es líder en la producción y venta de lácteos, yogures y bebidas no alcohólicas, gracias a una campaña de marketing racional de gran impacto orientada a niños, adolescentes y jóvenes, ha impulsado las ventas y desarrollado el mercado de lácteos.

Continuando con los criterios de selección de las empresas que conformarían la unidad de análisis final o muestra, se pasó a revisar que tuvieran publicados los informes anuales de gestión de los cinco últimos años, como evidencia del desarrollo de su negocio embotellador. Exigencia que cumplieron Corporación Lindley SA, Leche Gloria SA y Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston SAA, lo cual puede observarse en las páginas web de las mismas y de la BVL, donde han hecho públicos los estados financieros e informes de gestión anual de los años 2013 al 2018.

Como último criterio de selección, se pidió a las empresas disponer de expertos en valoración, capaces de explicar las buenas prácticas de valoración que aplican, lo que también cumplen tanto Arca Continental Lindley, como Backus ABInBev y Leche Gloria. En consecuencia, ellas son las tres empresas que integran la muestra a observar (ver Figura 25), porque satisfacen todos los criterios que se han especificado y aplicado.

Tabla 2

Empresas Seleccionadas que Cumplen con Todos los Criterios Exigidos

Empresas ▲

Corporación Lindley SA.

Leche Gloria SA.

Peruanas Backus y Johnston SAA

3.7. Análisis e Interpretación de Datos

Para el análisis de los datos recabados, se aplicó el método analítico, que para Hurtado (2010), es “analizar un evento y comprenderlo en términos de sus aspectos menos evidentes” (p. 115); es llegar a lo más profundo descomponiendo la estructura total en todas sus partes, y luego reunir las y analizarlas como un todo amplio, coherente y comprensible. Su propósito es reconstruir la realidad, tal como la ven y perciben los actores de un sistema social previamente definido, considerando el todo, sin reducirlo al estudio de sus partes.

Orna y Gram (2000) explican que el método analítico parte de observar la realidad, su forma y manifestaciones. En este caso, el primer paso fue recoger toda la información bibliográfica, documental etnográfico (porque la investigadora fue observador participante, hay énfasis en la descripción y en las interpretaciones situadas en aspectos de la valorización particular de cada embotelladora, cuyo verdadero significado se asocia a la visión y expectativas de los propios actores).

Con la información y datos obtenidos, se procedió a describir la realidad financiera de cada empresa, estimando los hechos observados como un sistema. Una primera descripción, refleja sólo los datos numéricos de la valorización de cada embotelladora, y la segunda, se realizó con base en las entrevistas, luego de haber ordenado, transcrito las grabaciones, estructurado la información en unidades agrupadas según categorías que la investigadora estableció, para integrar ordenadamente la información y entender las buenas prácticas del proceso de valorización de esas empresas.

Con se mencionó, se pretendió disponer de una información completa sobre el proceso de valorización que realiza cada empresa, en cuanto a métodos, variables e indicadores que reflejan el valor. Para ello se analizaron los principales ratios financieros y luego se procedió a compararlos, reconocer las buenas prácticas, encontrar posibles relaciones entre ellos, deducir cómo reacciona un determinado modelo de valorización a las modificaciones, y cómo se podría transformar un modelo en otro para lograr el éxito.

Finalmente, se realizó el análisis razonado del fondo de la realidad encontrada, los elementos que lo integran, lazos que los vinculan y afectan, sin olvidar que es posible que de ello surjan otros ciclos de análisis.

3.8. Resumen del Capítulo III

En este capítulo se describió el proceso metodológico de la investigación, para revelar las buenas prácticas de valorización comparable en empresas embotelladoras con mayor participación en este sector industrial en el Perú. Indagación abordada bajo el enfoque cualitativo, con un diseño no experimental, transaccional de tipo descriptivo, donde se observaron las situaciones de valorización ocurridas, para describirlas ya que nada en ellas puede ser manipulada. La observación se realizó dentro de un límite de tiempo fijado, para recabar información documental en fuentes impresas y/o digitales, y posteriormente mediante entrevistas a expertos vinculados con las empresas participantes en la muestra.

De un total de 250 empresas que cotizan en la BVL, luego de un proceso de selección a través de la aplicación de ciertos criterios preestablecidos, sólo tres empresas de las embotelladoras llegaron a conformar la unidad de análisis final o muestra, porque cumplieron con los parámetros para ser participante en este estudio. Esas empresas que integraron la muestra fueron: Arca Continental Lindley, como Backus ABInBev y Leche Gloria.

La muestra de expertos fue voluntaria, y aceptada a través de un consentimiento informado, donde además de solicitarles ser participantes, la investigadora se compromete a guardar confidencialidad sobre los aspectos que el informante estime prudente hacer.

A la información obtenida se aplicó el método analítico, buscando una mejor comprensión de las variables e indicadores estimados al valorizar las empresas, sin obviar que ellas son y funcionan como un todo o sistema, donde las partes tienen estrecha relación e influencia recíprocas. Posteriormente, se compararon las valorizaciones de las empresas participantes para deducir sobre sus buenas prácticas y sus efectos en el éxito de las mismas.



Capítulo IV: Presentación y Análisis de Resultados

4.1 Análisis del Sector Industrial

4.1.1 Análisis del sector industrial a nivel mundial

El inicio del sector industrial como tal, se encuentra en la revolución industrial; sin embargo, el hombre quien es el que hace esta labor, es parte esencial de la industrialización pues desde la prehistoria ha diseñado sus materiales para la caza, pesca y ropaje. Inicialmente artesano, él mismo creaba sus herramientas para el trabajo y protección personal (vestimenta). Luego, con el transcurrir del tiempo todo cambia, se introduce las máquinas y separan las tareas y actividades, como también el diseño de sus producciones a diseño industrial, caracterizado por su fabricación y funcionalidad. Así, los procesos industriales toman auge. Por ejemplo, en Londres para el año 1851, se producían variedad de productos industriales de diversa calidad, que fueron mejorando a medida que la competencia, el avance de la tecnología y el nacimiento del capitalismo, servían al objetivo de generar valor, y con ello mejoraron los estándares de calidad y seguridad de las empresas del sector industrial.

El sector industrial tiene un impacto muy fuerte en la economía mundial, en el crecimiento internacional global. Un proceso de evolución y desarrollo, donde la valorización de las empresas que lo constituyen y que generan mayor valor para los accionistas, ha jugado un rol muy importante porque las buenas prácticas de valorización reconocidas, son determinante al momento de decidir sobre las inversiones, nuevas adquisiciones o fusiones que generen valor y las hagan crecer en el orden mundial. Es así es como han crecido y fortalecido las empresas en países donde prima el sector industrial, como se refleja en las Figuras 26 y 27, donde la primera muestra que Asia, América del Norte y Europa son los continentes con más países industrializados y en la segunda se ubican las áreas con mayor industrialización.



Figura 25. Ubicación de los países industrializados por continente. Tomado de Banco Mundial, 2019.



Figura 26. Áreas con mayor industrialización en el mundo. Tomado “Áreas industriales del mundo”, por Marino, 2019 (<https://www.historiando.org/industrializacion/>).

Las empresas que constituyen el sector industrial, deben invertir para generar valor en la economía mundial, incrementar el PBI per cápita de sus países de origen y en los extranjeros donde se instalan, porque esperan ser una fuente generadora de empleos locales

bien remunerados, lo que les exige estar preparados para el benchmarking con la competencia, potenciar la cadena logística, generar estrategias en la gestión de la Mano de Obra Directa (MOD), es decir convertirse en un diferenciador competitivo para los fabricantes del mundo.

En la Figura 27 se refleja la tendencia al crecimiento industrial de los países por continente y zona de ubicación, según el Banco Mundial (BM). Es observable el desarrollo de países del Sur y Oriente de Asia, y se constata el récord de crecimiento económico, alto y sostenido que en las últimas décadas han tenido nueve países: China, Japón, Hong Kong, Singapur, Taiwán y República de Corea, Malasia, Tailandia e Indonesia. Estos son para el Banco Mundial, ejemplo de reto para las demás economías de su área de influencia, pues vincula esos logros de los niveles de industrialización, con su idiosincrasia, laboriosidad, filosofía de la vida, sabiduría y hasta cierto misterio.



Figura 27. Tendencia al crecimiento industrial en países, por continente. Tomado de Banco Mundial, 2019.

Sobre la influencia del sector industrial y las economías con alto índice de industrialización, los países que están en el Top 10, por el tamaño de sus industrias, el porcentaje de PIB y el porcentaje de participación en la industria global, según las estadísticas del Banco Mundial (s.f.) son:

1. Estados Unidos, donde una ciudad como Detroit, Michigan es conocida como el símbolo de la industria americana, la Motor City mayor manufacturera del mundo.
2. China, cuyas industrias han sido el motor de la expansión de su economía, y aspiran a ser en los próximos años la mayor manufacturera del mundo.
3. Japón, que, aunque sus industrias se ven afectadas por fenómenos telúricos, son indudablemente unas de las más grandes y tecnificadas del mundo.
4. Alemania, que es la más grande de Europa. Especializa en la fabricación de bienes industriales complejos, bienes de inversión y tecnologías de producción innovadoras.
5. Reino Unido, cuna de la Revolución Industrial, y hoy con las industrias más grandes del mundo especializadas en la manufactura de maquinaria, equipos eléctricos, vehículos, aeronaves entre otros.
6. Francia, actualmente segundo mayor fabricante de aviones como los Airbus, y equipos aeroespaciales del mundo.
7. India, que es un gigante en ascenso a pesar de que está rezagado, respecto a su competidor directo, la China, tiene un gran desarrollo industrial en la producción de textiles, químicos, fármacos, equipamientos de transporte y
8. Italia, donde existen grandes automotrices, símbolos de la industria italiana como Ferrari, Fiat, Lamborghini, Maserati.
9. Brasil, considerado el líder internacional en materia de biocombustibles, es el segundo mayor productor de etanol del mundo, el mayor exportador mundial.
10. Rusia, es el primer productor de gas natural del mundo y el segundo de petróleo, además de ser un gran fabricante de todo tipo de maquinarias.

En el caso de las empresas seleccionadas para su estudio en esta investigación, y que son Arca Continental Lindley y Backus ABInBev, respecto a su posición en el ámbito mundial, resaltan porque tienen un alto impacto en el sector industrial embotellador de

bebidas, ya que generan riqueza para sus Stakeholders. Ellas son competitivas, han logrado altos índices de productividad en el Perú y en los países a donde exportan sus productos, generando así valor económico a nivel internacional. Un éxito relacionado con las buenas prácticas de valorización que vienen aplicando y que les ha permitido realizar operaciones de fusión y adquisición favorables.

4.1.2. Análisis del Sector Industrial en Perú

El sector manufacturero de Perú, relacionado con la producción de alimentos; que incluye las embotelladoras de bebidas, registró una caída durante los años 2014-2018. Este desplome, tuvo que ver con el hecho que algunas procesadoras de productos lácteos y conservas de pescado se vieron en escándalos sanitarios. A esto se sumó el incremento al ISC (Impuesto Selectivo al Consumo), y la presentación de octógonos que informan el detalle de sustancias nocivas presentes en la materia prima de productos como las gaseosas y bebidas alcohólicas (ver Figura 28).



Figura 28. Producción del sector manufacturero de Perú, entre 2004-2018. Tomado de Banco Central de Reserva del Perú, 2019.

En el Perú, el sector industrial representa el 13 % del PBI, observándose un incremento en la tendencia en el año 2018. Aumento relacionado con la clasificación del país al mundial de fútbol de Rusia, porque reactivó el consumo y producción, adquiriendo

Merchandisig que elevó el consumo de bebidas incentivado a través del logo de los jugadores del equipo de fútbol Perú 2018. No obstante, el sector económico industrial, durante los años 2004-2017, por diversos factores fue impactado negativamente, como lo indican datos del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP, 2019), reflejados en la Figura 29.

SECTORES ECONÓMICOS	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Agropecuario 2/	- 0.49	3.40	8.93	3.31	8.00	1.33	4.28	4.10	5.89	2.70	1.57	3.46	2.66	2.61	7.55
Pesca	40.30	4.93	3.69	9.29	3.05	- 3.45	- 19.60	52.93	- 32.23	24.75	- 27.94	15.87	- 10.09	4.67	39.73
Minería e hidrocarburos 3/	5.98	10.28	1.90	4.16	8.08	0.96	1.27	0.65	2.80	4.88	- 0.87	9.46	16.29	3.42	- 1.30
Manufactura 4/	7.45	6.59	7.27	10.55	8.61	- 6.72	10.75	8.56	1.45	4.97	- 3.59	1.47	- 1.37	-	6.16
Electricidad y agua	5.47	5.64	7.58	9.23	8.08	1.06	8.12	7.58	5.82	5.44	4.89	5.93	7.33	1.14	4.40
Construcción	4.90	8.69	15.01	16.60	16.82	6.81	17.84	3.56	15.82	8.96	1.93	5.82	- 3.21	2.11	5.45
Comercio	5.76	5.16	11.88	10.29	10.97	- 0.47	12.48	8.94	7.23	5.86	4.42	3.88	1.81	1.03	2.65
Servicios															
Derechos de importación y otros impuestos															

Figura 29. Impacto sobre sectores de la economía Peruana, entre los años 2004 y 2018. Tomado de Banco Central de Reserva del Perú, 2019.

Entre las situaciones que afectaron el sector económico industrial y muchas de las actividades conexas, estaba la recesión que sufrió el país en gran parte vinculada con casos de corrupción que limitó e impidió invertir a países extranjeros, como efecto de ese riesgo latente en Perú, lo que generó la pérdida de 150,000 puestos de trabajo. Otra de las situaciones impactantes en el sector industrial durante el 2017 fue el fenómeno del niño, que para Wedemeyer afectó negativamente el sector agrícola y el de transporte, desacelerando la producción. En relación con dicha recesión para Gestión (2017), que lo que se dio fue “una caída de cuatros años, el peor resultado en 70 años”, porque hubo pérdida de la competitividad, “Perú cayó 5 puestos en la estadística del WEF, siendo comparable con Marruecos, Albania o Irán”.

La situación descrita hizo necesario diseñar y realizar planes de reactivación de la economía, pues los últimos años fueron los de mayor recesión que ha enfrentado la industria

En particular, entre los años 2004 y 2018, en el sector embotellador de bebidas de Perú, hubo cambios en cuanto a los hábitos de consumo de la población. Transformaciones relacionadas con la alimentación, estilo de vida, estrés e incremento de enfermedades, evidenciándose un aumento en el consumo de agua, bebidas energizantes con edulcorantes o sin azúcar, como lo refleja la Figura 30.

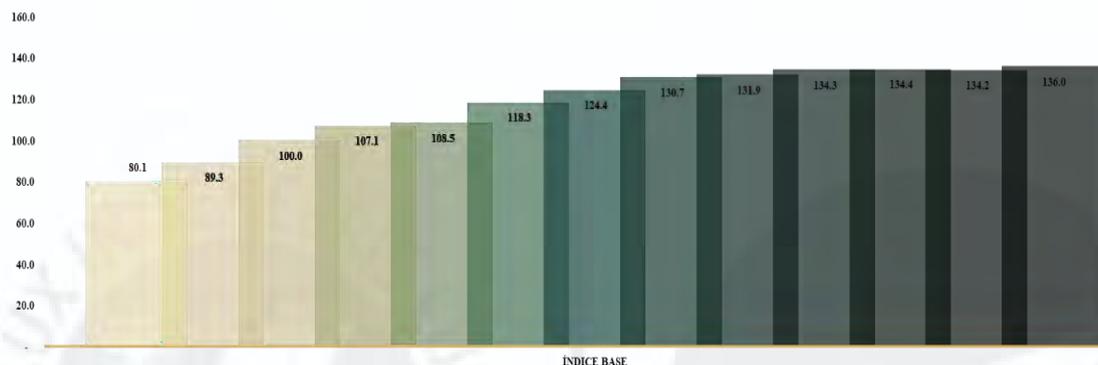


Figura 30. Incremento en la producción, en el sector embotellador de bebidas. Tomado de Banco Central de Reserva del Perú, 2019.

4.2. Perfil de las Empresas participantes en la Muestra Investigada

4.2.1. Perfil de la Empresa Arca Continental Lindley

Denominación. La denominación social de la compañía es Arca Corporación Lindley SA (en adelante denominada “Arca Continental”).

Historia. Arca Continental Lindley (2018) expresa en su narrativa que en el Perú:

- En 1928, fue constituida la compañía denominada ‘José R Lindley e Hijos SA’ (JRL), para asumir la Fábrica de Aguas Gaseosas La Santa Rosa de José R. Lindley e Hijos SA, que ya funcionaba desde 1910. Una línea de vida que también vincula con la de la empresa Coca Cola que funcionaba en la ciudad de Atlanta en los EEUU, desde 1886.
- En 1935, incursiona en el mercado peruano Inca Kola embotellada y etiqueta.
- En 1936, obtiene los permisos para fabricar Coca Cola en Perú.
- En 1945, Isacc Lindley asume la presidencia de la empresa y crea 20 empresas.

- En 1989, la gerencia de José R Lindley e Hijos, es asumida por Johnny Lindley quien se esfuerza por su crecimiento y desarrollo
- En 1996, la Inmobiliaria Lintab SA (ILSA), empresa vinculada a JRL, se reorganiza y absorbe por fusión a las empresas: JRL, Frutos del País SA (que fabricaba y comercializaba jugos, néctares y pulpas de fruta), a Distribución, Transporte y Almacenaje SA, (dedicada a transportar y distribuir bebidas carbonatadas, jugos y néctares de fruta), y la parte industrial de Sabores Perú SA. ILSA, cambia su denominación social por Corporación José R. Lindley SA (CJRL) y continúa con las actividades de las sociedades fusionadas
- En 1999, CJRL transfirió a la empresa Perú Beverage Limitada SRL (empresa de The Coca Cola Company) una participación de 20% de su Capital Social y de esa forma pasó a ser parte del sistema mundial de Coca-Cola.
- En el 2004, CJRL reconoce la unión de Inca Kola y Coca Cola, suscribe contrato de compra venta de participaciones y acciones con Embonor Holdings SA, con Embotelladora Arica Overseas, con la intervención de la Sociedad de Cartera del Pacífico (SOCAP), y con Coca-Cola Embonor SA, adquiriendo el 81.73% del capital social de SOCAP y un porcentaje de las acciones de inversión de Embotelladora Latinoamericana SA (ELSA), por el precio 129.9 millones de dólares. Además, realizó una oferta pública de adquisición de las acciones comunes de ELSA de propiedad de sus accionistas minoritarios. Oferta efectuada a través de Sociedad de Inversiones José R. Lindley (SIJRL), sociedad subsidiaria íntegramente de propiedad de CJRL, la cual adquirió el 8.91% de acciones comunes de ELSA, por 67.3 millones de soles. Igualmente, la Embotelladora La Selva SA, otra subsidiaria de CJRL adquirió la totalidad de acciones que ELSA tenía en Industrial Iquitos SA, con el objetivo de consolidar el negocio de bebidas gaseosas en la Región Selva.

- En el 2005, ELSA, antes de su fusión con CJRL, hizo una oferta pública de compra para la exclusión de las acciones comunes representativas de su capital social del Registro Público del Mercado de Valores de CONASEV. Con esta operación se adquirieron 22'040,265 acciones comunes y en consecuencia, se excluyeron del Registro Público del Mercado de Valores de CONASEV y del Registro de Valores de la BVL. Acciones que fueron transferidas a SIJRL por el precio de 5'710,654 de dólares y, posteriormente, SIJRL transfirió a JRL la cantidad de 12'822,042 de esas acciones comunes de ELSA.
- Ese mismo año, la Junta de Accionistas acordó absorber por fusión a las sociedades: ELSA, EPSA, SOCAP y SIJRL. Así, CJRL recibió la totalidad de los activos y pasivos de las entidades absorbidas a título universal, y en un solo acto por su valor en libros, sucedió a título universal en todos sus derechos y obligaciones tributarias, laborales, comerciales y, en general, todas las relaciones jurídicas que, frente a terceros, pudieran haber tenido las entidades absorbidas, extinguiéndose éstas sin necesidad de liquidarse.
- Con esta fusión se concretaron sinergias que optimizaron el uso de los recursos, mejorando su desempeño comercial y posición competitiva. En búsqueda de mayor eficiencia y ahorro operativo, se reestructuró el sistema de producción instalando nuevas líneas para abastecer la demanda en las plantas de Lima y Callao. Eficiencia que condujo al cierre de las plantas de la Sierra Central e Ica, consolidando la producción en las plantas de Lima.
- El 2010, CJRL celebró 100 años de existencia y actividad empresarial. Cambió su denominación por Corporación Lindley SA.
- En el 2011, celebra los 125 años de Coca Cola, logra financiar su plan de inversiones y reestructura el pasivo financiero, con una exitosa emisión y colocación de Bonos bajo la regla 144A/REGS de EEUU por US\$320 millones a una tasa de 6.75% en 10 años soft bullet, atrayendo inversionistas de Latinoamérica, Estados Unidos, Europa y Asia.

- En el año 2012, entra en operación plena la Planta Trujillo, lo que representó una inversión total de US\$125 millones y de una inversión adicional de US\$15 millones para la instalación de almacenes automatizados para productos terminados, activos industriales que contaron con los más altos estándares de calidad, productividad y automatización.
- En el 2013, realizó otra operación de financiamiento internacional mediante la emisión de bonos del tipo 144A/REGS, estructurado por los bancos JPMorgan y CitiBank, por la suma de US\$260 millones, para el proyecto de construcción de la Planta Pucusana, a una tasa de 4.625% a 10 años soft bullet, hecho que concitó una demanda por los inversionistas internacionales largamente superior a la emisión.
- En el 2014, la planta de Trujillo obtiene la certificación Leadership in Energy & Environmental Design (LEED).
- En el 2015, Inca Kola celebró sus 80 años, se inauguró la planta Pucusana, y AC embotellador mexicano de productos de marca propiedad o licenciadas por TCCC adquirió acciones de la Compañía y se convirtió en el accionista mayoritario.
- En el 2016, para reducir el apalancamiento y los riesgos de la emisión de bonos que hicieran en el 2011 y 2013, el Directorio aprobó el prepago parcial de la deuda emitida hasta por US\$200 millones. Luego, emitió bonos corporativos privados, en el mercado local por S/150 millones y asumió un financiamiento local por S/100 millones, para reconvertir su deuda de corto a mediano plazo.
- En el 2017, como parte del acuerdo entre AC y TCCC, de formar una nueva compañía de bebidas, AC transmitió a su subsidiaria mexicana AC Bebidas el control de la Compañía, modernizó el sistema logístico y comercial, en Lima inauguró el Mega Centro de Distribución Este, ubicado en Huachipa, en el que hizo una inversión de US\$ 48 millones. Ese mismo año, la clasificadora Fitch Ratings elevó la calificación de la sociedad de BBB + a A-, siendo superior a la calificación de la deuda soberana del Perú.

Arca Continental Lindley, actualmente es parte del grupo económico de la sociedad mexicana AC Bebidas, S de RL de CV (AC Bebidas), empresa controladora de sociedades dedicadas a producir, comercializar, distribuir y vender bebidas refrescantes no alcohólicas y lácteos de las marcas propiedad o licenciadas por The Coca-Cola Company (TCCC), en México, Ecuador, Argentina y Estados Unidos. A la vez, AC Bebidas, es subsidiaria de la empresa mexicana Arca Continental, SAB de CV (AC).

Capital Social. El capital social de Arca Continental Lindley, asciende a S/580'981,459, representado en la misma cantidad de acciones comunes, todas ellas suscritas y pagadas. Cuenta también con un capital de acciones de inversión inscritas en la BVL que ascienden a S/71'522,816. El valor nominal de cada una es de S/ 1.00.

Estructura Accionaria. La estructura accionaria de Arca se muestra en la Tabla 3.

Tabla 3

Estructura Accionaria de Arca Continental Lindley

Tipo de Acciones	Accionistas	Número de acciones	%	País
Comunes A	AC Bebidas S de RL de CV	223'774,704	38.52%	Perú
Comunes B	AC Bebidas S de RL de CV	329'870,528	56.78%	México
Comunes C	AC Bebidas S de RL de CV	26'032,590	4.48%	México
	Otros	1'303,637	0.22%	
Total		580'981,459	100.00%	

Nota. Elaborada con datos tomados de Arca Continental Lindley, 2018.

Objeto Social. Arca Continental Lindley tiene como objeto social la formulación, producción, fabricación, embotellado, venta, distribución y comercialización de jugos de fruta, bebidas gaseosas carbonatadas, bebidas gasificadas y no gasificadas (jarabeadas o no jarabeadas), pulpa y jugos de fruta para la producción de néctar y sodas, la distribución de productos o mercaderías de terceros; almacenamiento y transporte de bienes en general, la fabricación de todo tipo de envases descartables y el negocio de agricultura y agroindustria (Ver Figura 33) Actividad económica incluida en la Clasificación Industrial Internacional Uniforme 1104 (CIUU).

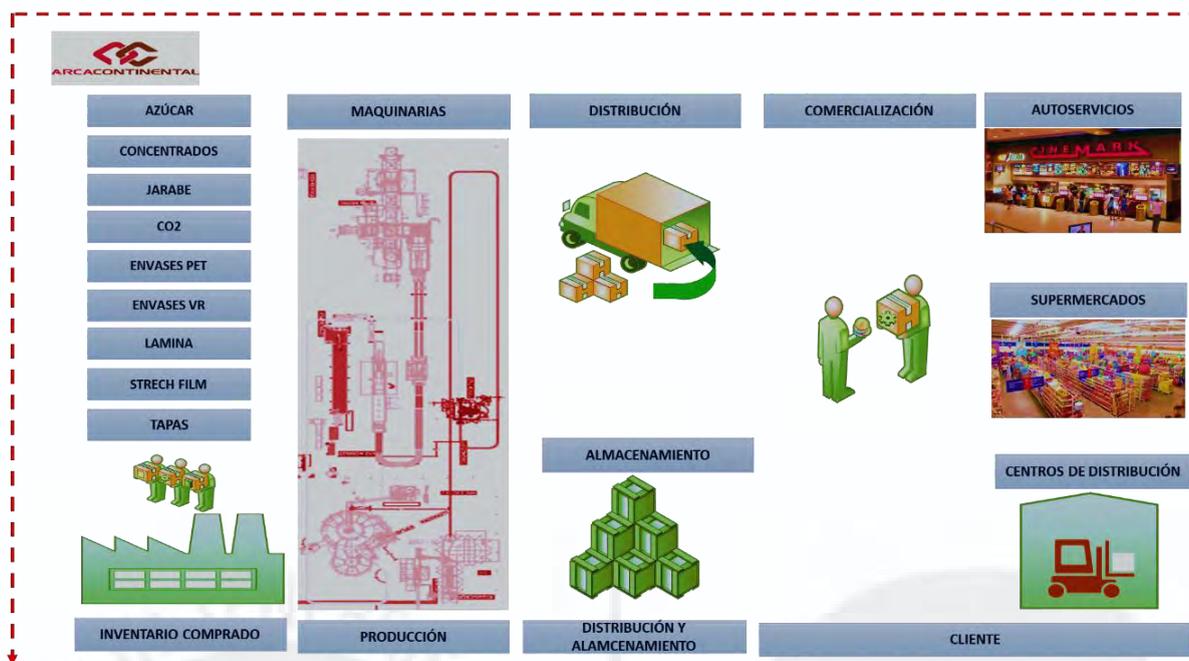


Figura 31. Objeto social de Arca Continental Lindley.
Tomado de Arca Continental Lindley, 2018.

Ventas. En el año 2017, las ventas de Arca descendieron un 0.6 %, por influencia de factores externos a la operación, como el impacto del fenómeno El Niño Costero que afectó el país y dañó infraestructuras que repercutió en la canasta de consumo que decreció -3.2, y que en bebidas no alcohólicas fue de -4.7 %, donde la categoría agua fue la más afectada. Sin embargo, la empresa impulsó las ventas con un proyecto de reconfiguración de las plantas de producción. Así, en el 2017, se consolidaron las operaciones de Planta Pucusana al trasladarse dos líneas adicionales desde Planta Callao, para completar un total de diez líneas operativas. Para otras plantas, adquirió 7,000 m² de terreno en Arequipa a fin potenciar las instalaciones de la planta en los próximos años, e implementó una nueva línea hotfill en Planta Zárate para desarrollar productos sensibles. Adicional a lo expuesto, en la categoría de bebidas no carbonatadas, lanzó las marcas aguas San Luis saborizadas, Frugos light, Kapo y Fuze Tea, y con ello Arca pasó de un 24 % a un 40 %, de preferencia en bebidas bajas y sin calorías de su portafolio, y en bebidas carbonatadas, creció el 27% en las versiones Zero

Azúcar, gracias al aumento de disponibilidad en el mercado tradicional (Arca Continental Lindley, 2017).

Tabla 4

Resumen de Indicadores Financieros de Arca Continental Lindley del 2007 al 2018



CORPORACIÓN JOSÉ LINDLEY S.A.
En miles de nuevos soles

RATIOS DE LIQUIDEZ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
RAZON CORRIENTE (liquidez general)	0.82	0.70	0.83	0.85	1.48	1.03	1.27	0.93	1.01	0.70	0.75	0.82
RAZON O PRUEBA ACIDA	0.39	0.30	0.46	0.49	1.10	0.68	0.94	0.65	0.69	0.37	0.45	0.51
RATIO ACTIVO CORRIENTE A TOTAL	23.8%	23.2%	25.4%	28.0%	35.2%	30.2%	33.7%	24.6%	24.3%	17.5%	17.0%	16.3%
RAZON SOLIDEZ	1.68	1.65	1.67	1.68	1.43	1.44	1.25	1.23	1.20	1.32	1.38	1.44
RATIOS DE ADMINISTRACIÓN DE ACTIVOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
RATIO DE ACTIVO FIJO	1.34	1.45	1.46	1.25	1.16	1.16	0.99	0.88	0.93	1.01	1.02	0.96
DÍAS PROMEDIO DE INVENTARIOS	60.75	63.03	54.10	68.09	60.47	66.65	71.85	60.40	61.45	56.51	46.37	44.83
ROTACIÓN DE INVENTARIOS	5.93	5.71	6.65	5.29	5.95	5.40	5.01	5.96	5.86	6.37	7.76	8.03
RATIOS DE COBRANZAS Y PAGOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Días promedios de inventarios	60.75	63.03	54.10	68.09	60.47	66.65	71.85	60.40	61.45	56.51	46.37	44.83
DÍAS PROMEDIO DE COBRANZA	11.23	11.29	15.32	19.18	26.36	57.65	89.29	90.64	51.77	39.52	42.21	36.01
ROTACION DE CUENTAS POR COBRAR	32.07	31.89	23.49	18.77	13.65	6.24	4.03	3.97	6.95	9.11	8.53	10.00
DÍAS PROMEDIO DE PAGO	55.47	57.94	48.38	64.44	61.52	207.83	305.54	213.26	211.62	230.60	200.23	170.11
ROTACION DE CUENTAS POR PAGAR	6.49	6.21	7.44	5.59	5.85	1.73	1.18	1.69	1.70	1.56	1.80	2.12
CICLO DE CONVERSIÓN DE EFECTIVO	16.51	16.38	21.04	22.84	25.31	-83.53	-144.41	-62.22	-98.39	-134.57	-111.64	-89.27
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
RAZON DEUDA Y PATRIMONIO	1.46	1.54	1.50	1.47	2.32	2.28	4.01	4.30	4.96	3.10	2.61	2.27
RAZON DEUDA Y ACTIVO TOTAL	0.59	0.61	0.60	0.60	0.70	0.69	0.80	0.81	0.83	0.76	0.72	0.69
DEUDA FINANCIERA/CAPITALIZA. LP	0.40	0.38	0.39	0.36	0.60	0.56	0.72	0.73	0.77	0.67	0.64	0.61
RATIO COSTO DE LA DEUDA	0.09	0.11	0.07	0.06	0.06	0.05	0.04	0.03	0.05	0.10	0.06	0.06
RAZON COBERTURA DE INTERES	1.27	1.58	2.52	1.70	1.09	1.64	1.57	1.89	1.49	2.30	2.46	2.51
RATIOS DE RENTABILIDAD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
MARGEN DE UTILIDAD OPERATIVA (EBIT)	7%	9%	9%	7%	7%	8%	7%	8%	9%	20%	13%	13%
MARGEN DE GANANCIA NETA SOBRE VENTAS	3%	2%	4%	3%	3%	4%	-3%	0%	-4%	9%	6%	5%
MARGEN EBITDA	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ROA	4%	3%	5%	3%	2%	3%	-2%	0%	-3%	8%	5%	4%
ROA (NOPAT)	5%	8%	7%	4%	4%	6%	5%	6%	8%	14%	9%	9%
ROE	9%	7%	12%	6%	6%	10%	-11%	0%	-15%	31%	18%	14%
ROE (NOPAT)	14%	20%	17%	11%	13%	20%	24%	31%	45%	59%	31%	29%

Nota. Elaborado con datos tomados de Arca Continental Lindley, 2018.

4.2.2. Perfil de la empresa Anheuser-Busch InBev NV/SA (ABInBev)

Denominación. Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston SAA. Podrá girar con la denominación abreviada de Cervecerías Peruanas Backus SAA.

Historia. En el contexto histórico mundial, Anheuser-Busch InBev NV/SA (ABInBev), es una empresa que surge a través de la adquisición de la cervecera estadounidense Anheuser-Busch por la compañía belgo-brasileña InBev, que a su vez se

había creado por la unión de AmBev e Interbrew (Backus, 2020). Esta última, creada en 1987 por fusión de dos grandes cerveceras de Bélgica: Artois, con sede en Lovaina, y Piedboeuf, con sede en Jupille. Artois, conocida como Den Hoorn, fue fundada en 1366, mientras que la Compañía de Bebidas de las Américas (AmBev), surgió en 1999, por fusión de las cerveceras brasileras, Antarctica (fundada en 1882), Brahma (fundada en 1888), y Anheuser-Busch, establecida en 1860 en St. Louis, Missouri, Estados Unidos, como Anheuser & Co.

- En el contexto de la historia del Perú, hacia 1876, Jacobo Backus y John Howard Johnston fundaron en Lima una fábrica de hielo artificial. Negocio que hacia 1879, amplió sus actividades al rubro de la cerveza, por la alta demanda en el consumo de esta bebida y cambia al nombre de ‘Cervecería y fábrica de hielo Backus y Johnston, y que en 1889, se incorporan en Londres como Backus y Johnston Brewery Company Ltda.
- En 1954, el Sr. Ricardo Berlin y otros empresarios peruanos adquieren a Backus y Johnston Brewery Company SA. Iniciativa privada de nacionalización y accionario difundido.
- En 1993, es inaugurada la planta de Ate, para expandirse en el mercado cervecero
- 1994 Adquisición de Compañía Nacional de Cerveza (CNC)
- En 1996, se crea la Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston (UCPBJ o Backus), mediante la fusión de Backus y Johnston Brewery Company SA, CNC, Cervecería del Norte SA y Sociedad Cervecera de Trujillo SA
- 2000 fue adquirida la Compañía Cervecera del Sur (Cervesur)
- 2002 Bavaria ingresa al accionariado de la Empresa, y a fin de consolidar el negocio de cervezas y bebidas, e inicia la desinversión en sectores que no son su ‘core business’.
- En 2004, Interbrew y AmBev se fusionan y crean InBev, la cervecera más grande del mundo.

- En el 2005, SABMiller se convierte en el accionista principal de InBev, al adquirir Bavaria y comprar las acciones de Cerveza Regional en UCPBJ, del Grupo Cisneros de Venezuela.
- 2006, Backus acordó la fusión por absorción entre UCPBJ y Cervesur, Embotelladora San Mateo, Quipudata, Corp. Backus y Johnston, Backus & Johnston Trading, Vidrios Planos del Perú, Inmobiliaria Pariachi, Inversiones Nuevo Mundo 2000 y Muñoz. Este mismo año, InBev adquirió cervezas Fujian Sedrin de China, y se colocó como la tercera cervecera más grande de China.
- En 2007, Labatt adquirió Lakeport en Canadá e InBev incrementó sus acciones en Quinsa, fortaleciendo la presencia de la compañía en Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay. En Perú, Backus lanza la marca Peroni Nastro Azzurro e inicia cambios en el modelo comercial.
- El 2008, se completó la fusión InBev y Anheuser-Busch, creando a Anheuser-Busch InBev, la cervecera más grande del mundo y la quinta compañía más grande entre las de productos de consumo.
- 2010, lanza la marca Miller Genuine Draft
- 2011 UCPBJ vendió su participación en Agro Inversiones SA (Chile), empresa fabricante de cebada malteada, así como las acciones que tenía en Industrias del Envase SA, dedicada a fabricar envases y embalajes.
- 2012, la Empresa adquirió el total del capital de Serranías Nevadas SA (Bolivia) que se dedicaba a invertir en la promoción y comercialización de cerveza y otras bebidas.
- 2013 Consolidación del nuevo modelo comercial
- 2014, lanza la marca Backus Ice
- 2015, lanza las marcas Abraxas y Grolsch

- 2016 Backus ABInBev adquiere SABMiller, convirtiéndose en el accionista principal del Grupo Backus ABInBev, un líder mundial presente en cinco continentes: Latinoamérica, EEUU, África, Europa y Asia Pacífico donde opera en más de 50 países con más de 200 marcas

Lo expuesto refiere la forma como UPCBJ y sus subsidiarias se integraron a la multinacional belga Anheuser-Busch InBev NV/SA (ABInBev), para operar en más de 50 países a través de más de 200 marcas, concentrando sus operaciones principalmente en Latinoamérica, EEUU, África, Europa y Asia Pacífico. Actualmente en el Perú, ABInBev es reconocida simple y legalmente como Backus. Tradicionalmente ha sido líder de la industria cervecera en el país, donde posee 5 plantas de producción de cerveza descentralizadas que se encuentran en las ciudades de Lima (Ate), Arequipa, Cusco, Motupe y Pucallpa. Posee además una maltería y una planta de agua mineral. Su portafolio incluye marcas nacionales e internacionales muy bien segmentadas que satisfacen a los consumidores en más de 180,000 puntos de venta ubicados en el país.

Capital Social. El capital de Backus ABInBev, es S/ 780'722,020.00, representado por 78'072,202 acciones nominativas de S/ 10.00 cada una, íntegramente suscritas y pagadas. Cervecería San Juan SA, filial de la Sociedad, es titular de 8.5771 % de las acciones Clase "B" y de 0.2225 % del capital social.

Estructura Accionaria. La Sociedad tiene tres clases de acciones Backus (2017):

- Acciones Clase "A", con derecho a voto.
- Acciones Clase "B", sin derecho a voto; con el privilegio de recibir una distribución preferencial de utilidades, consistente en un pago adicional de 10% por acción sobre el monto de los dividendos en efectivo pagados por acción Clase "A".
- Acciones de Inversión, sin derecho a voto. (p. 28)

La Tabla 5 muestra la estructura accionaria de Backus ABInBev.

Tabla 5

Estructura Accionaria de Backus ABInBev

Accionista	Tenencia	%	País
Racetrack Perú SRL.	51'964,804	68.33%	Perú
Bavaria SA.	23'761,797	31.25%	Colombia
<i>Total Acciones Clase A</i>	76'046,495		
Fondo Popular 1 Renta Mixta	1,059,767	52.32%	Perú
Cervecería San Juan SA.	173,747	8.58%	Perú
<i>Total Acciones Clase B</i>	2'025,707		
Racetrack Perú SRL.	506'286,391	88.90%	Perú
Total Acciones de Inversión	569'514,715		

Nota. Elaborada con datos tomados de Backus ABInBev, 2017.

Objeto Social. El objeto principal de Backus ABInBev, es la elaboración, envasado, venta, distribución y toda otra clase de negociaciones relacionadas con bebidas malteadas y maltas, bebidas no alcohólicas y aguas gaseosas. También, constituyen objetos de la Sociedad, la inversión en valores de empresas, sean nacionales o extranjeras, la explotación de predios rústicos, la venta, industrialización, conservación, comercialización y exportación de productos agrícolas, así como la prestación de servicios de asesoría relacionados con las actividades mencionadas.

Ventas. CCR Empresa de Investigación de Mercados (2018), registra que en el año 2017, el mercado cervecero peruano creció de 0.9 % respecto al año 2016, alcanzando un volumen de 14,244 hL. Backus ABInBev, a nivel nacional presentó un crecimiento de 3.5%, por encima del crecimiento de la industria, por efecto del lanzamiento de innovaciones de productos como Cristal Litro y Súper Premium, marcas globales en el portafolio, acompañadas de campañas promocionales dirigidas a mejorar la experiencia de consumo. Esas acciones mitigaron el efecto negativo generado por los desastres naturales en zona costera, como el Fenómeno del Niño en los primeros meses del año, la paralización de megaproyectos tras los casos de corrupción que paró toda inversión a consecuencia de la incertidumbre política.

Tabla 6

Resumen de Indicadores Financieros de Backus ABInBev del 2007 al 2018



UNION DE CERVECERÍAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON S.A.A.
en miles de nuevos soles

RATIOS DE LIQUIDEZ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
RAZON CORRIENTE (liquidez general)	2.40	1.19	1.31	0.96	0.97	0.64	0.68	0.60	0.67	0.58	0.82	0.94
RAZON O PRUEBA ACIDA	1.79	0.73	0.93	0.73	0.74	0.46	0.49	0.43	0.53	0.48	0.74	0.85
RATIO ACTIVO CORRIENTE A TOTAL	32.1%	26.7%	29.8%	31.7%	27.3%	20.8%	21.1%	18.7%	22.7%	25.5%	43.5%	46.1%
RAZON SOLIDEZ	3.94	2.88	2.37	2.32	2.44	2.03	1.96	1.96	1.90	1.78	1.59	1.72
RATIOS DE ADMINISTRACIÓN DE ACTIVOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
RATIO DE ACTIVO FIJO	1.18	1.22	1.26	1.45	1.42	1.38	1.37	1.36	1.42	1.53	1.71	1.86
DÍAS PROMEDIO DE INVENTARIOS	116.15	126.03	99.90	81.01	72.23	70.20	71.91	60.67	54.52	51.53	58.18	62.88
ROTACIÓN DE INVENTARIOS	309.9%	286.4%	362.4%	448.1%	504.0%	519.9%	509.0%	604.9%	674.9%	716.2%	636.0%	590.1%
RATIOS DE COBRANZAS Y PAGOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Días promedios de inventarios	116.15	126.03	99.90	81.01	72.23	70.20	71.91	60.67	54.52	51.53	58.18	62.88
DIAS PROMEDIO DE COBRANZA	26.36	33.58	27.46	22.25	68.07	53.10	55.31	46.27	45.85	34.05	62.66	99.64
ROTACION DE CUENTAS POR COBRAR	1365.7%	1072.2%	1314.6%	1626.6%	533.2%	685.5%	660.0%	791.1%	800.4%	1080.7%	588.9%	371.3%
DIAS PROMEDIO DE PAGO	50.50	45.97	51.19	52.21	277.07	338.66	343.22	372.40	387.15	383.90	699.46	662.19
ROTACION DE CUENTAS POR PAGAR	7.13	7.83	7.05	6.93	1.31	1.07	1.06	0.98	0.95	0.96	0.53	0.56
CICLO DE CONVERSIÓN DE EFECTIVO	92.02	113.64	76.17	51.06	-136.76	-215.36	-216.01	-265.46	-286.78	-298.32	-578.62	-499.68
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
RAZON DEUDA Y PATRIMONIO	0.34	0.53	0.73	0.76	0.69	0.97	1.04	1.04	1.12	1.29	1.69	1.40
RAZON DEUDA Y ACTIVO TOTAL	0.25	0.35	0.42	0.43	0.41	0.49	0.51	0.51	0.53	0.56	0.63	0.58
DEUDA FINANCIERA/CAPITALIZA. LP	0.5%	0.4%	13.7%	0.0%	0.0%	7.0%	14.9%	16.4%	16.4%	6.3%	4.6%	3.1%
RATIO COSTO DE LA DEUDA	0.08	0.07	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01
RAZON COBERTURA DE INTERES	9.65	9.27	28.63	51.25	72.65	83.21	54.45	38.03	44.74	29.96	81.36	135.85
RATIOS DE RENTABILIDAD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
MARGEN DE UTILIDAD OPERATIVA (EBIT)	0.23	0.27	0.27	0.24	0.31	0.34	0.36	0.34	0.39	0.27	0.40	0.49
MARGEN DE GANANCIA NETA SOBRE VENTAS	0.13	0.15	0.18	0.16	0.21	0.23	0.24	0.23	0.27	0.16	0.28	0.34
MARGEN EBITDA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROA	0.10	0.13	0.16	0.16	0.21	0.25	0.25	0.25	0.29	0.19	0.27	0.35
ROA (NOPAT)	0.13	0.17	0.16	0.16	0.21	0.26	0.27	0.26	0.31	0.20	0.27	0.35
ROE	0.14	0.20	0.27	0.28	0.36	0.50	0.52	0.51	0.62	0.43	0.72	0.83
ROE (NOPAT)	17.2%	25.8%	28.1%	28.8%	36.3%	50.2%	54.1%	53.4%	64.9%	44.6%	72.3%	82.8%

Nota. Elaborado con datos tomados de BVL, 2017.

4.2.3. Perfil de la Empresa Gloria SA

Denominación. A partir del 27 de enero del 2018, la compañía vuelve a tomar su denominación social original de Leche Gloria SA.

Historia. En Leche Gloria, estos hechos han sido importantes cambios financieros.

- 1941. General Milk Company Inc., constituyó en Arequipa la empresa Gloria SA.

- 1942. Inicia la fabricación de leche evaporada “Gloria”. En fecha posterior, General Milk Company Inc., fue adquirida por Carnation Company.
- 1978. Leche Gloria SA, cambió su razón social a Gloria SA.
- 1985. Nestlé de Suiza, adquiere la empresa Carnation Company a nivel internacional y se convierte en propietaria por mayoría de Gloria SA.
- 1986. La empresa peruana José Rodríguez Banda SA (JORSA), adquiere un paquete mayoritario de acciones de Gloria SA, marcando el inicio de lo que hoy es Grupo Gloria.
- 1990. Grupo Gloria incursiona en nuevos negocios: adquiere a Farmacéutica del Pacífico SA (FARPASA), constituye la empresa Racionalización Empresarial SA (RACIEMSA), para dar servicios al Grupo, compra la mayoría de las acciones de P. & A. D’Onofrio SA, e ingresa al mercado de helados, caramelos, chocolates, galletas, panetones.
- 1992. Adquirió el Centro Papelero de Empresarios Privados, incursionando en el mercado de cajas de cartón corrugado.
- 1993. Adquiere la empresa Sociedad Agraria Ganadera Luis Martín, e incursiona en la elaboración de otros productos lácteos como yogures.
- 1994. adquirió la empresa Industrial Derivados Lácteos SA (INDERLAC), procesadora de leche UHT, crema de leche, quesos y jugos. Incursionando en la fabricación de productos lácteos listos para consumir, con la marca Gloria. Dentro del proceso de privatización de empresas estatales, compró a Cementos Yura SA, cambiando su denominación social a Yura SA.
- 1995. Inicia operaciones en la Bolsa de Valores de Lima y compró la empresa de Cemento Sur SA.
- 1996. Dentro del proceso de privatizaciones de Bolivia, compra la empresa Pil Andina SA, y forma un equipo profesional de ventas de lácteos y derivados.

- 1997. Vendió la empresa D'Onofrio SA a la trasnacional Nestlé SA y el Grupo se retira de estos mercados.
- 1998. culminó la construcción de la primera etapa del Complejo Industrial en Huachipa, Lima, sobre un área de 14,500 m², con una inversión de US\$20 millones.
- 1999. Concluyó la construcción de la planta de derivados lácteos para fabricar yogures, quesos, leche y jugos en caja y bolsas UHT. Hecho importante y estratégico para el desarrollo de su mercado nacional e internacional. Luego, absorbió por fusión, el 99.98% del capital social de Carnilac SA, una productora de derivados lácteos, y contrató con la empresa matriz Friesland Brands, producir y comercializar en Perú, productos de las marcas Bella Holandesa y Yomost. Amplió las fronteras de recolección de leche fresca, y además adquirió, en Bolivia, los activos de Pil Santa Cruz SA (IPILCRUZ), compró los activos de la empresa Friesland Perú SA, e incrementó la oferta de leche evaporada en envases de cartón UHT.
- 2000. Incrementó la capacidad de producción de todas las líneas de productos y expandió su mercado en el mundo.
- 2002. Inició operaciones en la Planta de Evaporación de Majes, en Arequipa, para recolectar, evaporar y pre-tratar leche fresca proveniente del Sur del país y abastecer del producto al Complejo Industrial de Huachipa. Este año, Grupo Gloria y Dean Foods Company, compraron las empresas que conformaban la Corporación Suiza Puerto Rico, a saber: Suiza Dairy Corporation, Suiza Fruit Corporation, Neva Plastics Manufacturing Corporation, Garrido & Compañía Incorporated y Garrido Alto Grande Corporation, todas líderes de trayectoria en las industrias de leche, jugos, café y empaques.
- 2003. Empezó a operar la Planta de Concentración de Leche de Trujillo para reunir la leche proveniente de Chiclayo y abastecer el Complejo Industrial de Huachipa en Lima, y

través de su matriz JORBSA, expandió sus negocios en el mercado internacional. Efectúa la primera emisión de bonos corporativos hasta por S/ 52.1 millones.

- 2004. Pil Andina SA, absorbió a Industrias Pil Santa Cruz SA, potenciando las áreas de producción, comercialización, administración, servicios, para consolidar la operación de alimentos en Bolivia. Luego, Grupo Gloria a través de su subsidiaria Compañía Regional de Lácteos y Alimentos de Colombia SA, adquirió el 100 % de las acciones de la empresa colombiana Algarra SA, procesadora de leche y jugos Tampico.
- 2005. Grupo Gloria, emitió y colocó la tercera y cuarta emisión de bonos corporativos por S/ 50 millones y S/ 72 millones. Además, adquirió el 75 % de las acciones de la empresa láctea ecuatoriana Lechera Andina SA, procesadora de leche pasteurizada, leche pasteurizada larga vida UHT, yogures, helados y crema de leche con las marcas Andina, Andina Gold, Andino, Encantada, Clara, Frostifruit y Nevelatto.
- 2006. Grupo Gloria, emitió y colocó la quinta emisión de bonos corporativos por S/ 40 millones. Este año, Grupo Gloria terminó la construcción de las instalaciones de la Compañía Regional de Lácteos Argentina SA, obtuvo el 45 % de acciones de la Empresa Agroindustrial Casa Grande SAA, adquirió el 50 % de las acreencias de la Empresa Agroindustrial Chiquitoy SA, para cultivar y comercializar caña de azúcar, ubicándose como accionista mayoritario y líder del mercado azucarero del Perú. Además, tomó el control de la administración de Trupal SA, productora de papel y cartón a partir de bagazo de la caña de azúcar, compró a Tableros Peruanos SA, fabricante de aglomerados a partir del bagazo de caña azúcar y madera de pino, y adquirió el 100 % de las acciones de Manufacturera de Papeles y Cartones SA, consolidándose como líder en este renglón.
- 2007. El grupo emitió y colocó la sexta, séptima y octava emisión de bonos por S/ 70, S/.70 y S/ 100 millones, respectivamente. Adquirió el 52 % de acciones del Complejo Agroindustrial Cartavio SAA, y el 59.8 % de Agroindustrial Sintuco SAA.

- 2008. Escindió el bloque patrimonial cementero de Gloria SA, equivalente al 56 % de su capital social, para constituir el Consorcio Cementero del Sur SA, propiedad de Yura SA y vendió su inversión en Trupal SA a Fondo de Inversiones Diversificadas, desvinculándose directamente del negocio de papeles y envases.
- 2009. Emitió y colocó la primera emisión de papeles comerciales por S/ 25 millones y emitió y colocó la novena y décima emisión de bonos por S/ 50 y S/ 78 millones.
- 2010. Realizó contrato de compra-venta para adquirir signos distintivos de Milkito de Agraria El Escorial y relanzar al mercado esta marca.
- 2011. Acordó la fusión por absorción de Empaq SA, fabricante de envases de hojalata e invierte en activos fijos para ampliar esta fábrica, como también la línea de derivados lácteos e implementar una nueva planta en Arequipa
- 2012. Adquirió el 55 % de las acciones de Escolat Uruguay SA.
- 2014. Hizo efectiva la fusión por absorción de la Compañía Lácteos San Martín SAC.
- 2018. Volvió a adoptar su denominación inicial “Leche Gloria SA.”

Leche Gloria SA, es un conglomerado industrial de capitales peruanos, que continúa invirtiendo en nuevos activos y plantas de producción de leche, buscando incrementar sus operaciones en el futuro. Para dicho propósito, ejecuta un dinámico Plan de Inversiones, a través del cual ha logrado negocios en Sudamérica, América Central, El Caribe, Medio Oriente y África, entre ellos Perú, Bolivia, Colombia, Ecuador, Argentina y Puerto Rico. En 40 países de la geografía mundial, desarrolla actividades en los sectores de lácteos, alimentos varios, cemento, papeles, agroindustria, transporte y servicios en los cuales se ha focalizado siempre en la calidad del producto y servicio que entrega al consumidor.

Capital Social. El capital social de Leche Gloria SA, al 31 de diciembre del 2017, lo representaban 382'502,106 acciones comunes y 39'069,882 acciones de inversión. En ambos casos de un valor de S/ 1.00. Para esa fecha, reportó un patrimonio neto de S/ 1,653.61

millones, proveniente de un capital social de S/ 421.57 millones y de resultados acumulados por S/ 1'155.54 millones, obtenidos en base a la rentabilidad histórica de sus negocios.

Estructura Accionaria. La empresa holding en el negocio alimentario del Grupo es Gloria Foods-JORB SA (antes José Rodríguez Banda SA-JORBSA), principal accionista de Leche Gloria, además de otros socios inversionistas pueden apreciarse en la Tabla 7.

Tabla 7

Estructura Accionaria de Leche Gloria SA

Accionistas	Porcentaje
José Rodríguez Banda SA	75.54%
Silverstone Holdings Inc.	11.22%
Racionalización Empresarial SA	8.84%
Otros	4.40%
Total	100%

Nota. Tomado de Class & Asociados SA, 2018.

Objeto Social. Leche Gloria SA, es una empresa dedica a producir leche evaporada, fabricar y comercializar derivados lácteos y otros productos de consumo masivo directo.

Ventas. Gloria tiene tres líneas de negocio: lácteos (leche evaporada, fresca Ultra High Temperature-UHT y en polvo), derivados lácteos (yogurt, queso, mantequilla, crema de leche, manjar, leche condensada, etc.), y otros productos (jugos, refrescos, mermelada, panetón, agua, compotas y conservas de pescado). La primera, concentra el grueso de los ingresos, con una participación de 57.35 % del total por ventas nacionales. En el año 2017, la empresa reportó que produjo 124.41 millones de litros de leche y 147.24 millones de litros de yogurt, 1.34 millones de kilos de queso fresco, 2.85 millones de kilos de queso maduro y 1.15 millones de kilos de manjar blanco (dulce de leche). Más, el 50 % de las ventas es de leche evaporada. Esto la expone a variaciones en la demanda que el producto presenta. Por ejemplo, en el 2017 registró ingresos por S/ 3,431.40 millones, un 2.34 % inferiores a los del año 2016, debido a la suspensión temporal del registro sanitario de los productos Pura Vida Nutrimax, y a efectos del Fenómeno El Niño Costero, que afectó el abastecimiento.

El principal cliente de Gloria es Distribuidora Exclusiva de Productos de Calidad SA, quien comercializa y distribuye los productos dentro del país. Luego están los supermercados, cuya participación en las ventas directas al consumidor es conjunta e igualitaria. Le siguen los mayoristas y distribuidores, que vende a minoristas, bodegas y otros establecimientos. Las exportaciones de Gloria, representan un 10 % de sus ventas a 57 países, siendo los más importantes Haití, Puerto Rico, Estados Unidos, República Dominicana y Gambia. Los principales productos exportados son leche evaporada, leche condensada, jugos y néctares.

Tabla 8

Resumen de Indicadores Financieros de Leche Gloria SA, del 2007 al 2018

GLORIA S.A. Y SUBSIDIARIAS												
En miles de nuevos soles												
RATIOS DE LIQUIDEZ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
RAZON CORRIENTE (liquidez general)	1.64	1.67	2.78	1.68	1.83	1.72	1.74	1.73	1.69	1.68	1.55	1.24
RAZON O PRUEBA ACIDA	0.94	0.95	1.85	0.97	0.94	0.73	0.80	0.71	0.68	0.80	0.74	0.51
RATIO ACTIVO CORRIENTE A TOTAL	49.6%	51.4%	47.2%	43.7%	41.7%	43.7%	46.3%	45.9%	45.2%	42.2%	38.3%	39.1%
RAZON SOLIDEZ	1.90	2.13	2.27	1.86	2.26	2.20	2.16	1.96	1.78	1.77	1.79	1.67
RATIOS DE ADMINISTRACIÓN DE ACTIVOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
RATIO DE ACTIVO FIJO	2.14	2.50	2.08	2.46	2.12	2.21	2.31	2.15	1.97	2.00	1.80	1.86
DÍAS PROMEDIO DE INVENTARIOS	98.61	86.21	66.76	62.10	76.08	97.36	98.28	109.71	120.24	92.37	84.83	93.10
ROTACIÓN DE INVENTARIOS	3.65	4.19	5.42	5.85	4.78	3.75	3.72	3.35	3.06	3.99	4.36	3.99
RATIOS DE COBRANZAS Y PAGOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Días promedios de inventarios	98.61	86.21	66.76	62.10	76.08	97.36	98.28	109.71	120.24	92.37	84.83	93.10
DIAS PROMEDIO DE COBRANZA	24.64	22.02	19.56	39.30	56.93	52.11	61.35	65.12	63.30	72.49	67.53	65.69
ROTACION DE CUENTAS POR COBRAR	14.61	16.35	18.45	9.21	6.38	6.98	5.95	5.62	5.80	5.08	5.46	5.63
DIAS PROMEDIO DE PAGO	90.45	72.66	41.63	36.72	82.87	93.74	106.77	112.70	116.83	70.09	83.00	104.06
ROTACION DE CUENTAS POR PAGAR	3.98	4.95	8.67	9.86	4.38	3.88	3.42	3.25	3.14	5.25	4.45	3.56
CICLO DE CONVERSIÓN DE EFECTIVO	32.79	35.58	44.69	64.68	50.14	55.73	52.85	62.12	66.71	94.78	69.36	54.74
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
RAZON DEUDA Y PATRIMONIO	1.11	0.89	0.79	1.16	0.80	0.83	0.86	1.04	1.28	1.29	1.27	1.49
RAZON DEUDA Y ACTIVO TOTAL	0.53	0.47	0.44	0.54	0.44	0.45	0.46	0.51	0.56	0.56	0.56	0.60
DEUDA FINANCI./CAPITALIZA. LP	0.29	0.23	0.29	0.33	0.23	0.22	0.23	0.30	0.38	0.39	0.39	0.38
RATIO COSTO DE LA DEUDA	0.05	0.04	0.05	0.04	0.03	0.02	0.03	0.02	0.03	0.04	0.03	0.03
RAZON COBERTURA DE INTERES	7.36	6.76	5.46	4.87	10.59	13.04	12.68	8.90	4.97	3.50	4.32	4.32
RATIOS DE RENTABILIDAD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
MARGEN DE UTILIDAD OPERATIVA (EBIT)	16%	11%	11%	8%	11%	12%	13%	10%	8%	7%	8%	6%
MARGEN DE GANANCIA NETA SOBRE VENTAS	10%	12%	7%	4%	7%	8%	8%	6%	4%	3%	4%	3%
MARGEN EBITDA	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ROA	11%	15%	7%	6%	8%	10%	10%	7%	4%	3%	4%	3%
ROA (NOPAT)	14%	10%	9%	8%	9%	10%	12%	8%	7%	5%	6%	5%
ROE	22%	28%	13%	12%	15%	18%	19%	14%	10%	7%	9%	9%
ROE (NOPAT)	29%	19%	16%	16%	16%	18%	22%	16%	15%	12%	14%	13%

Nota. Elaborado con datos tomados de Bolsa de Valores de Lima, 2018.

4.3. Valorización de la empresa Arca Lindley

Luego de conocer y analizar las operaciones de la empresa Arca Lindley, además de evaluar el comportamiento de sus indicadores financieros por los últimos cinco años se planteó la valorización de la compañía con datos al cierre del año 2018.

4.3.1 Metodología de Valorización de Arca

Al proponer la metodología de valorización de la empresa se tomaron en cuenta los modelos descritos en el segundo capítulo de la presente investigación, eligiendo el modelo de Flujo de caja o efectivo descontado o método del flujo de caja libre. Ello pues en el caso de la compañía es posible proyectar sus flujos de ingresos y egresos futuros con una razonable estabilidad.

En la entrevista con Raúl Montenegro Vásquez, Gerente Administración y Finanzas se conoció que la empresa realizaba valorizaciones únicamente cuando se negociaba alguna compra o fusión en específico. Adicionalmente se monitorean indicadores de rentabilidad como el ROE y el EBITDA de manera mensual o trimestral según requerimiento de la Gerencia General.

En la investigación realizada a la compañía también se encontró que el modelo usando recurrentemente en las valorizaciones realizadas internamente o externamente de Arca Lindley fue el de Flujo de caja o efectivo descontado o método del flujo de caja libre. En este punto es importante resaltar que los directivos de la empresa no brindaron mayor detalle de las metodologías de valorización utilizadas en sus últimas operaciones de fusiones y adquisiciones, pues consideraron que esa información tenía el carácter de confidencial.

De esta forma, a pesar no disponer de información a detalle sobre la operatividad de su método de valorización se decidió utilizar la metodología de Flujo de caja o efectivo descontado o método del flujo de caja libre. Ello pues se tomarían en cuenta los flujos

esperados por la empresa en el futuro, por lo que ese sería el método que mejor podría mostrar el valor fundamental de la compañía estimado en la presente investigación.

4.3.2 Estimación del Costo Promedio Ponderado de Capital - CPPC

Para el uso del método de Flujo de caja o efectivo descontado o método del flujo de caja libre se necesita de una tasa de interés referencial para descontar los flujos futuros, dicha tasa representaría el costo de los fondos de la empresa y este modelo sería el Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC) o WACC por sus siglas en ingles.

Esta tasa ponderada CPPC se compone del costo de la deuda, que está estandarizada por las tasas de interés generadas por las deudas de la compañía y el costo del patrimonio, que está representado por el rendimiento esperado de los socios inversionistas. En este caso se utilizaría el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model).

En el caso de la tasa de interés promedio se obtuvieron los valores de los tipos de interés de los diferentes tipos de deuda que tiene la empresa; desde créditos corporativos en bancos locales, hasta emisiones de bonos vigentes en el mercado internacional. Todo ello desde el año 2007 hasta el año 2019 según se observa en la Tabla 9.

Tabla 9

Estructura de Deuda de Corporación José Lindley entre los Años 2007 y 2018

Acreedores	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	kdpp											
Préstamos y letras en descuento												
Citibank N.A	1.30%	0.38%	0.35%	0.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.77%	2.38%	2.38%
Citibank N.A	0.21%	0.12%	0.12%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Banco Standard Chartered	1.04%	0.30%	0.09%	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Banco Standard Chartered	0.21%	1.04%	0.12%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Total Préstamos Leasings												
Scotiabank Perú S.A.A												
	0.13%	0.06%	0.06%	0.03%	0.32%	0.00%	0.12%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Banco de Crédito del Perú	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%	1.81%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Total Leasing												
Bonos Corporativos												
1ra emisión	0.00%	1.02%	1.19%	0.85%	0.00%	5.40%	4.59%	4.65%	3.72%	0.02%	0.02%	0.03%
2da emisión	0.00%	0.95%	1.11%	0.81%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.07%	0.01%	0.01%	0.00%
3era emisión			1.03%	0.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.48%	4.48%	3.85%
4ta emisión			0.53%	0.44%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
6ta emisión			0.00%	0.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Total Bonos												
Tasa promedio de deuda	3.51%	3.97%	6.91%	6.25%	5.31%	6.74%	4.71%	4.72%	5.80%	7.27%	6.89%	6.25%



ado con datos tomados de Bolsa de Valores de Lima, 2018.

Respecto a la estimación del costo del patrimonio se estructuró el modelo CAPM, tomando las variables de riesgo del mercado norteamericano y se aplicaron los ajustes de adaptación a la realidad nacional con el riesgo país de Perú.

Tabla 10

Datos del Riesgo País de Perú entre los Años 2007 y 2018



RIESGO PAÍS - PERÚ (Puntos básicos)

MES / AÑO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ENERO	123.048	195.143	460.050	179.684	145.700	218.900	109.857	177.048	201.800	266.316	157.300	116.609
FEBRERO	127.211	208.650	419.053	200.211	146.053	199.600	127.211	182.526	182.842	281.700	152.105	132.200
MARZO	131.818	220.900	408.909	157.826	156.783	165.591	139.950	167.238	184.455	226.909	141.087	147.045
ABRIL	117.750	181.591	359.571	143.571	192.350	164.350	132.545	153.810	176.955	210.048	149.158	145.238
MAYO	110.000	154.095	292.150	201.450	187.476	179.773	133.045	149.238	165.900	207.905	141.182	157.696
JUNIO	103.952	160.286	257.500	206.818	192.364	188.429	179.800	145.429	176.500	209.909	143.500	163.333
JULIO	129.476	197.591	273.864	185.714	171.000	162.048	175.000	146.818	187.318	183.750	141.900	150.955
AGOSTO	168.913	195.286	240.000	156.591	199.565	133.130	190.545	157.286	217.476	169.609	156.036	149.261
SEPTIEMBRE	155.158	257.762	224.952	167.571	238.905	122.895	182.200	149.762	234.048	161.857	144.000	139.900
OCTUBRE	138.591	500.273	196.619	156.450	230.500	107.857	173.182	170.182	226.095	146.600	139.619	142.696
NOVIEMBRE	174.900	484.611	191.211	151.316	212.105	122.895	182.444	165.176	218.737	167.650	138.810	156.864
DICIEMBRE	174.950	523.682	178.955	156.545	216.857	117.400	177.190	182.500	236.409	164.810	136.150	164.810
PROM.	137.981	273.322	291.903	171.979	190.805	156.906	158.581	162.251	200.711	199.755	145.071	147.217
%	1.38%	2.73%	2.92%	1.72%	1.91%	1.57%	1.59%	1.62%	2.01%	2.00%	1.45%	1.47%

Tabla 11

Datos del modelo CAPM entre los años 2007 y 2018



MODELO CAPM - Costo del capital

En miles de nuevos soles

CALCULO DEL COSTO DEL PATRIMONIO (Ks)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
KLR = Promedio de T-Bond <i>(Fuente: Damodaran - Promedio del año 1993 al 2018 (20 años))</i>	8.07%	8.67%	7.23%	7.34%	7.39%	7.07%	5.90%	6.84%	5.73%	5.70%	5.34%	4.59%
KM = Promedio Rendimiento S&P 500 <i>(Fuente: Damodaran - Promedio del año 1991 al 2016 (20 años))</i>	12.92%	10.26%	9.99%	10.88%	9.47%	9.89%	11.00%	11.61%	9.82%	9.28%	8.70%	7.07%
Beta = Promedio beta 5 últimos años <i>Fuente: Bloomberg</i>	0.870	0.630	0.820	0.790	0.720	1.210	1.000	0.980	0.680	1.140	0.780	1.346
Riesgo País <i>(Fuente: BCRP)</i>	1.38%	2.73%	2.92%	1.72%	1.91%	1.57%	1.59%	1.62%	2.01%	2.00%	1.45%	1.47%
CAPM = $KLR + [(KM - KLR) \times \text{Beta}]$	12.29%	9.67%	9.49%	10.14%	8.89%	10.49%	11.00%	11.52%	8.51%	9.78%	7.96%	7.93%
Ks = CAPM + Riesgo país	13.67%	12.41%	12.41%	11.86%	10.80%	12.06%	12.59%	13.14%	10.52%	11.77%	9.41%	9.40%

De la Tabla 11 se observa que el comportamiento de la tasa de costo de patrimonio tiene una tendencia hacia la baja en los años en análisis, llegando en el año 2018 a ser 9.40 %. Ello reflejaría que los riesgos de operación de la empresa habrían disminuido considerablemente en los últimos 13 años.

Tabla 12

Datos del modelo CAPM entre los años 2007 y 2018

CALCULO DEL COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Wd	53.77%	55.60%	54.74%	57.15%	39.45%	41.24%	27.27%	25.89%	22.56%	32.66%	35.98%	38.82%
Kd	3.51%	3.97%	6.91%	6.25%	5.31%	6.74%	4.71%	4.72%	5.80%	7.27%	6.89%	6.25%
1-t	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	0.720	0.720	0.705	0.705
Ws	46.23%	44.40%	45.26%	42.85%	60.55%	58.76%	72.73%	74.11%	77.44%	67.34%	64.02%	61.18%
Ks	13.67%	12.41%	12.41%	11.86%	10.80%	12.06%	12.59%	13.14%	10.52%	11.77%	9.41%	9.40%
WACC= Wd [Kd (1-t)] + Ws Ks	7.64%	7.05%	8.26%	7.58%	8.00%	9.03%	10.05%	10.59%	9.09%	9.64%	7.77%	7.46%

En el caso del factor beta la empresa toma el factor de la fuente de información disponible en la plataforma de *Bloomberg*. Para el análisis se considera el promedio diario de los últimos cinco años en cada serie de tiempo: (2003 – 2007) (2004- 2008) (2005- 2009) (2006- 2010) (2007- 2011) (2008- 2012) (2009- 2013) (2010- 2014) (2011- 2015) (2012- 2016) (2013- 2017) (2014- 2018).

Al analizar la estructura de capital de la empresa se observa como la proporción de la deuda se va incrementando con una tendencia marcada y alcanzando su punto más alto en el año 2015 llegando a representar el 77% del total del capital invertido.

De esto se puede inferir que la estrategia en el largo plazo es el de incrementar la deuda para así reducir su *WACC*, ello pues el costo de la deuda está muy por debajo de su costo de capital propio, el cual se determina con el modelo del *CAPM*, cuyos datos están detallados anualmente en la tabla12

Datos de la estructura de capital entre los años 2007 y 2018

Pesos (W)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Patrimonio Neto	54%	56%	55%	57%	39%	41%	27%	26%	23%	33%	36%	39%
Total Deuda	46%	44%	45%	43%	61%	59%	73%	74%	77%	67%	64%	61%
Capital Invertido	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

4.3.3 Construcción del Flujo de Caja

Para la elaboración del flujo de caja se tuvieron en cuenta las expectativas de crecimiento en ventas y cuota de mercado estimados por la gerencia de la compañía. Todo

ello se complementó con análisis de variables inductoras del crecimiento en ventas de la compañía según su sector y operación. Se inició estructurando la generación de utilidades de la empresa a través del modelo *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT) para la determinación de la rentabilidad usando el *Return on Invested Capital* (ROIC), como se aprecia en la Tabla 13.

Tabla 13

Estructura de generación de utilidades entre los años 2007 y 2018



En miles de nuevos soles

CORPORACIÓN JOSÉ LINDLEY S.A.

CALCULO GANANCIA OPERATIVA NETA (NOPAT)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas Netas de Bienes	1,056,094	1,258,422	1,428,780	1,538,049	1,767,812	2,051,053	2,116,012	2,228,823	2,448,445	2,657,141	2,787,161	2,742,470
Costo de Ventas	-758,547	-860,204	-980,259	-1,082,864	-1,270,652	-1,394,239	-1,415,667	-1,493,965	-1,552,789	-1,668,202	-1,717,855	-1,668,203
Utilidad Bruta	297,547	398,218	448,521	455,185	497,160	656,814	700,345	734,858	895,656	988,939	1,069,306	1,074,267
Gastos de Ventas y Distribución	-166,233	-204,017	-230,921	-253,999	-302,184	-370,457	-411,102	-423,520	-496,673	-601,837	-661,631	-646,229
Gastos de Administración	-42,319	-50,478	-58,712	-64,982	-65,474	-89,127	-103,909	-105,051	-110,089	-104,960	-102,692	-104,224
Utilidad Operativa (EBIT)	88,995	143,723	158,888	136,204	129,502	197,230	185,334	206,287	288,894	282,142	304,983	323,814
TASA DE IR	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	28.0%	28.0%	29.5%	29.5%
Impuestos a las utilidades	-26,699	-43,117	-47,666	-40,861	-38,851	-59,169	-55,600	-61,886	-80,890	-79,000	-89,970	-95,525
NOPAT	62,297	100,606	111,222	95,343	90,651	138,061	129,734	144,401	208,004	203,142	215,013	228,289

Tabla 14

Detalle de fondos obtenidos entre los años 2007 y 2018

CORPORACIÓN JOSÉ LINDLEY S.A.

En miles de nuevos soles

CALCULO DE FONDOS OBTENIDOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Patrimonio Neto	418,342	444,115	525,143	688,842	710,737	772,781	640,812	635,436	583,573	779,156	910,367	1,043,636
Importe total deudas que devengan intereses financieros	359,693	354,614	434,155	516,378	1,090,724	1,100,886	1,709,152	1,819,246	2,003,328	1,606,663	1,619,802	1,644,611
Otros Pasivos Financieros corto	84,417	81,737	91,838	123,656	42,076	124,567	58,542	80,046	26,842	4,342	6,723	34,412
Otros Pasivos Financieros a largo plazo	275,276	272,877	342,317	392,722	1,048,648	976,319	1,650,610	1,739,200	1,976,486	1,602,321	1,613,079	1,610,199
Cuentas por pagar a Entidades Relacionadas												
Total Fondos Obtenidos	778,035	798,729	959,298	1,205,220	1,801,461	1,873,667	2,349,964	2,454,682	2,586,901	2,385,819	2,530,169	2,688,247

Tabla 15

Estimación del ROIC entre los años 2007 y 2018

CORPORACIÓN JOSÉ LINDLEY S.A.

En miles de nuevos soles

CALCULO DE RENTABILIDAD DEL CAPITAL INVERTIDO (ROIC)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Utilidad Operativa Neta (NOPAT)	62,297	100,606	111,222	95,343	90,651	138,061	129,734	144,401	208,004	203,142	215,013	228,289
Capital Invertido promedio	788,382	879,014	1,082,259	1,503,341	1,837,564	2,111,816	2,402,323	2,520,792	2,486,360	2,457,994	2,609,208	2,688,247
ROIC	7.90%	11.45%	10.28%	6.34%	4.93%	6.54%	5.40%	5.73%	8.37%	8.26%	8.24%	8.49%

Para la estimación del crecimiento de la empresa para el horizonte de evaluación de 10 años se tomaron en cuenta variables macroeconómicas a base del Producto Bruto Interno (PBI) para analizar la relación existente y elegir la que represente mayor grado de correlación estadística. En este caso fueron elegidas; PBI de manufactura, PBI de manufactura no primaria, Comercio y PBI general.

Tabla 16

Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Lindley y el PBI de Manufactura

PBI - MANUFACTURA								
Estadísticas de la regresión								
Coefficiente de correlación múltiple	67.24%							
Coefficiente de determinación R ²	45.21%							
R ² ajustado	0.383562851							
Error típico	384.10/1021							
Observaciones	10							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F			
Regresión	1	973756.7723	973756.7723	6.600028585	0.033176448			
Residuos	8	1180306.12/	147538.2659					
Total	9	2154062.9						
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	-2574.10005	1853.178562	-1.389018903	0.202269457	-6847.53748	1699.337374	-6847.53748	1699.337374
Variable X 1	3	0.028975357	2.569052079	0.033176448	1	0.141256494	1	0.141256494
	0.07443920				0.007621908		0.007621908	

Tabla 17

Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Lindley y el PBI de Manufactura No

Primaria

PBI - MANUFACTURA NO PRIMARIA								
Estadísticas de la regresión								
Coefficiente de correlación múltiple	65.66%							
Coefficiente de determinación R ²	45.12%							
R ² ajustado	0.360063684							
Error típico	391.5598908							
Observaciones	10							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F			
Regresión	1	928762.386/	928762.386/	6.06389944	0.03916586/			
Residuos	8	1225300.513	153162.5641					
Total	9	2154062.9						
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	-1882.971849	1653.186559	-1.138995378	0.287660076	-5695.22689	1929.283192	-5695.22689	1929.283192
Variable X 1	0.082233018	0.033394138	2.46249861/	0.03916586/	0.005225998	0.15924003/	0.005225998	0.15924003/

Tabla 18

Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Lindley y el PBI del Comercio

PBI - COMERCIO								
Estadísticas de la regresión								
Coeficiente de correlación múltiple	97.62%							
Coeficiente de determinación R ²	95.30%							
R ² ajustado	0.94/142588							
Error típico	112.4698/98							
Observaciones	10							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F			
Regresión	1	2052867.109	2052867.109	162.2887346	1.3577E-06			
Residuos	8	101195.791	12649.47387					
Total	9	2154062.9						
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	-1103.820875	259.9474141	-4.246323737	0.002813174	-1703.260687	-504.381063	-1703.260687	-504.381063
Variable X 1	0.006046129	0.005231554	12.73925998	1.5577E-06	0.054582143	0.078710115	0.054582143	0.078710115

Tabla 19

Resultados de la regresión entre los ingresos de Lindley y el PBI general

PBI GENERAL								
Estadísticas de la regresión								
Coeficiente de correlación múltiple	98.72%							
Coeficiente de determinación R ²	97.46%							
R ² ajustado	0.97/1443898							
Error típico	82.6/180029							
Observaciones	10							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F			
Regresión	1	2099385.887	2099385.887	307.1690703	1.14684E-07			
Residuos	8	54677.0125	6834.626565					
Total	9	2154062.9						
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	-1509.172971	211.9175748	-7.121509259	9.98518E-05	-1997.855774	-1020.490167	-1997.855774	-1020.490167
Variable X 1	0.008132916	0.000464042	17.52623948	1.14684E-07	0.007062832	0.009202999	0.007062832	0.009202999

Bajo este análisis se obtuvo un mayor grado de correlación entre las ventas de la compañía y el PBI general, siendo 98.72 %. Es por ello que se tomó como referencia esta variable para la proyección de los ingresos en el horizonte de los 10 años siguientes.

Tabla 20

Flujo de Caja Proyectado a 10 Años para la Empresa Corporación José Lindley SA



MÉTODO: FLUJO DE CAJA DESCONTADO

FLUJO DE CAJA - CORPORACIÓN JOSÉ LINDLEY SA

En miles de nuevos soles

FLUJO DE CAJA LIBRE	2018	PROYECTADO										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Perpetuo
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Ingresos de Actividades Ordinarias	2,742,470	2,887,484	3,019,383	3,195,997	3,365,383	3,540,867	3,722,669	3,911,015	4,106,142	4,308,293	4,463,392	4,624,074
Total de Ingresos Actividades Ordinarias	2,742,470	2,887,484	3,019,383	3,195,997	3,365,383	3,540,867	3,722,669	3,911,015	4,106,142	4,308,293	4,463,392	4,624,074
Costo de Ventas	-1,668,203	-1,795,035	-1,877,032	-1,986,826	-2,092,127	-2,201,218	-2,314,237	-2,431,324	-2,552,627	-2,678,297	-2,774,715	-2,874,605
Total Costos Operacionales	-1,668,203	-1,795,035	-1,877,032	-1,986,826	-2,092,127	-2,201,218	-2,314,237	-2,431,324	-2,552,627	-2,678,297	-2,774,715	-2,874,605
Ganancia Bruta	1,074,267	1,092,448	1,142,351	1,209,171	1,273,257	1,339,649	1,408,432	1,479,690	1,553,515	1,629,996	1,688,676	1,749,469
Gastos de Ventas y Distribución	-646,229	-651,397	-681,153	-720,996	-759,208	-798,796	-839,809	-882,299	-926,318	-971,922	-1,006,911	-1,043,160
Gastos de Administración	-104,224	-115,003	-120,256	-127,290	-134,037	-141,026	-148,267	-155,768	-163,540	-171,591	-177,768	-184,168
Ganancia Operativa (EBIT)	323,814	326,048	340,942	360,885	380,012	399,827	420,356	441,623	463,657	486,483	503,997	522,141
Impuestos a las utilidades	-57,291	-96,184	-100,578	-106,461	-112,104	-117,949	-124,005	-130,279	-136,779	-143,513	-148,679	-154,031
NOPAT	266,523	229,864	240,364	254,424	267,908	281,878	296,351	311,345	326,878	342,971	355,318	368,109
Depreciación y amortización	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417
Cambio en el capital de trabajo	59,899	-38,567	23,892	31,991	30,682	31,787	32,931	34,117	35,345	36,617	-	-
Inversiones	-335,721	-241,371	-230,162	-268,382	-262,205	-267,417	-272,817	-278,411	-284,207	-290,211	-	-
Aumento neto en otros activos de otros pasivos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FLUJO DE CAJA LIBRE	108,118	67,343	151,511	135,450	153,803	163,665	173,882	184,467	195,433	206,794	472,735	485,526
VALOR ACTUAL DE LA PERPETUIDAD												12,564,484
FLUJO DE CAJA LIBRE FINAL	108,118	67,343	151,511	135,450	153,803	163,665	173,882	184,467	195,433	206,794	13,037,219	

4.3.4 Análisis de Resultados

Al final de la aplicación de la metodología de Flujos de caja descontado se obtuvo el valor de las operaciones de la empresa en S/ 7,321 millones a inicio del año 2019. Al descontar las deudas de la compañía (S/ 1, 645 millones) se estimó un valor del capital de la empresa en S/ 5,677 millones.

Tabla 21

Valor Actual de los Flujos futuros de la Empresa

VALOR ACTUAL 7,321,549

WACC = 7.46%

g = 3.6%

Tabla 22

Valor de la empresa Corporación José Lindley SA

Valor Actual de los Flujos (del 2020 al 2028) =	1,205,042
Flujo de Caja Libre Perpetuo =	12,564,484
Valor Actual del Flujo de Caja Libre Perpetuo =	6,116,508
	2018
Valor de las Operaciones	7,321,549
	2018
Deudas en el presente =	1,644,611
Valor de la empresa hoy (Miles de soles) =	5,676,938

Tabla 23

Comparación del Valor de la Acción de la Empresa

	2018
Número de acciones comunes en circulación (En miles) =	580,981
Valor de la acciones comunes según la presebte VALORACIÓN =	S/ 9.77
Valor de la acciones comunes (BVL Promedio ene2019-dic2019)	S/ 4.85

Al realizar el cálculo del valor de cada acción se obtuvo S/ 9.77, el doble de su cotización en la Bolsa de Valores de Lima a inicio del año 2019 (S/ 4.85). Esto nos indicaría que la acción de la empresa Corporación José Lindley SA se encontraría subvaluada bajo este análisis.

4.4. Valorización de la empresa Backus

En este punto, se describirán los principales aspectos del proceso de valorización de la compañía Backus, dicha metodología se realizó en función de la naturaleza de la sus operaciones y la estimación del crecimiento en ventas que se espera tenga en los próximos diez años. Todo ello con la información disponible al final del año 2018.

4.4.1 Metodología de Valorización de Backus

Para la elección del método de valorización utilizado se solicitó información detallada a la empresa y la respuesta obtenida fue que ese nivel de información tenía categoría de reservada a los principales ejecutivos de la compañía. Ante ello se decidió utilizar el modelo de Flujo de caja o efectivo descontado o método del flujo de caja libre, el mismo aplicado a la compañía Arca Lindley.

Toda la información comercial y financiera disponible tuvo como año de corte el 2018, siendo el punto de partida para todas las proyecciones basadas en supuestos alineados a la naturaleza de la empresa y las condiciones de mercado de ese momento del tiempo.

4.4.2 Estimación del Costo Promedio Ponderado de Capital - CPPC

Para la estimación del Costo de los fondos utilizados por la compañía se usó la metodología de ponderación de costos de las dos fuentes que tiene Backus, la deuda con terceros y el patrimonio de los socios.

En el caso de la tasa de interés de las deudas se estructuraron los tipos de créditos en entidades financieras y los bonos vigentes en el mercado local. Todo ello desde el año 2007 hasta el año 2018 según se observa en la Tabla 24.

Tabla 24

Estructura de deuda de Backus entre los años 2007 y 2018



UNION DE CERVECERIAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON S.A.A.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2017	2018
	kcpp											
Préstamos y letras en descuento												
Citibank NA	1.30%	0.38%	0.44%	0.23%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.86%	5.91%	5.91%
Citibank NA	0.21%	0.12%	0.16%	0.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Banco Standard Chartered	1.04%	0.30%	0.12%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Banco Standard Chartered	0.21%	1.04%	0.16%	0.09%	0	0	0	0	0	0	0	0
Lasings												
Scotiabank Perú S.A.A.	0.13%	0.06%	0.07%	0.04%	0.32%	0.00%	0.12%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Bonos Corporativos	0.00%											
1ra emisión	0.00%	1.02%	1.52%	1.03%	0.00%	5.40%	4.59%	4.65%	3.72%	0.06%	0.05%	0.06%
2da emisión	0.00%	0.95%	1.42%	0.57%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.07%	0.02%	0.02%	0.01%
3era emisión			0.00%	0.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%
Total Bonos												
Tasa promedio de deudas	0.86%	2.06%	6.76%	6.88%	5.31%	6.74%	4.71%	4.72%	6.80%	8.94%	6.88%	8.81%

Par la obtención del costo del patrimonio, que está representado por el rendimiento esperado de los socios inversionistas. En este caso se utilizaría el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), tomando las variables de riesgo del mercado norteamericano y se aplicaron los ajustes de adaptación a la realidad nacional con el riesgo país de Perú.

Tabla 25

Datos del riesgo país de Perú entre los años 2007 y 2018



RIESGO PAÍS - PERÚ (Puntos básicos)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ENERO	123.048	195.143	460.050	179.684	145.700	218.900	109.857	177.048	201.800	266.316	157.300	116.609
FEBRERO	127.211	208.650	419.053	200.211	146.053	199.600	127.211	182.526	182.842	281.700	152.105	132.200
MARZO	131.818	220.900	408.909	157.826	156.783	165.591	139.950	167.238	184.455	226.909	141.087	147.045
ABRIL	117.750	181.591	359.571	143.571	192.350	164.350	132.545	153.810	176.955	210.048	149.158	145.238
MAYO	110.000	154.095	292.150	201.450	187.476	179.773	133.045	149.238	165.900	207.905	141.182	157.696
JUNIO	103.952	160.286	257.500	206.818	192.364	188.429	179.800	145.429	176.500	209.909	143.500	163.333
JULIO	129.476	197.591	273.864	185.714	171.000	162.048	175.000	146.818	187.318	183.750	141.900	150.955
AGOSTO	168.913	195.286	240.000	156.591	199.565	133.130	190.545	157.286	217.476	169.609	156.036	149.261
SEPTIEMBRE	155.158	257.762	224.952	167.571	238.905	122.895	182.200	149.762	234.048	161.857	144.000	139.900
OCTUBRE	138.591	500.273	196.619	156.450	230.500	107.857	173.182	170.182	226.095	146.600	139.619	142.696
NOVIEMBRE	174.900	484.611	191.211	151.316	212.105	122.895	182.444	165.176	218.737	167.650	138.810	156.864
DICIEMBRE	174.950	523.682	178.955	156.545	216.857	117.400	177.190	182.500	236.409	164.810	136.150	164.810
PROM.	137.981	273.322	291.903	171.979	190.805	156.906	158.581	162.251	200.711	199.755	145.071	147.217
%	1.38%	2.73%	2.92%	1.72%	1.91%	1.57%	1.59%	1.62%	2.01%	2.00%	1.45%	1.47%

Tabla 26

Datos del modelo CAPM entre los años 2007 y 2018

MODELO CAPM - Costo del capital												
En miles de nuevos soles												
CALCULO DEL COSTO DEL PATRIMONIO (Ks)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
KLR = Promedio de T-Bond	8.07%	8.67%	7.23%	7.34%	7.39%	7.07%	5.90%	6.84%	5.73%	5.70%	5.34%	4.59%
<i>(Fuente: Damodaran - Promedio del año 1993 al 2018 (20 años))</i>												
KM = Promedio Rendimiento S&P 500	12.92%	10.26%	9.99%	10.88%	9.47%	9.89%	11.00%	11.61%	9.82%	9.28%	8.70%	7.07%
<i>(Fuente: Damodaran - Promedio del año 1991 al 2016 (20 años))</i>												
Beta = Promedio beta 5 últimos años	0.920	1.040	0.740	0.990	1.140	1.350	1.410	0.870	0.980	1.240	0.980	1.120
<i>Fuente: Bloomberg</i>												
Riesgo País	1.38%	2.73%	2.92%	1.72%	1.91%	1.57%	1.59%	1.62%	2.01%	2.00%	1.45%	1.47%
<i>(Fuente: BCRP)</i>												
CAPM = $KLR + [(KM - KLR) * Beta]$	12.53%	10.33%	9.27%	10.85%	9.77%	10.88%	13.09%	10.99%	9.74%	10.14%	8.63%	7.37%
Ks = CAPM + Riesgo país	13.91%	13.06%	12.19%	12.56%	11.67%	12.45%	14.68%	12.61%	11.75%	12.13%	10.08%	8.84%

Respecto al comportamiento de la tasa de costo de oportunidad de los socios mostrada en la Tabla 26, Observamos que el comportamiento tiene una tendencia hacia la baja en los años en análisis, desde el 13.91 % en el año 2007 hasta llegar a ser 8.84% en el 2018.

En el caso del CPPC o WACC mostrado en la Figura 34 se puede notar que en año 2018 se tienen los niveles de costo de capital más bajos de los últimos 13 años. El comportamiento del periodo en análisis ha marcado una clara tendencia hacia una reducción sostenible.

Tabla 27

Datos del modelo WACC entre los años 2007 y 2018

CALCULO DEL COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Wd	0.74%	6.99%	13.86%	11.18%	5.10%	12.29%	19.72%	20.90%	20.95%	18.91%	5.94%	4.07%
Kd	0.65%	2.06%	5.76%	5.86%	5.31%	6.74%	4.71%	4.72%	5.80%	6.94%	5.98%	6.61%
1-t	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	0.720	0.720	0.705	0.705
Ws	99.26%	93.01%	86.14%	88.82%	94.90%	87.71%	80.28%	79.10%	79.05%	81.09%	94.06%	95.93%
Ks	13.91%	13.06%	12.19%	12.56%	11.67%	12.45%	14.68%	12.61%	11.75%	12.13%	10.08%	8.84%
WACC = $Wd [Kd (1-t)] + Ws Ks$	13.81%	12.25%	11.06%	11.62%	11.27%	11.50%	12.43%	10.67%	10.16%	10.78%	9.74%	8.67%

En el caso del factor beta la empresa toma el factor de la fuente de información disponible en la plataforma de *Bloomberg*. Para el análisis se considera el promedio diario de los últimos cinco años en cada serie de tiempo: (2003 – 2007) (2004- 2008) (2005- 2009) (2006- 2010) (2007- 2011) (2008- 2012) (2009- 2013) (2010- 2014) (2011- 2015) (2012- 2016) (2013- 2017) (2014- 2018).

Al analizar la estructura de capital de la empresa se observa como la proporción de la deuda al cierre del año 2018 está en el mismo nivel que el año 2007. En este periodo se puede resaltar que en el periodo 2013 – 2016 estuvo en su punto más alto alrededor del 20% del total del capital invertido en la compañía.

A pesar de la preponderancia de capital propio en la empresa, debido al bajo nivel de riesgo y exposición en el mercado peruano se puede observar que el costo promedio ponderado de capital o *WACC* De tiene un comportamiento marcado a la baja, tal como se detallad anualmente en la tabla 27

Datos de la estructura de capital entre los años 2007 y 2018

Pesos (W)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Total Deuda	1%	7%	14%	11%	5%	12%	20%	21%	21%	19%	6%	4%
Patrimonio Neto	99%	93%	86%	89%	95%	88%	80%	79%	79%	81%	94%	96%
Capital Invertido	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

4.4.3 Construcción del Flujo de Caja

Al analizar las variables que determinarían la estructura de los estados financieros futuros que dan origen al Flujo de Caja, se consideraron expectativas de crecimiento en ventas y cuota de mercado razonables para la compañía.

El primer paso fue construir y determinar la capacidad de generación de utilidades de la empresa; para ello se utilizó el modelo *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT), ello como paso previo a la determinación de la rentabilidad usando el *Return on Invested Capital* (ROIC) que se observa en la Tabla 28.

Tabla 28

Estructura de Generación de Utilidades entre los Años 2007 y 2018



UNION DE CERVECERIAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON S.A.A.

En miles de nuevos soles

CALCULO GANANCIA OPERATIVA NETA (NOPAT)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas Netas de Bienes	2,362,103	2,700,029	2,808,745	3,205,764	3,585,762	3,832,562	4,003,734	4,173,505	4,483,993	4,634,129	5,022,009	5,343,674
Costo de Ventas	-744,652	-899,572	-999,696	-1,079,300	-1,114,935	-1,099,696	-1,136,301	-1,193,066	-1,282,163	-1,322,882	-1,360,521	-1,367,670
Utilidad Bruta	1,617,451	1,800,457	1,809,049	2,126,464	2,470,827	2,732,866	2,867,433	2,980,439	3,201,830	3,311,247	3,661,488	3,976,004
Gastos de Ventas y Distribución	-728,430	-812,555	-756,821	-946,189	-957,656	-1,018,728	-1,047,282	-1,102,903	-1,061,232	-1,077,216	-1,101,442	-936,302
Gastos de Administración	-284,995	-257,042	-310,904	-397,089	-413,210	-402,715	-436,787	-527,986	-549,692	-905,598	-537,425	-440,609
Utilidad Operativa (EBIT)	604,026	730,860	741,324	783,186	1,099,961	1,311,423	1,383,364	1,349,550	1,590,906	1,328,433	2,022,621	2,599,093
TASA DE IR	30.0%	28.0%	28.0%	29.5%	29.5%							
Impuestos a las utilidades	-181,208	-219,258	-222,397	-234,956	-329,988	-393,427	-415,009	-404,865	-445,454	-371,961	-596,673	-766,732
NOPAT	422,818	511,602	518,927	548,230	769,973	917,996	968,355	944,685	1,145,452	956,472	1,425,948	1,832,361

Tabla 29

Detalle de fondos obtenidos entre los años 2007 y 2018

UNION DE CERVECERIAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON S.A.A.

En miles de nuevos soles

CALCULO DE FONDOS OBTENIDOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Patrimonio Neto	2,209,334	1,978,882	1,836,629	1,844,082	2,058,784	1,782,242	1,820,717	1,857,979	1,927,035	1,776,020	1,937,963	2,225,146
Importe total deudas que devengan intereses financieros	16,506	148,760	295,465	232,188	110,623	249,658	447,244	490,825	510,730	414,177	122,313	94,390
Otros Pasivos Financieros corto	5,766	141,295	3,280	231,562	110,623	115,539	128,740	125,649	133,155	295,726	28,597	23,400
Otros Pasivos Financieros a largo plazo	10,740	7,465	292,185	626	0	134,119	318,504	365,176	377,575	118,451	93,716	70,990
Cuentas por pagar a Entidades Relacionadas												
Total Fondos Obtenidos	2,225,840	2,127,642	2,132,094	2,076,270	2,169,407	2,031,900	2,267,961	2,348,804	2,437,765	2,190,197	2,060,276	2,319,536

Tabla 30

Estimación del ROIC entre los Años 2007 y 2018

UNION DE CERVECERIAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON S.A.A.

En miles de nuevos soles

CALCULO DE RENTABILIDAD DEL CAPITAL INVERTIDO (ROIC)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Utilidad Operativa Neta (NOPAT)	422,818	511,602	518,927	548,230	769,973	917,996	968,355	944,685	1,145,452	956,472	1,425,948	1,832,361
Capital Invertido promedio	2,176,741	2,129,868	2,104,182	2,122,839	2,100,654	2,149,931	2,308,383	2,393,285	2,313,981	2,125,237	2,189,906	2,319,536
ROIC	19.42%	24.02%	24.66%	25.83%	36.65%	42.70%	41.95%	39.47%	49.50%	45.01%	65.11%	79.00%

En la estructura de los determinantes del crecimiento de los ingresos en la empresa Backus se tomaron en cuenta variables macroeconómicas a base del Producto Bruto Interno (PBI) para analizar la relación existente y elegir la que represente mayor grado de correlación

estadística. En este caso fueron elegidas; PBI de manufactura, PBI de manufactura no primaria, Comercio y PBI general.

Tabla 31

Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Backus y el PBI de Manufactura

Regresión	1	2888509.848	2888509.848	8.379140005	0.02005483		
Residuos	8	275/810.321	344/26.2901				
Total	9	3646320.169					

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	-4072.753498	2832.710113	-1.437758661	0.188443553	-10604.99473	2459.487737	-10604.99473	2459.487737
variable X 1	0.12820/486	0.044290814	2.8946/4421	0.020054831	0.0260/2080	0.23034228/	0.0260/2080	0.23034228/

Tabla

Resultados de la regresión entre los ingresos de Backus y el PBI de Manufactura no primaria

Regresión	1	2583807.685	2583807.685	6.749510929	0.03171/12/		
Residuos	8	3062512.484	382814.0605				
Total	9	3646320.169					

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	-2661.651035	2613.602229	-1.018384131	0.338301589	-8688.628583	3365.326513	-8688.628583	3365.326513
variable X 1	0.15/158905	0.0527944	2.397982088	0.03171/12/	0.015414801	0.25890501	0.015414801	0.25890501

Tabla 32

Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Backus y el PBI del Comercio

PBI - COMERCIO								
<i>Estadísticas de la regresión</i>								
Coefficiente de correlación múltiple	96.89							
Coefficiente de determinación R ²	93.88%							
R ² ajustado	0.931145205							
Error típico	207.8397406							
Observaciones	10							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Prueba de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>valor crítico de F</i>			
Regresión	1	5300741.30	5300741.30	122.7098504	3.93463E-06			
Residuos	8	7	7					
Total	9	345578.86	43197.3577					
		2	5					
		9	646320.16					
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	-1161.868087	480.3721955	-2.41868305	0.041936169	-2269.608357	-54.12781787	-2269.608357	-54.12781787
Variable X 1	0.107093427	0.009667699	11.07744783	3.93463E-06	0.084799674	0.12938718	0.084799674	0.12938718

Tabla 33

Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Backus y el PBI General

PBI GENERAL								
<i>Estadísticas de la regresión</i>								
Coefficiente de correlación múltiple	98.66							
Coefficiente de determinación R ²	% 97.34%							
R ² ajustado	0.970069903							
Error típico	137.0299682							
Observaciones	10							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>			
Regresión	1	5496102.47	5496102.47	292.70066	1.3847E-07			
Residuos	8			4				
Total	9	150217.697	18777.2121					
		5646320.16	7					
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>
Intercepción	-1997.368067	359.5635208	-5.554979721	0.000537824	-2826.523032	-1168.213101	-2826.523032	-1168.213101
Variable X 1	0.013506071	0.000789436	17.10849684	1.3847E-07	0.011685627	0.015326515	0.011685627	0.015326515

Luego de analizar las variables y sus relaciones, se obtuvo un mayor grado de correlación entre las ventas de la compañía y el PBI general, siendo 98.66 %. Es por ello que se tomó como referencia esta variable para la proyección de los ingresos en el horizonte de los 10 años siguientes.

Tabla 34

Flujo de Caja Proyectado a 10 años para la Empresa Backus

UNION DE CERVECERIAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON S.A.A.

	2018	PROYECTADO									
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ventas Netas de Bienes	5,343,674	5,304,018	5,523,059	5,816,356	6,097,650	6,389,071	6,690,983	7,003,763	7,327,804	7,663,510	7,939,397
Costo de Ventas	-1,367,670	-1,456,299	-1,516,440	-1,596,969	-1,674,203	-1,754,217	-1,837,111	-1,922,990	-2,011,960	-2,104,133	-2,179,882
Utilidad Bruta	3,976,004	3,847,719	4,006,619	4,219,387	4,423,448	4,634,854	4,853,872	5,080,773	5,315,844	5,559,377	5,759,514
Gastos de Ventas y Distribución	-936,302	-1,145,222	-1,192,517	-1,255,844	-1,316,580	-1,379,502	-1,444,690	-1,512,224	-1,582,190	-1,654,674	-1,714,242
Gastos de Administración	-440,609	-672,917	-700,707	-737,917	-773,605	-810,577	-848,881	-888,563	-929,674	-972,264	-1,007,266
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Gastos Operativos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad Operativa	2,599,093	2,029,580	2,113,396	2,225,626	2,333,263	2,444,775	2,560,301	2,679,986	2,803,980	2,932,438	3,038,006
Ingresos Financieros	48,535	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	-56,859	-6,820	-7,101	-7,479	-7,840	-8,215	-8,603	-9,005	-9,422	-9,854	-10,208
Utilidad antes de Impuestos	2,590,769	2,022,760	2,106,294	2,218,147	2,325,422	2,436,560	2,551,698	2,670,981	2,794,558	2,922,585	3,027,798
Impuestos a las utilidades	-169,644	-596,714	-621,357	-654,353	-686,000	-718,785	-752,751	-787,939	-824,395	-862,162	-893,200
Utilidad Neta	2,421,125	1,426,046	1,484,938	1,563,794	1,639,423	1,717,775	1,798,947	1,883,042	1,970,164	2,060,423	2,134,598

4.3.4 Análisis de Resultados

Al final de la aplicación de la metodología de Flujos de caja descontado se obtuvo el valor de las operaciones de la empresa en S/ 30,023 millones a inicio del año 2019. Al descontar las deudas de la compañía (S/ 94 millones) se estimó un valor del capital de la empresa en S/ 29,929 millones.

Tabla 35

Valor Actual de los Flujos Futuros de la Empresa

VALOR ACTUAL 30,023,846	
WAC	8.87%
C =	3.6%
E =	
Valor Actual de los Flujos (del 2020 al 2029) =	9,972,955
Flujo de Caja Libre Perpetuo =	46,059,970
Valor Actual del Flujo de Caja Libre Perpetuo =	20,050,891
	2019
Valor de las Operaciones	30,023,846
	2019
Deudas en el presente (2018) =	94,390
Valor de la empresa hoy (Miles de soles) =	29,929,456

Tabla 37

Comparación del Valor de la Acción de la Empresa

	2019
Número de acciones comunes en circulación (En miles) =	76,046
Valor de la acciones comunes según la presebte VALORACIÓN =	S/ 393.57
Valor de la acciones comunes (BVL Promedio ene2019-dic2019)	S/ 240.97

Al realizar el cálculo del valor de cada acción se obtuvo S/ 393.57, lo que representa un valor mayor en 63% a su precio cotizado en la Bolsa de Valores de Lima a inicio del año 2019 (S/ 240.97). Esto nos indicaría que la acción de la empresa Backus se encontraría subvaluada.

4.5. Valorización de la empresa Gloria SA

Ser la empresa de lácteos referentes en el país requiere una gestión financiera compleja y diversa que dé el soporte adecuado a todas las operaciones que tiene la compañía a nivel nacional e internacional. Teniendo en cuenta todo ello, se planteó la valorización de la compañía con datos comerciales y financieros a diciembre del año 2018.

4.5.1 Metodología de Valorización de Gloria SA

Al proponer la metodología de valorización de la empresa se tomó en cuenta el modelo de Flujo de caja o efectivo descontado o método del flujo de caja libre, manteniendo la coherencia con las dos compañías evaluadas en la presente investigación. Adicionalmente es posible proyectar sus flujos de ingresos y egresos futuros de Gloria SA con una razonable estabilidad.

4.5.2 Estimación del Costo Promedio Ponderado de Capital - CPPC

Al referirse al modelo de Flujo de caja o efectivo descontado o método del flujo de caja libre se necesita de una tasa de interés para actualizar los flujos futuros de la compañía, dicha tasa representaría el costo de los fondos de la empresa y este modelo sería el Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC) o WACC. Esta tasa ponderada está compuesta del costo promedio de los pasivos de la empresa y el costo del patrimonio, que representaría el rendimiento esperado de los socios de Backus. En este caso se mantendría utilizando el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model).

En el caso de la tasa de interés promedio se obtuvieron los valores de los tipos de interés de los diferentes tipos de deuda que tiene la empresa; desde créditos corporativos en bancos locales, hasta emisiones de bonos vigentes en el mercado internacional. Todo ello desde el año 2007 hasta el año 2019, según se observa en la Tabla 38.

Tabla 38

GRUPO GLORIA deuda de Gloria SA entre los años 2007 y 2018

GLORIA S.A. Y SUBSIDIARIAS

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Préstamos y rentas en descuento												
Chilobank	1.307%	0.367%	0.307%	0.197%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	2.117%	2.367%	2.367%
BEVA Banco Continental	0.417%	0.127%	0.127%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%
Interbank	1.047%	0.307%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%
Banco Standard Chartered	0.21%	1.04%	0.12%	0.08%	0	0	0	0	0	0	0	0
Leasings												
Banco de Crédito del Perú	0.13%	0.06%	0.06%	0.03%	0.32%	0.00%	0.12%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Bonos Corporativos	0.00%											
1ra emisión	0.007%	1.027%	1.197%	0.607%	0.007%	3.407%	4.297%	4.607%	3.127%	0.027%	0.027%	0.037%
2da emisión	0.007%	0.007%	1.117%	0.617%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	2.017%	0.017%	0.017%	0.007%
3ra emisión			1.037%	0.627%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	4.467%	4.467%	3.007%
4ta emisión			0.537%	0.447%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%	0.007%
5ta emisión			0.00%	0.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Total Bonos												
tasa promedio de deuda	3.54%	4.11%	6.96%	6.29%	5.35%	6.66%	4.80%	4.84%	6.04%	1.36%	1.10%	6.52%

Para la estimación del costo del patrimonio se utilizó el modelo CAPM, tomando las variables de riesgo del mercado norteamericano y se aplicaron los ajustes de adaptación a la realidad nacional con el riesgo país de Perú.

Tabla 39

Datos del Riesgo País de Perú entre los Años 2007 y 2018

GRUPO GLORIA

RIESGO PAÍS - PERÚ (Puntos básicos)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ENERO	123.048	195.143	460.050	179.684	145.700	218.900	109.857	177.048	201.800	266.316	157.300	116.609
FEBRERO	127.211	208.650	419.053	200.211	146.053	199.600	127.211	182.526	182.842	281.700	152.105	132.200
MARZO	131.818	220.900	408.909	157.826	156.783	165.591	139.950	167.238	184.455	226.909	141.087	147.045
ABRIL	117.750	181.591	359.571	143.571	192.350	164.350	132.545	153.810	176.955	210.048	149.158	145.238
MAYO	110.000	154.095	292.150	201.450	187.476	179.773	133.045	149.238	165.900	207.905	141.182	157.696
JUNIO	103.952	160.286	257.500	206.818	192.364	188.429	179.800	145.429	176.500	209.909	143.500	163.333
JULIO	129.476	197.591	273.864	185.714	171.000	162.048	175.000	146.818	187.318	183.750	141.900	150.955
AGOSTO	168.913	195.286	240.000	156.591	199.565	133.130	190.545	157.286	217.476	169.609	156.036	149.261
SEPTIEMBRE	155.158	257.762	224.952	167.571	238.905	122.895	182.200	149.762	234.048	161.857	144.000	139.900
OCTUBRE	138.591	500.273	196.619	156.450	230.500	107.857	173.182	170.182	226.095	146.600	139.619	142.696
NOVIEMBRE	174.900	484.611	191.211	151.316	212.105	122.895	182.444	165.176	218.737	167.650	138.810	156.864
DICIEMBRE	174.950	523.682	178.955	156.545	216.857	117.400	177.190	182.500	236.409	164.810	136.150	164.810
PROM.	137.981	273.322	291.903	171.979	190.805	156.906	158.581	162.251	200.711	199.755	145.071	147.217
%	1.38%	2.73%	2.92%	1.72%	1.91%	1.57%	1.59%	1.62%	2.01%	2.00%	1.45%	1.47%

Tabla 40

Datos del Modelo CAPM entre los Años 2007 y 2018

MODELO CAPM - Costo de Capital

En miles de nuevos soles

CALCULO DEL COSTO DEL PATRIMONIO (Ks)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
KLR = Promedio de T-Bond <i>(Fuente: Damodaran - Promedio del año 1993 al 2018 (20 años))</i>	8.07%	8.67%	7.23%	7.34%	7.39%	7.07%	5.90%	6.84%	5.73%	5.70%	5.34%	4.59%
KM = Promedio Rendimiento S&P 500 <i>(Fuente: Damodaran - Promedio del año 1991 al 2016 (20 años))</i>	12.92%	10.26%	9.99%	10.88%	9.47%	9.89%	11.00%	11.61%	9.82%	9.28%	8.70%	7.07%
Beta = Promedio beta 5 últimos años <i>Fuente: Bloomberg</i>	0.740	0.840	0.950	0.840	1.140	0.870	0.960	1.320	0.950	1.170	1.140	1.320
Riesgo País <i>(Fuente: BCRP)</i>	1.38%	2.73%	2.92%	1.72%	1.91%	1.57%	1.59%	1.62%	2.01%	2.00%	1.45%	1.47%
CAPM = $KLR + [(KM - KLR) * Beta]$	11.66%	10.01%	9.85%	10.31%	9.77%	9.53%	10.80%	13.14%	9.62%	9.88%	9.17%	7.87%
Ks = CAPM + Riesgo país	13.04%	12.74%	12.77%	12.03%	11.67%	11.10%	12.38%	14.76%	11.62%	11.88%	10.62%	9.34%

Observando la Tabla 40 se puede notar que la tasa de costo de patrimonio tiene una clara tendencia hacia la baja en los años en análisis, llegando en el año 2018 a ser 9.34 %. Ello reflejaría que los riesgos de operación de la empresa habrían disminuido considerablemente en los últimos 13 años.

Tabla 41

Datos del Modelo CAPM entre los Años 2007 y 2018

CALCULO DEL COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Wd	29.65%	22.74%	28.52%	37.14%	28.16%	27.12%	27.66%	35.55%	40.38%	42.98%	40.75%	43.79%
Kd	3.54%	4.11%	6.98%	6.29%	5.35%	6.88%	4.80%	4.84%	6.04%	7.36%	7.10%	6.52%
1-t	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	0.720	0.720	0.705	0.705
Ws	70.35%	77.26%	71.48%	62.86%	71.84%	72.88%	72.34%	64.45%	59.62%	57.02%	59.25%	56.21%
Ks	13.04%	12.74%	12.77%	12.03%	11.67%	11.10%	12.38%	14.76%	11.62%	11.88%	10.62%	9.34%
WACC = $Wd [Kd (1-t)] + Ws Ks$	9.91%	10.50%	10.52%	9.20%	9.44%	9.39%	9.89%	10.72%	8.69%	9.05%	8.33%	7.26%

En el caso del factor beta la empresa toma el factor de la fuente de información disponible en la plataforma de *Bloomberg*. Para el análisis se considera el promedio diario de los últimos cinco años en cada serie de tiempo: (2003 – 2007) (2004- 2008) (2005- 2009)

(2006- 2010) (2007- 2011) (2008- 2012) (2009- 2013) (2010- 2014) (2011- 2015) (2012- 2016) (2013- 2017) (2014- 2018).

Al analizar la estructura de capital de la empresa se observa como la proporción de la deuda se va incrementando con una tendencia marcada y alcanzando su punto más alto en el año 2018 llegando a representar el 44% del total del capital invertido.

De esto se puede inferir que la estrategia en el largo plazo es el de incrementar la deuda para así reducir su *WACC*, ello pues el costo de la deuda está muy por debajo de su costo de capital propio, el cual se determina con el modelo del *CAPM*, cuyos datos están detallados anualmente en la tabla 41

Datos de la estructura de capital entre los años 2007 y 2018

Pesos (W)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Total Deuda	30%	23%	29%	37%	28%	27%	28%	36%	40%	43%	41%	44%
Patrimonio Neto	70%	77%	71%	63%	72%	73%	72%	64%	60%	57%	59%	56%
Capital Invertido	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

4.5.3 Construcción del Flujo de Caja

En este apartado se propone el proceso para la elaboración del flujo de caja de la compañía, para ello se tuvieron en cuenta las expectativas de crecimiento en ventas y cuota de mercado estimados por la gerencia de la compañía. Se inició estructurando la generación de utilidades de la empresa a través del modelo *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT) para la determinación de la rentabilidad usando el *Return on Invested Capital* (ROIC).

Tabla 42

Estructura de Generación de Utilidades entre los Años 2007 y 2018

En miles de nuevos soles

CALCULO GANANCIA OPERATIVA NETA (NOPAT)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas Netas de Bienes	2,838,863	2,551,530	2,546,283	4,396,970	3,214,764	3,490,802	3,849,058	4,220,790	4,527,350	4,603,761	4,385,723	4,565,782
Costo de Ventas	-2,034,516	-1,944,238	-1,988,515	-3,406,102	-2,510,991	-2,654,461	-2,868,612	-3,272,888	-3,482,431	-3,523,276	-3,440,792	-3,704,247
Utilidad Bruta	804,347	607,292	557,768	990,868	703,773	836,341	980,446	947,902	1,044,919	1,080,485	944,931	861,535
Gastos de Ventas y Distribución	-227,063	-227,076	-227,146	-501,744	-255,877	-318,664	-346,788	-426,144	-486,718	-587,434	-412,861	-415,188
Gastos de Administración	-128,429	-106,530	-93,351	-163,672	-117,727	-143,958	-171,301	-170,966	-204,946	-199,167	-219,416	-178,516
Utilidad Operativa (EBIT)	448,855	273,686	237,271	325,452	330,169	373,719	462,357	350,792	353,255	293,884	312,654	267,831
TASA DE IR	30.0%	28.0%	28.0%	29.5%	29.5%							
Impuestos a las utilidades	-134,657	-82,106	-71,181	-97,636	-99,051	-112,116	-138,707	-105,238	-98,911	-82,288	-92,233	-79,010
NOPAT	314,199	191,580	166,090	227,816	231,118	261,603	323,650	245,554	254,344	211,596	220,421	188,821

Tabla 43

Detalle de Fondos Obtenidos entre los Años 2007 y 2018

GLORIA S.A. Y SUBSIDIARIAS

En miles de nuevos soles

CALCULO DE FONDOS OBTENIDOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Patrimonio Neto	1,246,198	1,110,457	1,298,197	1,469,691	1,447,542	1,530,786	1,663,645	1,775,978	1,840,023	1,737,058	1,734,335	1,614,391
Intereses	525,295	326,855	518,054	868,472	567,509	569,588	636,258	979,661	1,246,007	1,309,477	1,192,690	1,257,887
Importe total deudas que devengan intereses												
Otros Pasivos Financieros corto	5,045	939	114	137,218	129,305	130,481	149,480	207,627	134,892	195,772	90,893	264,061
Otros Pasivos Financieros a largo plazo	520,250	325,916	517,940	731,254	438,204	439,107	486,778	772,034	1,111,115	1,113,705	1,101,797	993,826
Cuentas por pagar a Entidades Relacionadas												
Total Fondos Obtenidos	1,771,493	1,437,312	1,816,251	2,338,163	2,015,051	2,100,374	2,299,903	2,755,639	3,086,030	3,046,535	2,927,025	2,872,278

Tabla 44

Estimación del ROIC entre los Años 2007 y 2018

GLORIA S.A. Y SUBSIDIARIAS

En miles de nuevos soles

CALCULO DE RENTABILIDAD DEL CAPITAL INVERTIDO (ROIC)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Utilidad Operativa Neta (NOPAT)	314,199	191,580	166,090	227,816	231,118	261,603	323,650	245,554	254,344	211,596	220,421	188,821
Capital Invertido promedio	1,604,403	1,626,782	2,077,207	2,176,607	2,057,713	2,200,139	2,527,771	2,920,835	3,066,283	2,986,780	2,899,652	2,872,278
ROIC	19.58%	11.78%	8.00%	10.47%	11.23%	11.89%	12.80%	8.41%	8.29%	7.08%	7.60%	6.57%

Para la proyección de ingresos de la empresa Gloria SA se tomaron en cuenta variables macroeconómicas a base del Producto Bruto Interno (PBI) que podrían explicar el

comportamiento de las ventas, de esa forma analizar la relación existente y elegir la que represente mayor grado de correlación estadística. En este caso fueron elegidas; PBI de manufactura, PBI de manufactura no primaria, Comercio y PBI general.

Tabla 45

Resultados de la Regresión entre los ingresos de Backus y el PBI de Manufactura

Regresión	1	1308128.188	1308128.188	3.467849129	0.09959102
Residuos	8	3017728.026	377216.0033		
Total	9	4325856.215			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	-1526.112443	2963.193313	-0.51502291	0.620461553	-8359.248475	5307.023589	-8359.248475	5307.023589
Variable X 1	0.086278306	0.046330983	1.862216188	0.099591025	-0.020561132	0.19311744	-0.020561132	0.19311744

Tabla 46

Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Backus y el PBI de Manufactura no Primaria

Coefficiente de correlación múltiple	60.39%
Coefficiente de determinación R ²	36.46%
R ² ajustado	0.285230457
Error típico	586.1352016
Observaciones	10

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	1577420.419	1577420.419	4.591471035	0.064497374
Residuos	8	2748435.796	343554.4745		
Total	9	4325856.215			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	-1310.398693	2475.958471	-0.52924906	0.610999234	-7019.969166	4399.171781	-7019.969166	4399.171781
Variable X 1	0.107168622	0.050014015	2.142771811	0.064497374	-0.008163904	0.222501148	-0.008163904	0.222501148

Tabla 47

Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Backus y el PBI del Comercio

PBI - COMERCIO								
Estadísticas de la regresión								
Coefficiente de correlación múltiple	77.74%							
Coefficiente de determinación R ²	00.43%							
R ² ajustado	0.554885929							
Error típico	462.541226							
Observaciones	10							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F			
Regresión	1	2614301.129	2614301.129	12.21953602	0.008130822			
Residuos	8	1711555.086	213944.3857					
Total	9	4325856.215						
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	278.2376061	1069.054184	0.260265205	0.801232686	-2187.005763	2743.480975	-2187.005763	2743.480975
Variable X 1	0.075209433	0.021015179	3.495045294	0.000130822	0.025595342	0.12462324	0.025595342	0.12462324

Tabla 48

Resultados de la Regresión entre los Ingresos de Backus y el PBI general

Regresión	1	2553139.599	2553139.599	11.52193002	0.00943835			
Residuos	8	1712716.616	214089.577					
Total	9	4265856.215						
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	-182.0475145	1235.192744	-0.147383892	0.886475768	-3030.407089	2666.312061	-3030.407089	2666.312061
Variable X 1	0.00920532	0.002711916	3.394396857	0.009438359	0.00295163	0.011459011	0.00295163	0.011459011

Bajo este análisis se obtuvo un mayor grado de correlación entre las ventas de la compañía y el PBI general, siendo 97.82 %. Es por ello que se tomó como referencia esta variable para la proyección de los ingresos en el horizonte de los 10 años siguientes.

Tabla 49

Flujo de Caja Proyectado a 10 Años para la Empresa Gloria SA

GLORIA S.A. Y SUBSIDIARIAS

En miles de nuevos soles		PROYECTADO										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Perpetuo
FLUJO DE CAJA LIBRE	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Ingresos de Actividades Ordinarias	4,565,782	4,794,351	4,943,643	5,143,545	5,335,267	5,533,890	5,739,664	5,952,845	6,173,701	6,402,508	6,632,999	6,871,787
Total de Ingresos Actividades Ordinarias	4,565,782	4,794,351	4,943,643	5,143,545	5,335,267	5,533,890	5,739,664	5,952,845	6,173,701	6,402,508	6,632,999	6,871,787
Costo de Ventas	-3,704,247	-3,752,002	-3,868,836	-4,025,277	-4,175,316	-4,330,756	-4,491,792	-4,658,626	-4,831,465	-5,010,527	-5,190,906	-5,377,778
Total Costos Operacionales	-3,704,247	-3,752,002	-3,868,836	-4,025,277	-4,175,316	-4,330,756	-4,491,792	-4,658,626	-4,831,465	-5,010,527	-5,190,906	-5,377,778
Ganancia Bruta	861,535	1,042,349	1,074,807	1,118,268	1,159,950	1,203,134	1,247,871	1,294,219	1,342,236	1,391,982	1,442,093	1,494,008
Gastos de Ventas y Distribución	-415,188	-503,619	-519,301	-540,300	-560,439	-581,303	-602,919	-625,312	-648,512	-672,547	-696,758	-721,842
Gastos de Administración	-178,516	-212,939	-219,570	-228,449	-236,964	-245,786	-254,925	-264,393	-274,203	-284,365	-294,602	-305,208
Ganancia Operativa (EBIT)	267,831	325,791	335,935	349,519	362,547	376,044	390,027	404,514	419,522	435,070	450,732	466,959
Impuestos a las utilidades	-84,881	-96,108	-99,101	-103,108	-106,951	-110,933	-115,058	-119,332	-123,759	-128,346	-132,966	-137,753
NOPAT	182,950	229,682	236,834	246,411	255,596	265,111	274,969	285,182	295,763	306,724	317,766	329,206
Depreciación y amortización	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417	117,417
Cambio en el capital de trabajo	-232,377	291,653	54,586	73,090	70,099	72,623	75,237	77,946	80,752	83,659	-	-
Inversiones	121,451	-223,386	-186,632	-210,095	-206,303	-209,503	-212,818	-216,252	-219,810	-223,496	-	-
Aumento neto en otros activos de otros pasivos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FLUJO DE CAJA LIBRE	189,441	415,366	222,206	226,823	236,809	245,649	254,806	264,293	274,121	284,304	435,183	446,623
VALOR ACTUAL DE LA PERPETUIDAD												12,196,418
FLUJO DE CAJA LIBRE FINAL	189,441	415,366	222,206	226,823	236,809	245,649	254,806	264,293	274,121	284,304	12,631,601	

4.5.4 Análisis de Resultados

Al final de la aplicación de la metodología de Flujos de caja descontado se obtuvo el valor de las operaciones de la empresa en S/ 8,019 millones a inicio del año 2019. Al descontar las deudas de la compañía (S/ 1, 257 millones) se estimó un valor del capital de la empresa en S/ 6,761 millones.

Tabla 50

Valor Actual de los Flujos Futuros de la Empresa

VALOR ACTUAL S/ 8,019,119

WACC = 7.26%

g = 3.6%

Tabla 51

Valor de la Empresa Gloria SA

Valor Actual de los Flujos (del 2020 al 2029) =	1,968,823	
Flujo de Caja Libre Perpetuo =	12,196,418	
Valor Actual del Flujo de Caja Libre Perpetuo =		6,050,297

	2019
Valor de las Operaciones	8,019,119

	2019
Deudas en el presente (2018) =	1,257,887

Valor de la empresa hoy (Miles de soles) =	6,761,232
--	-----------

Tabla 52

Comparación del Valor de la Acción de la Empresa

Número de acciones comunes en circulación (En miles) =	2019	421,318
Valor de la acciones comunes según la presebte VALORACIÓN =	S/	16.05
Valor de la acciones comunes (BVL Promedio ene2019-dic2019)	S/	5.30

Al realizar el cálculo del valor de cada acción se obtuvo S/ 16.05, lo que representa el triple de su cotización en la Bolsa de Valores de Lima a inicio del año 2019 (S/ 5.30). Esto nos indicaría que la acción de la empresa Gloria SA, se encontraría subvaluada bajo este análisis.

4.6 Resumen del Capítulo IV

Este Capítulo describe desde el punto de vista histórico y financiero, cómo han evolucionado las empresas Arca Continental Lindley SA, Backus SA y Gloria SA, que fueron las embotelladoras que conformaron la muestra de análisis. Para cada una de ellas, se analizaron las variables e indicadores financieros: Razones de liquidez, Ratios de actividad, Razones de Apalancamiento y Razones de rentabilidad.

Para la elección del método de valorización se solicitó información detallada sobre las metodologías que utilizaron las compañías en los periodos anteriores, ante ello se recibió la

respuesta de que esa información tenía carácter reservado o confidencial, pero en las entrevistas y con la información obtenida en fuentes secundarias se concluyó que dentro los métodos que fueron considerados para sus estimaciones estuvo el Flujos de Caja descontado.

Luego se realiza la valorización bajo la metodología elegida con los criterios inherentes a la naturaleza de la actividad y operaciones de cada empresa. Para la aplicación de este método se utilizó el modelo de Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC o WACC), en el cual se calculó el costo anual de las dos fuentes de financiamiento de cada compañía; la tasa de interés de su deuda con terceros y el costo anual del patrimonio de los socios bajo el modelo CAPM.

Con la definición del WACC y los flujos de Caja futuros estimados se realiza el descuento de flujos para la determinación de la valorización en cada empresa. Al llegar al valor fundamental de las acciones que cada compañía tiene y luego compararlas con el precio que cotizada en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) se obtuvo que en los tres casos su valor calculado supera ampliamente su cotización en la BVL, por lo que se puede indicar que las compañías se encontrarían subvaluadas a inicios del año 2019.

Al analizar la estructura de capital se puede concluir que la estrategia central de las empresas evaluadas en la búsqueda de la reducción de su costo Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC o WACC), es la ir incrementando progresivamente la relación de la deuda en su estructura general, ello pues buscan aprovechar al máximo el bajo costo de la deuda respecto a la del costo del capital propio.

La investigación de campo realizada mediante entrevistas, permitió aclarar y reconocer que si bien cada empresa se caracteriza porque adoptó y aplicó medidas y buenas prácticas de valorización propias, comparten algunas de ellas, como se resume en la Tabla 53.

Tabla 53

Resumen de Buenas Prácticas Comparables entre Arca Continental Lindley, Backus ABInBev y Leche Gloria, en el Periodo 2013-2017

Empresas Buenas Prácticas	Arca Continental Lindley	Backus ABInBev	Gloria
Gestión los costos de la empresa	X	X	X
Administración del Working Capital	X	X	
Fusión de empresas	X	X	X
Control y seguimiento de los indicadores financieros	X	X	X
Realizar la valorización de cada periodo.	X	X	
Contar con un equipo con perfil profesional para el proceso de análisis financiero	X	X	X
Monitorear costos de KPIs	X	X	X
Utilizar métodos de Valorización	X	X	X
Utilizar métodos de valorización de Flujo de Caja	X		
Monitorear el EBITDA	X	X	X
Realizar Benchmarking competitivos con empresa nacionales	X		X

Como se puede observar, las empresas en estudio coinciden en varias prácticas como los procesos de monitoreo y control de indicadores financieros que les permiten analizar de forma rigurosa cada uno de ellos, en especial observar el EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), lo que significa la cantidad de veces que una posible empresa adquiriente estaría dispuesta a pagar por la empresa, activos o bienes en posible negociación. Para las tres empresas, Arca Continental Lindley, Backus ABInBev y Leche Gloria, el EBITDA, está directamente relacionado con la evaluación del costo de oportunidad de los inversionistas y el del mercado.

Por otra parte, las empresas que coinciden con el monitoreo y control del Working Capital son Arca Continental y Backus ABInBev, que es conocido como la administración

del capital de trabajo neto siendo su medida de liquidez y de eficiencia operativa, y del mismo que dependen sus inversiones a futuro.

Las tres empresas aplicaron métodos de valorización a propósito de negociar sus acciones y concretar fusiones, porque saben que es la forma de competir de forma globalizada, y las tres demostraron un monitoreo y control estricto de sus indicadores financieros al cierre de cada período, para lo que cuentan con un equipo financiero calificado.

Arca Continental Lindley y Leche Gloria, emplean herramientas de valorización que aplican desde sus sedes en Perú, pero Backus ABInBev monitorea su valorización desde su casa matriz con sede en los Estados Unidos.

Arca Continental y Leche Gloria, realizaron Benchmarking con empresas del mismo sector nacional con la finalidad de tomar un indicador referencial del mercado, a diferencia, Backus ABInBev realizó Benchmarking con empresas internacionales.

Las tres empresas estudiadas, como se muestra en las líneas de tiempo de cada una de ellas, han concretado en una mesa de negociación las fusiones y adquisidores a lo largo del tiempo, contribuyendo en ello el que aplican buenas prácticas de valorización como parte de su crecimiento globalizado y enfocado a generar valor en el futuro.

Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones

5.1. Conclusiones

Finalizada esta investigación, el objetivo de esta investigación fue describir las buenas prácticas de valorización que aplicaron las empresas embotelladoras del sector industrial del Perú, registradas en la Bolsa de Valores de Lima, más importantes en el mercado durante el periodo 2013-2018, y su relación con los resultados económico - financieros obtenidos.

Considerando los objetivos específicos que guiaron el trabajo investigativo, Buenas Prácticas de Valorización en el proceso de Fusión y Adquisición, en las tres empresas peruanas del Sector Industrial que cotizan en la BVL en el período de 2013 al 2018 y cómo Buenas Prácticas de Valorización incidieron positivamente en procesos de F&A.

Se concluye que:

- Se concluye que la utilización del modelo Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC o WACC) permite obtener un valor razonable del costo porcentual de las fuentes de financiamiento que tiene cada compañía; deuda de terceros y el patrimonio. Ello permite además que los flujos futuros se puedan descontar con una tasa que permita pagar los costos de interés reales y la rentabilidad esperada por los socios en función del nivel de riesgo de cada empresa.
- Se puede concluir que la estrategia central de las empresas evaluadas en la búsqueda de la reducción de su Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC o WACC), es la ir incrementando progresivamente la relación de la deuda en su estructura general, ello pues buscan aprovechar al máximo el bajo costo de la deuda respecto a la del costo del capital propio.
- Las Empresas estudiadas: Arca Continental Lindley, Backus ABInBev y Gloria, son las embotelladoras de bebidas con mayor participación en ventas en el Perú, afirmación que

se hizo luego de aplicar a las 250 empresas que cotizan en la BVL, un procedimiento dirigido a reconocer una población y una muestra que reuniera una serie de requisitos o criterios establecidos para filtrar aquellas que no los cumplieran. Por ejemplo: cotizar en la BVL, ser empresa del sector industrial, ser embotelladora de bebidas, disponer de información financiera de los años 2013 al 2017, figurar entre las diez embotelladoras con mayor participación en el mercado nacional o que fuese de al menos un 5 %.

- De tal proceso de selección y de un total de 38 embotelladoras existentes en Perú, sólo tres empresas: Arca Continental Lindley, Backus ABInBev y Leche Gloria, pasaron todos los filtros al cumplir con los criterios preestablecidos. Realmente a cada una de ellas se atribuye un liderazgo en determinado segmento del mercado por las buenas prácticas de valorización que aplicaron y el debido control que constantemente ejercen sobre los indicadores y herramientas financieras, lo que les ha permitido lograr buenos resultados en negociaciones de F&A, y el mejor posicionamiento en el mercado nacional e internacional. En tal sentido, el estudio realizado demuestra lo siguiente:
- La empresa Backus ABInBev, usa el método de valorización de Free Cash Flow, tiene como buena práctica vinculada con ello el monitoreo del control de sus Cash Flow, centrándose en las estrategias para generar caja en el futuro, y así facilitar al accionista el incremento del valor sus acciones, vía más demandada ante perspectiva potenciales mayores dividendos. Esas buenas prácticas de valorización se deciden, aplican y monitorean desde la casa matriz ubicada en Estados Unidos, con el objetivo que, en las mesas de negociación, se decidan las grandes transacciones de compra y venta de acciones, fusiones y adquisiciones, en tanto que, en Perú, analizan el Cash Flow, o Flujo de caja mensual con el objetivo de generar caja a futuro
- La empresa Arca Continental realiza buenas prácticas de valorización a través del Flujo de Cajas futuros y Múltiplo de Flujos, acordando los flujos y multiplicando cada flujo

determinado, precios, utilidades, dividendos y ventas por un indicador. Con éste método busca establecer el valor del negocio a través del beneficio del EBITDA, que emplean con frecuencia para realizar valuaciones rápidas. Pero, sobre todo, valoriza sus activos y monitorea sus prácticas de valorización de forma integral y con una periodicidad mensual al cierre del ejercicio, porque es consciente que para competir en un mundo altamente globalizado es imprescindible fusionarse con socios estratégicos, porque es consciente que, para competir en un mundo altamente globalizado, es imprescindible fusionarse con socios estratégicos,

- La empresa Leche Gloria SA, de manera similar a sus pares, también tiene por buenas prácticas de valorización como monitorear constantemente el EBITDA y determinar los flujos proyectados a futuro. En Gloria existe un área especializada responsable de la valorización, que se nutre de los datos, información, proyecciones e informes que solicita con frecuencia a las áreas que estime pertinente como la de tesorería.
- Las tres empresas: Backus ABInBev, Arca Continental y Gloria, aplican buenas prácticas de valorización, por ejemplo:
 - Exponen sus estados financieros en la BVL, permitiendo el libre análisis de sus principales herramientas financieras como buenas prácticas.
 - Monitorean con una periodicidad mensual al final del ejercicio, sus principales indicadores de gestión.
 - Coinciden en el análisis y gestión de los flujos, herramientas financieras.
 - Cuidan de aplicar buenas prácticas de valorización por ser fundamentales en negociaciones de compra, venta, fusiones, participaciones u otras.

Arca Continental Lindley, asocia dos aspectos como factores de éxito en los resultados que han obtenido: uno es la calidad de sus productos que son bien percibidos en el mercado nacional, y el otro, las buenas prácticas de valorización que le han permitido la

generación de flujos y agregar valor la empresa, a través del monitoreo constantes de sus herramientas financieras, siendo su principal factor de éxito constantemente valorizar y Fusionarse con empresas internacionales con la finalidad de lograr concentración de mercado.

La empresa Backus ABInBev identifica como principal factor del éxito en sus logros financieros a las ventas, y en general en todo, porque desde el punto de vista financiero se lidera una alianza entre el área financiera y el área comercial, asignando metas altas para los clientes internos como parte de la cultura de la compañía, y enfocándose en la reducción de costes constantemente a través proyectos de alto impacto en generación de valor y del monitoreo o de información financiera.

La empresa Leche Gloria, estima como factores relacionados con el éxito en sus resultados financieros, el hecho de trabajar con proyecciones de flujo a futuro (mensuales, trimestrales y anuales); ver al mercado para diversificar sus actividades y productos, sobre todo, que puedan apoyarla como es el caso de las actividades relacionadas con la producción de azúcar que es esencial en la elaboración de derivados lácteos, y de esta con la producción de papel y cartón que tienen relación con el envasado y empaquetado de sus productos. En sí, invertir en actividades productivas que sirvan de apoyo a todos sus emprendimientos.

Se concluye que el éxito en las negociaciones de Fusión y Adquisición que aplican las tres empresas estudiadas, se debe fundamentalmente a la aplicación de las Buenas Prácticas de valorización que aplican en su amplia trayectoria que las ha conducido a posicionarse en el ranking de las empresas más exitosas en el Perú, en el sector embotellador industrial.

Factores de éxito:

1. Valorización periódica de sus empresas y colocación en mesa de negocio, con la finalidad de lograr concentración de mercado e internacionalización de su portafolio de productos a nivel internacional.

2. Ubicarse dentro de las empresas con mayores índices renqueados denominados por MERCO 2019.
3. Gran Responsabilidad y Gobierno enfocado y orientado a sus Stakeholders.

5.2. Recomendaciones

5.2.1. Recomendaciones prácticas

- Se sugiere a toda compañía que aspira ser líder y posicionarse en el mercado, la aplicación de Buenas Prácticas de Valorización de las empresas analizadas en la presente investigación, siendo una de las de mayor importancia valorizar la empresa periódicamente y buscar las fusiones de socios estratégicos que contribuyan al crecimiento de la empresa con la finalidad de competir globalmente.
- Se recomienda que las empresas del sector industrial, especialmente las que tienen un alto componente de materia prima e insumos importados, celebren contratos derivados que permitan estabilizar los precios y el tipo de cambio o en su defecto revisar periódicamente los que tiene vigentes para minimizar los riesgos de mercado.
- Considerar el impacto positivo de analizar los métodos de Valorización basada en Flujos Futuros y Flujos de Caja, pues ello logró que grandes empresas generen valor a sus inversionistas, elevando el precio de sus acciones y colocándolos en mesa de negociación para atractivos acuerdos de fusiones y logrando empresas sostenibles integralmente.

5.2.2. Recomendaciones para futuras investigaciones

- Analizar a una muestra mayor de empresas del sector industrial, referentes los subsectores donde operan, para conocer sus prácticas de valorización y poder encontrar patrones que puedan determinar su éxito en el mercado.
- Que las indagaciones sobre las buenas prácticas de valorización se hagan tanto el sector público como en privado, como vía para demostrar ante las mesas de negociaciones la

rentabilidad y crecimiento futuro de las mismas en los casos de fusiones y adquisiciones; es decir, para asegurar el éxito de la inversión a realizar.

- Realizar una actualización de las proyecciones comerciales y financieras de las empresas analizadas en la presente investigación, para determinar nuevamente las valorizaciones al cierre del año 2020; de esa forma, se podría medir las variaciones y el impacto financiero en el corto y largo plazo de la pandemia originada por el Covid-19.



Referencias

- Arca Continental Lindley. (2017). *Reporte de sostenibilidad*. Recuperado de <https://www.bvl.com.pe/eeff/CI0001/20180319204202/RSCI00012017AIA01.DOCX>
- Arca Continental Lindley. (2018). *Información General*. Recuperado de <https://www.arcacontinentallindley.pe/arca-continental-lindley.php>
- Arévalo, O., Bárcena, S., Núñez, P., & Salinas, P. (2017). *Análisis y valoración financiera de empresas mineras de cobre: el caso de Cerro Verde y Minera Escondida* (Tesis de maestría), Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, Perú.
- Backus ABInBev. (2018, enero). Memoria Anual 2017. Informe de Gestión. Recuperado de <https://www.bvl.com.pe/eeff/B30021/20180307134501/MEB300212017AIA01.PDF>.
- Backus. (2020). Backus. Historia. Recuperado de <https://www.backus.pe/nosotros/nuestra-historia>.
- Baker McKenzie. (2018). Fusiones y adquisiciones repuntarán en un 13 % en América Latina en 2019. Recuperado de <https://www.bakermckenzie.com/es/newsroom/2018/12/latin-america-ma-activity>.
- Bañuelos, C. A. (2018). Métodos de valoración de empresas. Una aplicación práctica en las empresas riojanas de alimentación y bebidas. (Tesis de maestría), Universidad de La Rioja, rioja, España. Recuperado de https://biblioteca.unirioja.es/tfe_e/TFE4575.pdf
- Banco Central de Reserva del Perú. (2019).
- Banco Mundial. (s.f). Industrialización, valor agregado (% del PIB). Recuperado de <https://datos.bancomundial.org/indicador/NV.IND.MANF.ZS>
- Banco Mundial. (2019). *Informe anual 2019*. Recuperado de <https://www.bancomundial.org/es/about/annual-report>

- Block, S., Hirt, G., & Danielsen, B. (2013). *Fundamentos de administración financiera* (13.^a ed.). México DF, México: McGraw Hill Interamericana.
- Bolsa de Valores de Lima. (2017). Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston SAA. Recuperado de <https://www.bvl.com.pe/hhii/B30021/20170518155001/UCP4520161245FF45ACCOA CCIN.PDF>
- Bolsa de Valores de Lima. (2019) Empresas en la BVL Empresas con valores listados. Recuperado de https://www.bvl.com.pe/inf_corporativa43401_Q09STEIOSTE.html
- Bolsa de Valores de Lima. (2020). *Mercado de Valores*. Recuperado de <https://www.bvl.com.pe/>
- Bravo, V. M. (2013). *Contabilidad General* (11.^a ed.). Quito, Ecuador: Escobar.
- Caballer, V. (1998) *Métodos de valoración de empresas*. Madrid, España: Pirámide.
- Caballer, V., & Herrerías, P. (2007). Tasación y Valoración. Situación actual y perspectiva de futuro. *Estudios de Economía Aplicada*, 25 (1), 25-48. Recuperado de <https://digibug.ugr.es/handle/10481/29614>.
- Cámara, S. (2012). Concepto y elementos característicos de las “Mejores prácticas” aplicados a las Defensorías del Pueblo en Iberoamérica. En S. Cámara y E. Luna (Eds.), *Mejores prácticas del Ombudsman en Iberoamérica* (pp. 119-120), Madrid, España: Dykinson.
- Caruajulca, M. E. (2009). El proceso de valorización de empresas. *Ingeniería Industrial*, (27), 169-181. Recuperado de http://revistas.ulima.edu.pe/index.php/Ingenieria_industrial/article/view/629/610
- Castaño, C. (2008). *Valoración de pequeñas empresas: una aplicación a la marca “D. O. Dehesa de Extremadura”* (Tesis Doctoral), Universidad Nacional de Educación a Distancia, Extremadura, España.

- Castaño, M. G., López, G., & Prieto, J. (2011). *Guía técnica de buenas prácticas en reclutamiento y selección de personal (R&S)*. Recuperado de <http://www.copmadrid.org/webcopm/recursos/guiatecnicabuenaspracticass.pdf>
- Castillo, W., Morales, J., Palomino, L., & Jaime, V. (2018). *Buenas prácticas de valorización en el proceso de adquisición de empresas peruanas que cotizan en la BVL* (Tesis de maestría), Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima.
- Chu, M. (2009). *Fundamentos de Finanzas. Un enfoque peruano*. Lima, Perú: Advisory.
- Class & Asociados SA Clasificadora de Riesgos. (2018). *Fundamentos de clasificación de riesgo, Leche Gloria SA. (Antes Gloria SA)*. Recuperado de: www.bvl.com.pe/hhii/006166/20181130191401/CLASS32GLORIA1809.PDF
- Cole, S. (2012). The impact of reputation on market value. *World Economics*, 13(3), 47-68. Recuperado de http://www.reputationdividend.com/files/4713/4822/1479/Reputation_Dividend_WEC_133_Cole.pdf
- Damodaran, A. (2012). *Valoración de inversiones: herramientas y técnicas para determinar el valor de cualquier activo* (3.ª ed.). New Jersey, NJ: John Wiley & Sons.
- Davidson, K. (1995). Megafusiones. Recuperado de <https://www.monografias.com/trabajos10/fusioba/fusioba2.shtml>
- Davies, A. J., & Kochhar, A. K. (2002). *Manufacturing best practice and performance studies: a critique*. doi: 10.1108/01443570210417597
- Estay, E. (2010). Valoración de empresas [presentación de power point]. Atlantic International University. Recuperado de <https://www.aiu.edu/applications/DocumentLibraryManager/upload/valoracion%20de%20empresas.pdf>
- Fernández, P. (2008) *Valoración de empresas*. Barcelona, España: Gestión 2000.

- García, J. (2014, 7 de febrero). Aswath Damodaran, “uno de los mayores errores es asumir que el crecimiento de una compañía es gratis o muy barato”. [Entrevista]. Recuperado de <https://www.sintetia.com/aswath-damodaran-stern-finance/>
- García, J. D. (2015). *Una propuesta metodológica para la valoración de los Intangibles empresariales* (Tesis doctoral), Universidad del País Vasco, Bilbao, España. Recuperada de https://addi.ehu.es/bitstream/handle/10810/21459/TESIS_GARCIA_MERINO_JOSE%20DOMINGO.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Gaughan, P. (2006). *Fusiones y Adquisiciones. Las claves para prevenir errores*. Barcelona, España: Planeta.
- Gestión. (2017). SNI: Industria peruana sufre su mayor caída en 70 años. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/sni-industria-peruana-sufre-mayor-caida-70-anos-228115>
- Grant Thornton LLP. (2015). *Private equity valuations: Best practices and pitfalls*. Recuperado de <https://www.grantthornton.com/-/media/content-page-files/private-equity/pdfs/2015/150331-PE-Valuations-whitepaper-150408-FINALB.ashx>.
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, L. (2014). *Metodología de la investigación* (6.^a ed.). México DF, México: McGraw Hill Intereamericana.
- Hurtado, J. (2008). *El proyecto de investigación. Comprensión holística de la metodología y la investigación*. Caracas, Venezuela: Quirón Sypal.
- Luca, S. (2017). ¿Para quién y para qué son buenas las buenas prácticas? Unión Europea, integración de (in) migrantes y despolitización/tecnificación de las políticas hegemónicas: un estudio de caso. *EMPIRIA, Revista De Metodología de Ciencias Sociales*, (36), 39-62. Recuperado de <http://revistas.uned.es/index.php/empiria/article/view/17858/15149>

- Marino, A. (enero, 2019). *Historiando*. Recuperado de <https://www.historiando.org/industrializacion/>
- Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (2011). *A framework for the human resources role in managing culture in mergers and acquisitions*. doi: <https://doi.org/10.1002/hrm.20445>
- Mascareñas, J. (200519). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas* (6.ª ed.). Madrid, España: Ecobook.
- Mascareñas, J., & González, S. (2013). Las oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas: Análisis retrospectivo comparativo. *Revista Universitaria Europea* 19, 87-112.
- Merco. (s. f. a). Mercoempresas. Recuperado de <https://www.merco.info/pe/ranking-mercoempresas>
- Merco. (s. f. b). Mercolíderes. Recuperado de <https://www.merco.info/pe/ranking-mercolideres>
- Merco. (s. f. c). Mercoresponsabilidad y gobierno corporativo. Recuperado de <https://www.merco.info/pe/ranking-merco-responsabilidad-gobierno-corporativo>
- Merco. (s. f. d). Mercotalento. Recuperado de <https://www.merco.info/pe/ranking-mercotalento>
- Miciula, I., Kadlubek, M., & Stepień, P. (2020). Modern methods of business valuation -case study and new concepts. *Sustainability*, (12), 1-22. doi:10.3390/su12072699
- Ministerio de Producción del Perú. (2015). *Normalización. Marco legal*. Recuperado de <https://www.inacal.gob.pe/normalizacion/categoria/legislacion>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2016). *Política regulatoria. América Latina y el Caribe*. Recuperado de <https://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/LAC-Brochure-ESP.pdf>

- Orna, E., & y Gram, S. (2000). *Cómo usar la información en trabajos de investigación*.
Barcelona, España: Gedisa.
- Paan, C. (2016, 22 de febrero). Guerra de embotelladoras por el liderazgo del mercado peruano. *El Comercio*. Recuperado de <https://elcomercio.pe/economia/dia-1/guerra-embotelladoras-liderazgo-mercado-peruano-275275>
- Parra, B. A. (2013). Valoración de empresas: métodos de valoración. *Contexto*, 2(1), 84-100.
Recuperado de <https://revistas.ugca.edu.co/index.php/contexto/article/view/44>
- Penman, S. (2006). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (3.^a ed.).
Pennsylvania, PA: McGraw-Hill.
- Peñaranda, C. (1018). Fusiones y adquisiciones del sector retail suman más de US\$2.160 millones. *La Cámara, revista de la CCL*, (814), 6-9. Recuperado de https://apps.camaralima.org.pe/repositorioaps/0/0/par/r814_1/informe%20economico%2002.pdf
- Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM Católica Graduate Business School (2016). *Guía de trabajos de investigación final-tesis de maestría*.
- Price Waterhouse Coopers PwC Perú. (Marzo, 2017). *Estudio sobre fFusiones y aAdquisiciones 2016*. Lima, Perú: Autor. Recuperado de <https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/estudio-fusiones-y-adquisiciones.pdf>
- Redacción El Comercio. (2018, 26 de septiembre). Arca Continental compra acciones de C. Lindley por más de US\$500 millones. *El Comercio*. Recuperado de <https://elcomercio.pe/economia/negocios/arca-continental-compra-acciones-c-lindley-us-500-millones-noticia-561903-noticia/>
- Reeves, M., Harnoss, J., & Bergman, R. (2016). Uso de fusiones y adquisiciones para aumentar su capacidad de crecimiento. *Harvard Business Review*. Recuperado de <https://hbr.org/2016/07/using-ma-to-increase-your-capacity-for-growth?language=es>

- Revello, T. (2014). *La valoración de los negocios: Una guía teórica y práctica para valorar empresas*. Madrid: Delta Publicaciones.
- Ruiz, L., & Veliz, R. (2017). *Valoración Corporación Lindley SA* (Tesis de maestría), Universidad del Pacífico, Lima, Perú.
- Sá, V. (2019, 16 de mayo). ¿Qué es el gobierno corporativo y cómo esta metodología repercute en los resultados de las empresas? [Blog post]. Recuperado de <https://rockcontent.com/es/blog/gobierno-corporativo/>
- Sánchez, B. R. (2005). *Estudio aplicado de técnicas de valoración de empresas* (Proyecto de fin de carrera), Escuela Superior de Ingenieros de Sevilla, España. Recuperada de <http://bibing.us.es/proyectos/abreproy/3878/>
- Stickney, C. P., Weil, R. L., Schipper, K., & Francis, J. (2011). *Contabilidad Financiera. Una introducción a conceptos, métodos y usos*. Buenos Aires, Argentina: Cengage.
- Soler, P. (2014). *Métodos de valoración de empresas* (Tesis de licenciatura), Universidad Pontificia Comillas, Madrid, España. Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/892/retrieve>
- Superintendencia de Mercado de Valores. (2019).
- van de Schootbrugge, E., & Wong K. M. (2013). Multi-stage valuation for start-up high tech projects and companies. *Journal of Accounting and Finance*, 13(2), 45-56. Recuperado de http://www.na-businesspress.com/JAF/WongKM_Web13_2_.pdf
- van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera*. (13.^a ed.). México DF, México: Pearson Educación.
- Vélez, P. I. (2006). *Decisiones de inversión: enfocado a la valoración de empresas* (5.^a ed.). Bogotá, Colombia: Centro Editorial Javeriano.
- Viñolas, P., & Adserá, X. (2007). *Principios de valoración de empresas*. Bilbao, España: Deusto.

Yin, R. K. (1994). *Investigación sobre estudio de casos. Diseño y métodos* (2.^a ed.) Londres, Inglaterra: International Educational Professional Publisher. Recuperado de <https://es.scribd.com/doc/111753160/Yin-Robert>

Yirepa. Economía y Finanzas. (2018). Valoración de empresas. Recuperado de <https://yirepa.es/valoracin.html>

Zhongmin, W. (2010). Las normas y la normalización en China. Perspectiva histórica. *Magazines & Newsletters Standardization News*. Recuperado de https://www.astm.org/SNEWS/SPANISH/SPND10/perspective_spnd10.htmlhttps://www.astm.org/SNEWS/SPANISH/SPND10/perspective_spnd10.html



Apéndices

Apéndice A: Instrumento para registrar información documental sobre valorizaciones de las embotelladoras participantes en la muestra observada

Año:		Embotelladora		
Variable	Indicador	Arca Continental Lindley	Backus ABInBev	Gloria
R e n t a b i l i d a d	Margen Bruto de Utilidad			
	Margen Operacional			
	Margen neto de utilidad			
	Margen de contribución			
	Punto de Equilibrio			
E n d e u d a m i e n t o	Endeudamiento EBITDA			
	Costo ponderado deuda			
	Cobertura de Intereses			
	Flujo de caja libre			
	Rotación de Cartera			
	Rotación de Inventarios			
	Rotación Cuentas por Pagar			
	Capital de Trabajo neto Operativo			

Apéndice B: Guía de entrevistas

Buenas Prácticas en Valorización comparable en empresas embotelladoras del sector Industrial en el Perú durante el período 2013-2017.

1. ¿Cuál es el cargo que ocupa en la empresa?
2. ¿Cuáles son sus responsabilidades en la empresa?
3. ¿Cómo fue la evolución de la empresa (Arca Continental Lindley - Backus ABInBev, Gloria)?
4. ¿Cuáles variables e indicadores son medidos en la valorización?
5. ¿La empresa, realiza procesos de valorización?
6. ¿Cómo se realiza el proceso de valorización en la empresa?
7. ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valorización de la empresa?
8. ¿Dispone la empresa de un área responsable del proceso de valorización? Por favor coméntenos sobre los procesos realizados para la valorización de la empresa.
9. ¿Qué puntos consideran más importantes en una valorización de la empresa?
10. ¿Cada cuánto tiempo o periodicidad realizan valorizaciones en la empresa?
11. ¿Cuál fue el método de valorización que utilizaron dentro del proceso para generar valor?
12. Dependiendo de la metodología de valorización usada ¿Cuáles fueron los más importantes que usted considera se usaron para dicha la valorización?
13. ¿Cómo la empresa evalúa si el proceso de valorización se realizó de forma correcta y cubre la expectativa del corporativo? ¿Cuáles son las buenas prácticas de valorización que aplica la empresa?
14. ¿Qué aspectos o parámetros estima son de gran importancia en la valorización?
15. ¿Cuántos o qué tipos de valores obtienen al valorizar?

16. ¿Han acudido a expertos externos para la valorización de la empresa?
¿Puede mencionarlos?
17. ¿Coinciden los resultados de la valorización interna, con la realizada por expertos externos?
18. ¿De haber discrepancias en las valorizaciones, cómo las explican?
19. ¿Qué procedimiento aplican para saber si son correctos y validar los resultados de la valorización?
20. ¿Cuáles suelen ser los errores más frecuentes al momento de la valorización y, cuál el que más la afecta?
21. ¿Cuál es la relación entre la valorización de la empresa y la posición lograda en el mercado embotellador peruano?
22. ¿Qué factores asocia con el éxito la empresa en el mercado embotellador peruano?
23. ¿Qué indicadores o ratios financieras son los más evaluados para ustedes para generar valor?
24. ¿Los indicadores de qué empresas ustedes analizan para hacer benchmarking?
25. ¿Cuáles son sus recomendaciones para el éxito de valorización para generar valor?

Apéndice C: Consentimiento Informado del Experto Arca Continental Lindley

Durante la investigación, antes de realizar la entrevista al experto, se utilizó el consentimiento informado que se muestra a continuación

Consentimiento Informado

Yo, nombre y apellido, suscriptor de éste consentimiento informado, manifiesto mi voluntad y compromiso de participar en el estudio titulado ‘Buenas Prácticas en Valorización, Comparable en Empresas Embotelladoras del Sector Industrial en el Perú’, que realiza Gabriela Alan Caycho, alumna de la Maestría en Dirección de Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero, de la Pontificia Universidad Católica del Perú, bajo la supervisión y asesoría de Manuel Chu Rubio, Profesor del CENTRUM Católica Graduate Business School.

Entiendo que esta participación es voluntaria y que puedo retirar mi consentimiento en cualquier momento, sin ningún perjuicio, como también que la información aportada en dicha participación, como los resultados de ellos obtenidos, puede ser identificados como míos, por tal puedo exigir un trato confidencial de todos o parte ellos, que me sean devueltos, destruidos o eliminados de los archivos de la investigación.

Manifiesto que me ha sido explicado que:

El objetivo de la investigación es ‘Describir las buenas prácticas de valorización comparables que aplicaron las empresas embotelladoras del sector industrial del Perú, registradas en la Bolsa de Valores’, en el cual serán descritas y comparadas las prácticas de valorización que aplicaron las empresas embotelladoras con mayor participación en el mercado peruano, lo que se realizará con base en datos recabados en las fuentes documentales y en los que, como expertos, aportemos durante una entrevista concedida a la investigadora, a propósito de complementar, aclarar y/o explicar la información recopilada.

Estoy de acuerdo con el procedimiento y protocolo de entrevista, que durante la mismas se usará una video grabadora y que tendrá una duración aproximada de dos horas

cada una, en las cuales la investigadora me preguntará sobre el procedimiento, variables e indicadores considerados en la valorización de la embotelladora, y que responderé a preguntas adicionales que surjan durante este acto, para colaborar en la descripción veraz de la misma, sin perjuicio de mi derecho a negarme a contestar algunas o todas preguntas, y a suspender mi participación en cualquier momento.

Entiendo, que información que yo provea podrá publicarse con fines estrictamente académico, con/sin indicar mi nombre en ella, a menos que en caso contrario solicite confidencialidad total o parcial.

Nombre(s) y apellidos del entrevistado:

E-mail:

Teléfono:

Firma:

Nombre(s) y apellidos del entrevistador:

E-mail:

Teléfono:

Firma:

Por favor, firmar ambas copias, retener una y devolver la otra al investigador.

Apéndice D: Entrevista con el Experto Arca Continental Lindley

Fecha: 01/03/19 Hora: 14:00 pm

Fecha: 02/03/19 Hora: 17:00 pm

Lugar: Vendomática Arca Continental SAA

Entrevistadores: Gabriela Julia Alan Caycho.

Entrevistado: Raúl Montenegro Vásquez; 38 años; Gerente Administración y Finanzas en Vendomática reportando a la Gerencia General de Arca Continental SAA., previamente Jefe de Contabilidad de Costos, reportando a la Gerencia General de Arca Continental SAA

1. ¿Cuál es el cargo que ocupa en la empresa?

Hola Gabriela, ¿Cómo estás?, mucho gusto, gusto de saludarte, nos conocimos ya bastante tiempo, ambos trabajamos hace bastante tiempo, somos colaboradores de un gran grupo, bueno mi nombre es Raúl Montenegro, actualmente ocupo la Gerencia de Administración y Finanzas para todo el negocio Vending en Sudamérica, ¿correcto?

Mi experiencia también en Arca está en el negocio embotellador más de 5 años, en el 2014 me integré a éste gran grupo dentro del área financiera y bueno me comentaste que querías hacer unas preguntas relacionadas a cómo gestionamos algunos números dentro de la organización. Bienvenida nuevamente a la entrevista, así que vamos ahí.

2. ¿Cuáles son sus responsabilidades específicas en la empresa Arca Continental?

Ok, actualmente mis responsabilidades son las de gestionar toda la administración, brindar todo el soporte de facilitador a las áreas de operaciones, comerciales, distribución dentro de las operaciones de Vending. Cuando estaba en el negocio embotellador, correcto, ¿Cuál era mi función especialmente? Era la gestión de los costos ¿no? y la Administración del Working Capital dentro de las optimizaciones, dentro de la estructura financiera, entonces es parte del crecimiento del negocio de ir viendo no solamente un negocio sino expandir a

otros escenarios que son muy atractivos donde generan mucho valor para la organización también.

3. *¿Cómo fue la evolución de la empresa Lindley desde el año 2013 hasta concretar la venta de las acciones a Arca Continental en el año 2017?*

Lindley es una empresa centenaria, realmente el crecimiento de Lindley ha sido en los últimos, a parte de los años que ha crecido en los últimos 20 años en la década del 2010, fue un crecimiento agigantado, los números de crecimiento eran a dos dígitos, superiores a dos dígitos, crecían a 10% a 12% en las cuales se entabló inclusive una guerra de gaseosas por el liderazgo de las gaseosas por el liderazgo en el Perú, en las cuales Inca Kola que era la marca representativa de Corporación Lindley, salió exitosamente muy, muy parada, tanto así que su competidora Coca Cola en las cuales en ese entonces era embotelladora Elsa que representaba al embotellador tuvo que ceder el tema y Coca Cola Company al verse que no podía o superar a éste rival comenzaron las negociaciones mejor para adquirir la marca Coca Cola y con ella la empresa también en su momento no?

Entonces en el año 2002, 2003 se concretaron las negociaciones en las cuales Coca Cola Company pasó a ser parte del accionariado de Corporación Lindley, y se hizo una sola organización líder en el mercado gaseosero, desplazando a todas con dos grandes marcas muy fuertes que son Coca Cola e Inca Kola representando al Perú, como Corporación Lindley.

En los últimos años, otros temas que han venido sucediendo es, Lindley que era una familia que operaba el negocio, no, tenía que ver ya la agresividad del mercado internacional, ¿cómo enfrentaba los escenarios internacionales? Los escenarios internacionales, la estrategia, era fusionarse entre empresas. Ya se vio el mercado cervecero, se está viendo en el mercado gaseosero las fusiones. Un solo competidor puede ser muy bueno en un país pero para competir a nivel global tiene que aliarse y tiene que consolidarse con negocios muy fuertes para poder sobrevivir en este mundo globalizado. Por ello, Arca Corporación Lindley,

vio con mucho, con mucha buena visión el tipo de liderazgo que tenía Arca Continental en México, una empresa que ha crecido en los últimos 20 años muy agresivamente, no sólo en el sector gaseosas sino en diferentes sectores. Lo vio como un socio estratégico para crecer y aliarse a este tema.

Entonces, en el 2015, se dio esta alianza en la cual Arca Continental compró las acciones de Corporación Lindley, hizo partícipe a la familia Lindley, en este caso de un pequeño accionariado, entrando ya Arca Continental como empresa transnacional y así hicieron la conformación de Arca Continental en el Perú no, en las cuales últimamente, ya en el año 2017, 18 perdón, adquirió el 100% de las acciones de Coca Cola, ahora Arca Continental es 100% dueña de Corporación Lindley no, entonces, refiriéndome a Arca Continental es una empresa que crece agresivamente en varios sectores principalmente en bebidas que ha crecido en México, ha crecido en Ecuador, en Perú, Argentina, el año pasado, a finales del 2017 tomó la operación de la parte Oeste de los Estados Unidos, no, en las cuales era algo difícil de creer que una empresa mexicana compre empresas americanas, y se dio en este caso, no, en las cuales por el éxito en la forma de operar, en la forma de gestionar que tiene Arca Continental sucedió este evento.

Actualmente opera un gran sector de Estados Unidos, y es operado por Arca Continental, no, con operaciones, con gente, en las cuales está aplicando la metodología y forma de gestión dentro de esas actividades de abastimient no.

También está asistente en el negocio de snacks no, el negocio de lácteos no, el negocio de Vending no, entonces está mirando constantemente en sectores dónde generar rentabilidad, dónde generar más valor y dónde generar creación y bienestar para los ¿colaboradores?, y crecimiento para los ¿colaboradores? dentro de su organización. Esa es Arca Continental actualmente y lo tenemos acá presente en Perú con Lindley, con Vending, con el negocio de Vending también, que está muy, muy acrecentándose en el sector

4. *¿La empresa realiza Buenas prácticas de valorización?*

Okey, entiendo que me estas queriendo preguntar, si nosotros, ¿cómo llevamos las finanzas, para ver si la empresa gana o pierde valor, dependiendo de las inversiones que tienen los accionistas, ¿no? Nosotros lo que hacemos es, como no estamos en una etapa de venta o de adquisiciones como empresa porque eso lo realiza la casa matriz, la asociación de negocios o la compra de negocios, nosotros lo que hacemos es monitorear y controlar los KPIs que son claves para la buena gestión. En la valorización hay tres métodos que se utilizan pero el más importante, que no se me olvide, son los flujos de caja, los flujos de caja futuros, descontados de ciertos, con coyunturas que tiene cada, cada país, cada organización, entonces eso es lo que controla la organización y lo monitorea, parte de la gestión financiera es que uno tiene que hacer es que esos indicadores de flujo de caja sean los mejores, sean comparables y sean los más atractivos para los accionistas y para que sigan invirtiendo, sigan desarrollando el negocio dentro de las operaciones.

5. *Y esas buenas prácticas, se dan ¿desde qué época más o menos, o desde siempre, Lindley ya tenido y ahora Arca, buenas prácticas de valorización?*

Si, en realidad siempre ha habido y justamente es parte de la adquisición de ser atractivo, por ejemplo, Lindley cuando era empresa familiar, al ser comprada con Arca, la valorización si bien es cierto no he estado en ese equipo de trabajo, porque es un equipo de la casa matriz que hizo todo el vending de la absorción de esta organización, no, pero las organizaciones se compran o se adquieren en base a lo que hizo, a lo que viene haciendo, o, y a lo que proyecta hacer, correcto. Entonces Arca Continental, vio con buenos ojos a Corporación Lindley por lo que venía, había desarrollado, no, y del potencial de crecimiento que tenía no solamente en generación de flujo sino por el de crecimiento del consumo per cápita de bebidas gaseosas de Perú, que es uno de los más bajos. Entonces eso complementaba las buenas prácticas, a la forma que ya tenía operando Corporación Lindley,

fue atractivo para que Arca Continental acceda a absorber este negocio y ser parte de su grupo, ser parte de su gestión y cultura de trabajo que tiene este gran grupo.

6. En conclusión, ¿si realizan buenas prácticas de valorización?

Yo creo que es parte de las empresas que ya se vienen ingresando, es parte de exponerse, utilizar de una manera, monitorear adecuadamente los KPIs que generan los flujos a futuro, no.

7. Y, ¿el rol, que tu desempeñas dentro de Arca Continental, en la Gerencia en la cual estas a cargo, ¿Ustedes mismos, su área, realiza las buenas prácticas de valorización?

Claro, esto de verdad es un monitoreo constante. Del monitoreo surge el reporte mensual, de comunicación trimestral no solamente internamente, sino que como cotizamos en bolsa, no, informamos, este tipo de resultados es público, no, entonces, es parte de nuestra forma de operar, no. Es parte de las cuales mes a mes monitoreamos y vemos cuáles son los efectos que pueden deteriorar o pueden mejorar estos KPIs.

8. ¿Qué métodos de valorización utilizan ustedes?

Nosotros, como Arca Continental, cuando está en etapa de evaluación de adquisición de empresas, correcto, lo que utilizan son los flujos de caja. Correcto. ¿Cuántos son los flujos esperados que tiene esa organización? A parte de ver el entorno de esa empresa, no. De ver qué es lo que ha hecho, como te explicaba hace unos minutos, qué es lo que viene haciendo, cómo gestiona, pero cuál es, cómo, cuál es el valor que le va a dar, por los flujos futuros esperados. Correcto. Entonces, esos flujos futuros esperados se traducen en el EBIDTA, en las cuales esos, si va a tener un buen comportamiento, la valorización de empresa va tener una buena valorización, entonces y ese es el valor que va a proponer en una mesa de negociación y ese es valor que va a obtener y negociar en ambas partes. Entonces, nosotros, ¿cómo hacemos, como no estamos supuestamente en una etapa de venta, que hacemos? Es como responsabilidad de finanzas, es asegurar que esos KPIs de valorización de empresas,

que es la generación de flujos no sólo se mantengan en real, sino en asegurar que en el comportamiento futuro sean los más óptimos y los más buenos tanto para los accionistas como para los trabajadores

9. Digamos que ¿el indicador más importante es el EBITDA?

El EBITDA, para efectos de valorización de empresas, no.

10. ¿y, los flujos Proyectados, ¿no?

Exacto

11. Y, ¿cada cuánto tiempo es la periodicidad de valorización de estos métodos?

En realidad, la frecuencia es mensual, la frecuencia es mensual, no. La información después se consolida de manera trimestral, anual, pero el monitoreo es mensual.

12. Dependiendo, de esta metodología de valorización más usada, ¿cuáles fueron los resultados obtenidos en el periodo del 2013 al 2017? ¿Ha habido una evolución?

Si, haber. Es algo anecdótico y eso mucho trata de cómo operan las empresas familiares, versus una empresa corporativa. La empresa familiar, recuerda, la gestión que tiene, a veces cae en el tema informal, el tema muy simple, o el tema demasiado tirado de lo fiscal, no. Entonces tratan de desarrollarse y crecen, crecen porque tienen un producto atractivo, un servicio atractivo y viven creciendo, pero cuando lo venden y cuando entablan en una mesa de negociación para vender ese negocio y lo trae al cliente, se maneja este tipo de flujos de cajas futuros, correcto, y lo curioso en Perú, estoy hablando de Perú propiamente, es que los negocios que se han adquirido, de acuerdo a la gestión, ya una vez comprada, los flujos, comparando los flujos proyectados, versus los reales han sido muy superiores, no. Han sido muy superiores, pero que no basados en el tema de que hicieron un mal cálculo sino también en la gestión que ha habido después de la compra. Entonces, si comparamos por ejemplo una inversión de que se esperaba pues en cinco, seis, siete años el peor, los flujos reales de estas empresas han dado en el menor tiempo por la forma como tiene que operar,

una forma ordenada, una forma donde se respeta mucho a las personas, no. Entonces, esto hace que también las personas puedan dar mucho más de sí mismas y aporten a la creación también de valor. Entonces, lo que te puedo decir en resumen es que las expectativas al adquirirse una empresa en Perú, para mí, en lo que es...han superado las expectativas frente a las compras que se han dado en el Perú.

13. Como trabajadora de Arca, puedo ver la evolución que ha habido en la empresa Lindley, y ahora es transnacional, con todas las fusiones, adquisiciones que ha habido, este, como colaboradora de Arca, puedo decir que parte de ese crecimiento se ha dado al éxito de tu gestión, de ser un controlador innato.

Yo creo que el tema no es una sola persona, yo creo que es el equipo de toda la organización. Los equipos, la organización no solamente se basa en un solo equipo como finanzas o como ventas, sino creo que todos, y es parte de la organización que tiene Arca Continental es que existen dos tipos de colaboradores unos que venden y otros que ayudan a vender, correcto. Entonces es parte de toda la estructura que tiene la organización, desde la persona que hace la compra de la materia prima, la persona que lo procesa, la persona que lo vende y la persona que da el soporte para que toda esa cadena de operación fluya correctamente y no haya problemas en que, u obstáculos que puedan impedir que el producto producido en nuestra organización, llegue con total y creíble satisfacción total en el consumidor final, no. Es parte de todo un trabajo en equipo de las personas, que es lo principal, que hace que todos los procesos fluyan, no.

14. ¿En base a esas buenas prácticas de valorización y monitoreo, ¿cuáles son los indicadores, que más ustedes observan al final del periodo?

Dentro del tema que estamos conversando, es el EBITDA que es principalmente no, que es el que es parte de todo el monitoreo y control, pero todo esto se complementa con la gestión de la operación para esto utilizamos los KPIs de capital de trabajo, en las cuales

hacemos, o atomizamos el tema de las partes de las cuentas por cobrar, las cuentas por pagar, la rotación de los inventarios, que eso nos van a dar mucho flujo a nuestra organización, no, entonces bajo el esquema – me quiero salir un ratito de la respuesta, pero, antes de pasar ahí, el éxito de la organización se basa en tres puntos: vender más de lo que tenemos proyectado, no, cobrar rápido lo que vendemos, y gastar racionalmente, no, de lo que nosotros realizamos dentro de la estructura, entonces, creo que estos tres conceptos se resume un poco la gestión, y eso lo llevamos a la gestión de monitoreo a nivel de KPIs, no. Entonces, cuando monitoreamos, gestionamos el capital de trabajo, con los KPIs que te he mencionado.

También monitoreamos mucho el tema del rendimiento de la inversión no. El rendimiento de la inversión porque en parte si me dan una cantidad de inversión para ser utilizado, yo debo conseguir una rentabilidad superior a lo que nos dan, sin exponer mucho riesgo. Entonces, esa parte es una parte importante también de monitoreo, son tres puntos, dos flujos esperados, la gestión basada en el capital de trabajo, y el tema de la rentabilidad de las inversiones, no, y el capital y esas complementan en sí cómo es la operatividad y cómo va yendo el negocio, no. Cómo va agregando valor la gestión al negocio.

15. En el caso de ciclo efectivo en los días promedio de cobranza a tus clientes, tenemos el ejemplo de CENCOSUD peruano, que hasta cierto punto eran 90 días....

Exacto, si todo ese canal, nosotros lo llamamos el canal moderno, dentro de la etapa de comercialización. La presencia del canal moderno dentro del tema comercial, no es mucho, representa una parte importante si, pero nuestra principal fortaleza es el canal tradicional, la bodega. En ese canal, el flujo es 100% al contado, correcto. Entonces con el canal moderno si hay un tratamiento, una negociación especial porque es presencia, es estar en el punto de venta, es parte de también de complementar la etapa de estar presente sobre todo en ese punto. Hay negociaciones, ha habido bastantes distancias en un momento, pero también ha habido complementos, no, en las cuales ha hecho que esos días de pago se

reduzcan, no, como socios de ganar, ganar en una etapa colaborativa. Entonces hemos mejorado los servicios con ellos, hemos mejorado la presencia con ellos también. A qué me refiero con los servicios es de que las entregas son más oportunas, los rechazos son más oportunos, las emisiones de documentación entre ambas partes son muy, muy oportunas, el entonces eso ha hecho que el flujo de comerciales entre ambas partes, lleguen a puntos medios en las cuales, los días también han sido de las manos con ese tipo de nuevos tratos o de nuevas formas de comunicar entre negocios.

16. ¿Esa gestión, tan efectiva, tan eficaz, ha salido por parte del área de finanzas?

Correcto, eso, el área de finanzas tiene un área que es la parte de créditos, que es la que maneja toda la cartera de las cobranzas, correcto, y que está liderada por un grupo muy bueno que gestiona esta parte. Entonces es parte en conjunto de ese trabajo de conocer hacia atrás dónde están los problemas y de poder conseguir las mejores negociaciones y los recuperos inmediatos, bajando la cartera de cobranzas muy, muy altamente. Hemos pasado de carteras de cobranzas tardías de casi un 70%, a tener óptimo casi de 88%, al cierre del 2018.

17. En el caso de Arca Continental como empresa transnacional ¿acuden a empresas expertas que controlen esos estados financieros, o lo hacen de forma interna?

En realidad, todo es interno. Cuando recurrimos a agentes externos es cuando, la empresa, por ejemplo, en su momento, no con Arca, sino cuando era Lindley, necesitaba apalancarse y para eso necesitaba financiamiento. Para eso, contrata entidades externas que aseguren y den la razonabilidad de la información y sean parte de la negociación, frente a posibles inversionistas de la organización, no. La emisión de bonos, por ejemplo, que fue muy exitosa en el mercado americano, no. En las cuales vieron muy atractivo el negocio en el Perú y, ahorita tenemos una deuda, no, y que se vea pulverizada para la construcción de la mega planta Pucusana, no. Fue una inversión directamente de crecimiento y de evolución, no. Entonces, ahí se recurre a entidades externas, tantos bancos de inversión, consultoras de

finanzas que nos ayudan a hacer, mirar sobre todo las exposiciones de financieras frente a inversionistas, no.

18. *En este caso, ¿coinciden los resultados esperados por las empresas externas, con las expectativas de ustedes?*

Claro, porque la emisión de bonos es porque ya se pacta una tasa de interés y la empresa tiene que respetar esa tasa de interés, entonces, no ha adquirido una empresa, ha adquirido rentabilidades, ha adquirido bonos con una tasa. Entonces la empresa tiene que responder frente a esos compromisos, no. En este caso, las consultoras o los bancos de inversión, hacen de que sea viable toda eso, sea, y tenga...no quiero decir confiabilidad..., que tengan mucha más solidez esa transacción ante un mercado muy exigente como es el americano, no.

19. *Y, ¿no ha tenido problemas con esas empresas?*

No, en el tema ha sido un trabajo colaborativo, transparente y claro, ha sido..., yo creo que ambas partes han ganado tanto en reputación y trascendencia, no. Yo creo que este tema ha sido muy, muy bien encaminado, y ha sido muy viable, con buen puerto, no.

20. *¿Qué factores de éxitos, los asocias con la trascendencia, que ha tenido el impacto económico, financiero que ha tenido Arca Continental ahora?*

Me puedes repetir, disculpa.

21. *¿Qué factores de éxitos, consideras tú, que puede haber pasado en la empresa, para que la empresa de ser Lindley, ahora de ser una empresa peruana, ahora sea una empresa trasnacional, con sucursales en el extranjero, con emisión de bonos, con un crecimiento, casi la participación más alta en el mercadote bebidas, a comparación de Aje, a comparación de Backus?*

Si, en realidad si hablamos del sector gaseosero, Backus está en sector diferente a pesar de que es bebidas, es un sector cervecero, el sector cervecero se caracteriza por grandes

márgenes en cada venta de sus productos, no, que hace que sea una empresa que tenga otros flujos diferentes, no. Pero si miramos solamente el sector cervecero, el sector cervecero-gaseoso, no, Lindley, ha sido un caso diferente, no. Entonces Lindley, el crecimiento se ha debido, no a estrategias como empresas que han crecido en el sector, como estrategias de precios bajos, dando productos de menor calidad, no. Entonces no digamos de esa manera, sino, un poco asociado a sus costos, no. Pero, Lindley ha surgido de una guerra casi muy, muy fuerte, con sus rivales, principalmente con Coca Cola en su momento, con Pepsi en su momento, no. Entonces, ha salido airosa en las batallas que ha tenido, no, entonces su liderazgo ha sido más por la percepción de su producto. Tiene su producto estrella que es Inca Cola. Un producto que la gente lo aprecia, lo percibe como un producto de muy alta calidad, es muy bien percibido, correcto. No solamente por los peruanos, sino que se aprecia también inclusive cuando el peruano sale, añora su Inca Cola, es parte, casi como una comida tradicional.

Digamos a la Inca Cola asociada también a la comida mucho, entonces, yo creo que ha sido parte de su crecimiento y también complementado, teniendo un buen producto, teniendo un...se ha complementado con la gestión que ha ido década tras década, en la evolución de la empresa. Si bien es cierto, pertenecemos a un grupo Arca, no, con su nueva gestión, con su nueva cultura, con su nuevo diseño, en la cual esa estrategia de crecimiento se basa, es simplemente, es llevar todo lo bueno que se recibió en su momento, correcto, llevarlo a niveles de más exposición.

Estamos en una empresa transnacional que maneja muchas embotelladoras, no, inclusive ahora Perú frente a los demás, haciendo vending dentro de las demás regiones, es la empresa que más ha crecido, frente a sus demás embotelladoras dentro de Arca Continental, no. Entonces ha crecido casi 5% en el año 2018, frente a las demás embotelladoras como Ecuador, Argentina, entonces, el crecimiento está ahí, la marca, tienes una marca muy buena,

asociada ahora con Coca Cola que es una marca muy poderosa en el mundo, no, y Perú es uno, creo, del segundo caso a nivel global, que Coca cola no pudo con una marca local, entonces, ¿qué ha hecho? Asociarse y fortalecer ambas marcas y ser líder en el país donde está.

22. *¿Tú atribuyes el factor de éxito a las buenas prácticas de control, de valorización, de indicadores que maneja Arca?*

Claro, es parte complementaria, es parte complementaria porque si uno tuviera un buen producto, y uno tuviera un producto bien percibido, las buenas prácticas o los KPIs, por más que lo controlaran, no fueran de repente, no eran los resultados positivos. La buena gestión también se traduce en eso, y simplemente los KPIs de generación de flujos o la forma como agrega valor la empresa, se ve reflejado en esos KPIs, todo es un conjunto que al final redunda en esos KPIs.

23. *¿Ustedes, como empresa Arca Continental, hacen benchmarking con otras empresas competidoras?*

En realidad, no hay mucho por hacer acá en Perú, en Perú tenemos CBB que representa a Pepsi, pero no tiene mucha participación, tampoco cotiza. Esta Aje Group, que tampoco cotiza. Entonces son informaciones, son finanzas muy, muy privadas, no. No los exponen, no hay forma de cómo, entonces lo que hacemos es hacer mucho benchmarking con las empresas del grupo. Backus podría ser una buena referencia, pero como te comentaba, Backus a nivel de márgenes son abismales las diferencias, no.

A niveles de gestión se pueden rescatar algunos a niveles de gestión, no. Pero no a niveles de márgenes, por ejemplo, que ahí, si se distorsiona un poco la foto. Pero lo que hacemos es la comparación a niveles de embotelladoras dentro del grupo, no. En las cuales siempre estamos en una constante medición, constante competencia, constante mejora de eficiencias para conseguir los mejores resultados.

24. *Qué indicadores ven en los competidores y se comparan ustedes?*

Cuando digo la información, es muy poca la que se obtiene. Correcto. Y, la que se obtiene por medios públicos. Lo que hacemos es lo que te he explicado no. La parte de la gestión, KPIs de gestión, correcto. KPIs de utilización del capital y la de generación de flujos, no. Se concentran estos tres grandes grupos y dentro de esos tres grandes grupos hay una serie de KPIs, que se manejan entre cada clasificación.

25. *¿Específicamente el EBITDA?*

En el de generación de flujos el EBITDA

26. *Unas recomendaciones, que nos podrías dar a nosotros, como alumnos de CENTRUM, que también ha sido tu casa, también es tu casa. ¿Qué recomendaciones nos darías para nosotros poder aplicarlas a tesis, a nuestra vida profesional, este, que por ejemplo nosotros hemos visto el crecimiento profesional que has tenido, entraste a Lindley como un Jefe de Costos y ahora eres el Gerente del área de finanzas y el aporte que has dado a la empresa, ha sido muy, muy alto, ¿cuáles son tus recomendaciones de éxito?*

Si, en realidad Gabriela, yo también soy parte de la familia de Centrum Católica, soy de la promoción veintiuno, y más bien yo me siento muy contento porque recibí una formación transversal como siempre lo digo, al llevar la Maestría y, lo que recomiendo a los profesionales de finanzas es: los negocios se ven de manera integral, correcto. A veces veo profesionales de finanzas que salen y solamente pensamos que el análisis financiero mide el KPIs, ya estamos haciendo finanzas, no. ¿Las finanzas son integrales, a qué me refiero? Es, para hacer finanzas tenemos que comprender el negocio de manera transversal, comprender qué hace un área de compras, qué hace un área de logística, qué hace un área productiva, qué hace un área de distribución, qué hace un área de ventas, porque en toda esa línea transversal ocurren las finanzas, no me pueden decir que en el área comercial no hay finanzas, ocurren. Y en empresas globales como en el caso por ejemplo de San Millers, ya se estaba

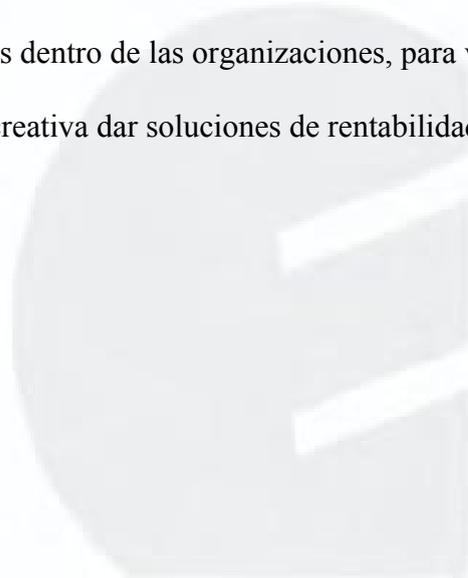
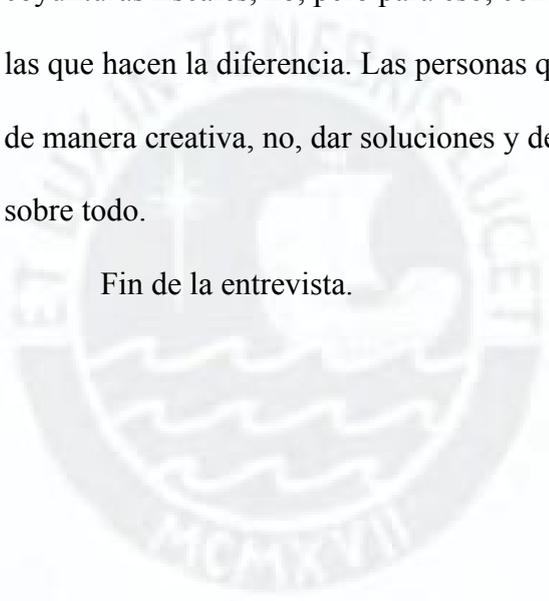
sectorizando, había finanzas comerciales, finanzas manufactureras, finanzas...Entonces, había complementos en las cuales está muy especializada para esos sectores, pero lo que recomiendo es: miren los números, si es importante, pero también la comprensión de los negocios, la comprensión de los negocios desde que entra algo, desde que nace la operación, hasta donde termina la operación, inclusive el post, si son empresas de ventas que tienen post servicios, incluir mirar hacia ese sector. ¿Por qué? Porque eso va a asegurar que sus números, su información que ustedes van a reportar, van exponer, tenga un sustento en la operatividad

27 ¿Ha habido algún evento con impacto negativo, en el periodo 2013-2017, que haya afectado las finanzas de Arca Continental? ¿Por ejemplo, en el 2017, el fenómeno del Niño Costero?

Si, en el 2017 este evento de los desastres naturales que lamentablemente nos impactó mucho como sociedad, como pueblo peruano, en las cuales, las empresas que estamos a cargo del consumo masivo en Perú, Lindley participó un poco, ayudando en una dimensión que quizás no fue muy total, pero nos ayudó mucho a comprender, cómo es la situación dentro de estos escenarios de emergencia, no. Sin embargo también, llevándolos al mercado ya, a lo que es el tema comercial, estos eventos, el negocio de bebidas son cíclicos. Los eventos que se dan donde hay mayor calor, es donde más volumen existe en la etapa comercial. El fenómeno del niño, si bien es cierto, tuvo un impacto fuerte, pero también por el clima que se asoció, también hubo una gran demanda de nuestros productos también, no. Entonces fue un tema que también generó mayor nivel de ventas, pero también aportaron mayor nivel de ayuda social a las poblaciones vulnerables en que ocurrieron, no. Entonces, coyunturas especiales se dan casi todos los años, 2018 fue un año muy especial en el cual nos golpeó fuertemente la regulación fiscal, no. El tema del selectivo, con el tema de dar un porcentaje mucho más alto a los productos que contienen azúcar, en las cuales, para nosotros como percepción, no justificaba, no justificaba porque lo vimos de una manera, que el lente del

Estado, el lente fiscal, simplemente cuando hay un desbalance en su caja, simplemente aprieta las empresas formales, porque saben que si o si, van a generar la caja que les falte en ese momento, no. Entonces, primero nos golpeó mucho, pero para eso están las personas en las organizaciones, para gestionar esos cambios, para gestionar esas coyunturas. ¿Qué hicimos? Miramos hacia adentro, optimizamos procesos, trasladamos esa parte, ese choque que recibimos, pero sacando lo mejor de nosotros, y ahora seguimos parados, seguimos frente y seguimos creciendo y este año con expectativas muy buenas a pesar de todas esas coyunturas fiscales, no, pero para eso, como te voy a repetir, son las personas las que hacen las que hacen la diferencia. Las personas que estamos dentro de las organizaciones, para ver de manera creativa, no, dar soluciones y de manera creativa dar soluciones de rentabilidad, sobre todo.

Fin de la entrevista.



Apéndice E: Consentimiento Informado del Experto Backus ABInBev

Durante la investigación, antes de realizar la entrevista al experto, se utilizó el consentimiento informado que se muestra a continuación

Consentimiento Informado

Yo, nombre y apellido, suscriptor de éste consentimiento informado, manifiesto mi voluntad y compromiso de participar en el estudio titulado ‘Buenas Prácticas en Valorización, Comparable en Empresas Embotelladoras del Sector Industrial en el Perú’, que realiza Gabriela Alan Caycho, alumna de la Maestría en Dirección Estratégica y Liderazgo, de la Pontificia Universidad Católica del Perú, bajo la supervisión y asesoría de Manuel Chu Rubio, Profesor del CENTRUM Católica Graduate Business School.

Entiendo que esta participación es voluntaria y que puedo retirar mi consentimiento en cualquier momento, sin ningún perjuicio, como también que la información aportada en dicha participación, como los resultados de ellos obtenidos, puede ser identificados como míos, por tal puedo exigir un trato confidencial de todos o parte ellos, que me sean devueltos, destruidos o eliminados de los archivos de la investigación.

Manifiesto que me ha sido explicado que:

El objetivo de la investigación es ‘Describir Describir las buenas prácticas de valorización comparables que aplicaron las empresas embotelladoras del sector industrial del Perú, registradas en la Bolsa de Valores, en el cual serán descritas y comparadas las prácticas de valorización que aplican las empresas embotelladoras con mayor participación en el mercado peruano, lo que se realizará con base en datos recabados en las fuentes documentales y en los que, como expertos, aportemos durante una entrevista concedida a la investigadora, a propósito de complementar, aclarar y/o explicar la información recopilada.

Estoy de acuerdo con el procedimiento y protocolo de entrevista, que durante la mismas se usará una video grabadora y que tendrá una duración aproximada de dos horas

cada una, en las cuales la investigadora me preguntará sobre el procedimiento, variables e indicadores considerados en la valorización de la embotelladora, y que responderé a preguntas adicionales que surjan durante este acto, para colaborar en la descripción veraz de la misma, sin perjuicio de mi derecho a negarme a contestar algunas o todas preguntas, y a suspender mi participación en cualquier momento.

Entiendo, que información que yo provea podrá publicarse con fines estrictamente académico, con/sin indicar mi nombre en ella, a menos que en caso contrario solicite confidencialidad total o parcial.

Nombre(s) y apellidos del entrevistado:

E-mail:

Teléfono:

Firma:

Nombre(s) y apellidos del entrevistador:

E-mail:

Teléfono:

Firma:

Por favor, firmar ambas copias, retener una y devolver la otra al investigador.

Apéndice F: Entrevista con el Experto de la empresa Backus ABInBev

Fecha: 08/03/19 Hora: 18:00 pm

Lugar:

Entrevistadora: Gabriela Julia Alan Caycho.

Entrevistado: Enrique Martínez, Gerente de Planning and Performance Manager, de Backus ABInBev, Perú

Quisiera saber su nombre completo y el cargo que ocupa en la empresa

Ya, mi nombre es Enrique Martínez, Planning and Performance Manager, Perú 2, de toda la región Norte y Centro Oriente del país.

1. ¿Cuáles son, específicamente tus responsabilidades en la empresa?

Específicamente, controlar el presupuesto de ventas tanto a nivel de Gastos Fijos, como acciones al mercado.

2. ¿Cómo fue la evolución de la empresa Backus, y la fusión de ABInBev con Backus, durante el 2013 al 2017?

La fusión se dio el año 2016, formalmente fue en octubre del 2016. La compra de ABInBev a SABMiller, Backus era una sucursal de SABMiller y desde ese entonces han habido varias, muchas optimizaciones principalmente en costos fijos, hubo bastante reducción del personal, eso es evidente, se ha visto en las redes de Internet, pero lo que hizo la compañía básicamente fue optimizar todos los procesos y estandarizarlos, porque funcionan como una transnacional, no como una multinacional, o sea no es que Perú o la zona de Perú puede manejarse diferente a lo que puede manejarse en Europa, la compañía lo que manda es estandarizar procesos, estandarizar funciones, y optimizar muy fuerte el tema de costos fijos.

3. ¿La empresa Backus, ABInBev, realiza buenas prácticas de valorización?

Sí, pero localmente no, pues son centralizadas desde Nueva York. Básicamente a Perú no genera, en Perú no se toma ninguna decisión de adquisición, nada de eso, son centralizadas por un equipo que es directamente liderado por

4. *¿En la empresa, internamente hay un área que realiza esos estudios de los estados financieros?*

Oh, sí. Hay un área de finanzas netamente de aportar a la operación. No son finanzas de bolsas, ni nada de eso. Netamente todo eso está centralizado.

5. *¿Esas evaluaciones de los estados financieros, si lo hacen en el área de finanzas acá en Perú, con qué tiempo de frecuencia es: semanal, mensual, trimestral, anual?*

Todos los cierres se hacen, todos. Indiscutiblemente hay cierres más importantes como el de fin de año, pero todos los meses se hace el cierre.

6. *¿En base a esas prácticas que si realizan Brasil como Perú, del análisis de los ratios financieros, cuáles de los ratios se observan a nivel de finanzas?*

KIPs ¿??? 1'20"

7. *¿En la gestión que realizan del cash flow, siempre están dentro del estándar de sus pronósticos o lo superan?*

Solamente lo superamos

8. *¿Qué factores de éxito asocia el crecimiento habitual de Backus ABInBev actualmente?*

Backus crece en general, Backus crece como. en realidad toda la compañía crece como una estrategia de eficiencia de costos, no. Luego lo que estamos haciendo es tratar de absorber el mercado, digamos, no tan avanzado como Perú y tratar de mantener mercados más desarrollados como Estados Unidos, donde los crecimientos son bajos. Entonces lo que se está buscando es mercados poco desarrollados como Perú, en general todo lo que es América Latina, mercados que son de poco desarrollo de líquidos, con poco desarrollo de

empaques, donde Perú básicamente es un solo tipo de líquido, un solo tipo de empaque. La idea entonces es buscar crecimiento a través de marcas, marcas globales o marcas Premium. En líneas generales eso es lo que está buscando la compañía: eficiencia de costos y desarrollo del mercado a través de marcas globales. Prime la categoría.

9. *¿Este factor de éxito que tiene Backus, se atribuye a esas prácticas de monitoreo constante?*

Constantemente se vigilan todos los indicadores. El indicador más importante es KPIs. Se revisan todos y cada uno de los indicadores, digamos desde la construcción del topline, la facturación sin impuestos, todo lo que sean costos variables, costos de entrega, costos fijos, gastos de marketing de venta, no, inventarios, impuestos y todo el tema de, por qué más Backus o en general la compañía prioriza acá gastos, porque tiene que buscar desapalancarse por la compra, la última compra de algunos.

10. *¿Ustedes, hacen Benchmarking con alguna empresa peruana?*

No, con ninguna

11. *Claro, porque son la empresa que tiene mayor participación en el Perú, ¿no?*

Digamos, son los líderes en el mercado

Porque básicamente tenemos estándares o, sea hacemos, si hacemos con otras operaciones y se comparten buenas prácticas que ya vienen digamos, desde el global que es la casa matriz o, hay algún programa en algunas prácticas para compartir en ese tipo de operaciones

12. *¿Eso sería a nivel internacional?*

Si

13. *¿Qué indicadores se comparan con los de la competencia a nivel internacional?*

¿Básicamente, qué indicadores? Indicadores, experiencia, ahora, ¿a nivel financiero o a nivel comercial?

Financiero

A nivel financiero, a nivel financiero costos, que es la construcción de un presupuesto en base reducción de costos, la principal, digamos este, palanca para acceder o no acceder, Entonces hay muchas políticas, de ¿cómo se llama? de mejora de costos, este ¿cómo se llama?, de licencia de costos, por ejemplo, programa de ahorro de energía, programa de licencia, de costos variables, competencias internas para buscar este, licencias, en consumo de materia prima, este, mucho tema de energía renovable, también que se está tratando de asuntos como el tema de agua, porque se tienen, se encuentran las plantas ¿cómo se llama? de desecho, que botan el agua que nosotros desechamos y no genera mayor impacto ambiental. Entonces hay muchas digamos, es un efluente que es no dañino, porque es tratado antes de, antes de ser, antes.

14. *¿Han tenido algún problema, algún evento entre el año 2013 y 2017, que haya impactado financieramente la empresa, como el fenómeno del niño costero, que, en el caso de Arca, si nos impactó, o el tipo de cambio en el año 2017, el dólar se disparó, nosotros tuvimos problemas con el tipo de cambio pues teníamos una deuda en dólares y compramos la materia prima que es el azúcar en dólares, ustedes, ¿han tenido algún evento?*

Lo que pasa es de que..., no mira, ahí yo no te puedo responder, pero lo que sí sé es que se maneja globalmente esa moneda. Entonces, para evitar ese tipo de impactos desde la calle, digamos desde las zonas, este se maneja esa moneda, o ¿ese commodities, creo que se está manejando ese commodities, no te puedo decir ahora si lo estamos haciendo, pero anteriormente si veníamos, si teníamos, lo cubríamos con cash.

15. *¿Ha eso te refieres con cobertura, derivados, a cash flow?*

¿Simplemente es comprar, mantener un banco con el tipo de cambio estable, o una curva, de tipo estable a futuro, y eso lo pones en tu plan y cómo se llama? Con eso ya no tienes sorpresas.

16. *¿Tienes alguna recomendación que nos puedas dar a nosotros como alumnos de Centrum católica, para comparar el éxito que ha tenido la empresa, y nosotros, poder considerarlo?*

Alguna recomendación...

17. *Alguna práctica financiera o alguna práctica comercial que haya impactado...*

Uno de los puntos, uno de los puntos importantes de Backus es de que constantemente las ventas son ¿??? 7'33" y en general en todo, desde el punto de vista financiero, como desde el punto de vista comercial y, lo que busca es de que la gente no se quede nunca conforme, entonces, y es parte de la cultura de la compañía, constantemente retar a la gente, retar a la gente, de sacarle. Y después que se está acomodando, inmediatamente ya tiene otros retos, otros, este, otras motivaciones. En general, básicamente es cultura de la compañía, es salir a triunfar, ir un poco más allá de lo que ya tenemos.

Apéndice G: Consentimiento Informado del Experto Leche Gloria SA

Durante la investigación, antes de realizar la entrevista al experto, se utilizó el consentimiento informado que se muestra a continuación

Consentimiento Informado

Yo, nombre y apellido, suscriptor de éste consentimiento informado, manifiesto mi voluntad y compromiso de participar en el estudio titulado ‘Buenas Prácticas en Valorización, Comparable en Empresas Embotelladoras del Sector Industrial en el Perú’, que realiza Gabriela Alan Caycho, alumna de la Maestría en Dirección Estratégica y Liderazgo, de la Pontificia Universidad Católica del Perú, bajo la supervisión y asesoría de Manuel Chu Rubio, Profesor del CENTRUM Católica Graduate Business School.

Entiendo que esta participación es voluntaria y que puedo retirar mi consentimiento en cualquier momento, sin ningún perjuicio, como también que la información aportada en dicha participación, como los resultados de ellos obtenidos, puede ser identificados como míos, por tal puedo exigir un trato confidencial de todos o parte ellos, que me sean devueltos, destruidos o eliminados de los archivos de la investigación.

Manifiesto que me ha sido explicado que:

El objetivo de la investigación es ‘Describir las buenas prácticas de valorización comparables que aplicaron las empresas embotelladoras del sector industrial del Perú, registradas en la Bolsa de Valores’, en el cual serán descritas y comparadas las prácticas de valorización que aplican las empresas embotelladoras con mayor participación en el mercado peruano, lo que se realizará con base en datos recabados en las fuentes documentales y en los que, como expertos, aportemos durante una entrevista concedida a la investigadora, a propósito de complementar, aclarar y/o explicar la información recopilada.

Estoy de acuerdo con el procedimiento y protocolo de entrevista, que durante la mismas se usará una video grabadora y que tendrá una duración aproximada de dos horas

cada una, en las cuales la investigadora me preguntará sobre el procedimiento, variables e indicadores considerados en la valorización de la embotelladora, y que responderé a preguntas adicionales que surjan durante este acto, para colaborar en la descripción veraz de la misma, sin perjuicio de mi derecho a negarme a contestar algunas o todas preguntas, y a suspender mi participación en cualquier momento.

Entiendo, que información que yo provea podrá publicarse con fines estrictamente académico, con/sin indicar mi nombre en ella, a menos que en caso contrario solicite confidencialidad total o parcial.

Nombre(s) y apellidos del entrevistado:

E-mail:

Teléfono:

Firma:

Nombre(s) y apellidos del entrevistador:

E-mail:

Teléfono:

Firma:

Por favor, firmar ambas copias, retener una y devolver la otra al investigador.

Apéndice H: Entrevista con el Experto de la empresa Leche Gloria SA

Fecha: 23/03/19 Hora: 08:30am

Lugar: Sede Empresa Leche Gloria

SA

Entrevistadora: Gabriela Julia Alan Caycho.

Entrevistado:

Buenos días, estamos aquí con la Señorita Betty

Su Jefe de Tesorería de la empresa Gloria, y nos va conceder unos minutos de su tiempo para una entrevista sobre las buenas prácticas de valorización de las empresas embotelladoras del Perú, en el periodo 2013-2017.

Quisiéramos hacerte unas preguntas relacionadas con la excelente gestión y la gran participación que tiene Gloria en el mercado

1. *¿Cuál es el cargo que ocupas en la empresa?*

Okey, yo soy Jefe de Tesorería

2. *¿Cuáles son tus responsabilidades en la empresa?*

Las responsabilidades son, bueno, obviamente..., bueno, definir los excedentes o los faltantes de caja, ver las cobranzas, no. Ver y coordinar las cobranzas diarias, los pagos diarios de proveedores, los pagos de la deuda financiera, en caso que haya excedentes, definimos si dejamos, este, depósito a plazo por overnight o más días, en caso de faltantes, recurrimos a los bancos para financiar no, o también financiamientos a través de clientes, no.

3. *Correcto, ¿Cómo fue la evolución de Gloria en estos últimos años, en el periodo de 2013 a 2017? Hubo unos problemas con el tema de la producción, ¿verdad? Con el etiquetado de la leche...*

Hubo un problema puntual con uno de los productos específico la leche 'Pura Vida', fue en el 2017, sí.

4. *¿Eso impactó las ventas?*

Eso impactó, si obviamente, porque lo que pasa es que está sectorizado, pero en el caso de Pura Vida, tuvo que retirarse del mercado toda la producción de Pura Vida estuvo un tiempo inclusive en almacén porque el gobierno no permitía hacer nada con la leche. Entonces, lo que por lo menos queríamos era, este...llevar esa leche a la sierra, no, para apoyar a los niños de la sierra, por lo menos, pero el gobierno en ese momento no definía nada, estaba subiendo a nivel internacional, porque esa leche Pura Vida, es una leche que, no, que estaba con todas las normas peruanas, con todas las normas americanas, no, y estaba...tenía bastantes vitaminas. era prohibir la leche que tiene un menor costo, no. Se vendía a un menor precio, no, justamente para que llegue a más niños. El empaquetado es de lata para que sea más fácil de transportar, no se quiebre y...habíamos cumplido todo, sin embargo, este. por un tema de las figuras en la etiqueta saltó el problema, pero no era cosa de higiene, no era cosa de falta de vitaminas, nada de eso. Entonces, este. tuvimos, se tuvo que retirar la leche Pura Vida y por idea propia, también la de Bella Holandesa

5. Pero eso fue un caso puntual, no..., la evolución de Gloria

La evolución de Gloria en sí, este sí, sí ha estado muy bien, las ventas Gloria, de leche y del resto de productos. Si claro, si ha estado subiendo, más que la competencia, es ideal, pero es lejos la, o sea, el segundo lugar está lejos del primer lugar que somos nosotros, entonces, sigue creciendo, sigue creciendo. Ahí nosotros no tenemos problema no. No soportan, 4'38" se hizo publicidad por lo del mundial no, y bueno si, un bache dentro de la vida de la organización, pero siempre adelante y primeros como siempre.

6 ¿Cuáles son las variables e indicadores que ustedes miden en sus ratios financieros?

Nosotros, este, en los ratios financieros este, la primera variable que miramos es el EBITDA, nosotros vemos cómo va el EBITDA, cómo va evolucionando el EBITDA, cómo va evolucionado. Tenemos también los ratios de deuda bruta, deuda neta, eh...en general

estamos monitoreando siempre la deuda financiera de la empresa, adicional a eso vemos también el rt 0'50'' de las cuentas por cobrar, para tratar de que baje ese rt, tratar cobrar lo antes posible y, este adicionalmente verificamos los cover, porque tenemos cover 1'02'' con financiamientos de la empresa, tenemos financiamientos de corto y mediano plazo, siempre los vamos chequeando.

7. *¿La empresa realiza procesos de valorización, es decir determinan el EBITDA, y lo multiplican por ocho y empiezan lo que es la negociación en la mesa y dicen el costo de mi empresa o el valor de mi empresa al mercado? O ¿no realizan esas fusiones?*

Si lo realizan, hay un área específica de proyectos, entonces ellos si realizan esas valorizaciones, sobre todo porque siempre estamos en la búsqueda de nuevas inversiones. Es así que Gloria no es sólo nacional, no, sino que tenemos varias empresas de leche en Latinoamérica y en Puerto Rico también. Siempre mirando el mercado a ver que se puede hacer, aparte de Gloria hay otras empresas, se han diversificado por Gloria, pero si, normalmente nosotros no lo hacemos, pero sí, hay otras áreas especializadas que si hacen esa medición.

8. *¿Entonces, si realizan prácticas de valorización?*

Si correcto

9. *¿La misma empresa la realiza o tienen empresas para ello?*

No, la misma empresa.

10. *¿El proceso de valorización con qué periodicidad lo hacen: trimestral, semestral, anual, mensual?*

No sabría decirle, pero estimo que es trimestral

11. *¿Tienes alguna función o rol, en la valorización?*

No, funciones específicas no, pero nos piden datos, nos piden proyecciones, flujos de caja. Nosotros preparamos flujos de caja mensuales y flujos proyectados.

12. ¿Esa es la práctica de valorización que maneja, la proyección de los flujos?

Eso es correcto, hacemos flujos anuales, a fin de año hacemos los flujos del año siguiente y hacemos el mejor estimado cada tres meses. Y siempre cada mes hacemos el proyectado del mes siguiente. Esos son los flujos que preparamos nosotros.

13. ¿Qué puntos consideran más importantes en una valorización? ¿El EBITDA?

Si, ese es el más importante, el EBITDA

14. Y ¿el método de valorización sería el método de flujos proyectados?

Claro, nosotros si, el método de flujos proyectados. Hay un área de planeamiento, esta es el área de tesorería. Hay un área de planeamiento que hace los balances, los estados financieros proyectados, ellos si lo hacen súper detallados, con orden de producción lo tienen súper detallados. Ellos hacen los estados financieros pre ebitados y nosotros, en base a eso preparamos los flujos pre ebitados.

15. Ya..., y Ustedes, ¿qué aspectos o parámetros?, digamos...vamos a recapitular la pregunta ¿qué factores de éxito considera que tiene Gloria, en el mercado peruano, que los ha llevado a tener tremenda participación en el mercado a nivel nacional? Tanto así que están a nivel de Backus que es el mayor productor de bebidas, y es el que tiene el primer puesto. Nosotros, como ustedes, de Arca Continental y Gloria, estamos casi al mismo nivel, pero es un alto porcentaje de ventas en el mercado. ¿A qué atribuyes tú ese factor de éxito?

Yo pienso que es, bueno, a parte del reconocimiento, no, es lo que nosotros tenemos sensible de Gloria hace años, es la calidad del producto, la calidad no ha bajado, al contrario, siempre estamos buscando la mejora, hay leche para niños, para mamás, hay leche achocolatada, hay diversidad y en cada uno de ellos hay leche con hierro. Entonces, se busca darle un plus adicional no sólo a la leche en sí, sino darle, agregar vitaminas, que sé yo. A parte del precio, tenemos también una diversidad de productos de Gloria, no sólo hay leche, hay quesos, hay yogurt, yogurt light, yogurt cero, el yogurt griego que ha salido. Un montón

de productos porque siempre estamos buscando innovar. Innovar nuevos productos. Ahora han salido nuevos productos, como por ejemplo el bebible pro, que es un batido con proteínas que es para los que hacen ejercicios, los que hacen deporte. Es lo último que ha salido, se está promoviendo. Hay otro bebible 'Chey', que es el capuchino, o sea, siempre se está tratando de sacar otros productos.

El factor de éxito es la calidad, siempre estamos pendientes de cómo diversificar, cómo llegar a los clientes, pensando en los clientes siempre y los precios no son..., o sea, son bien competitivos. Yo pienso que es eso, o sea, la leche como tal, la leche Gloria como tal, que la hay de diversos colores como el rojo, el azul, el azul es la clásica, ha ido mutando a la light, super light, etc., etc., entonces, es más que eso, es la recordación de los clientes que hace años vienen tomando la leche. Incluso, el Perú es un país sui generis, porque es un país de los pocos que consume leche evaporada, por ejemplo. En otros países no hay consumo de leche evaporada, como nosotros. Lo utilizan para postres, pero acá sí, tenemos una idiosincrasia bien marcada en ese sentido, no. Tenemos la leche evaporada para consumo, para el desayuno. En otros países no se da esa posibilidad, pero bueno, esas son las conexiones, lo que destaca a la empresa como tal, no.

16. ¿Cuándo usted ha realizado prácticas de valorización de flujos proyectados a través del EBITDA, o del análisis del EBITDA en sí, las expectativas han sido muy buenas, satisfactorias, o altamente ha sobre pasado las expectativas?

Si, en muchos casos sí. Si ha sobre pasado, en otros casos que vemos, este, de repente hay periodos, hay momentos, no. Este, que son cíclicos. De repente, este, también muestra al final...al final el flujo determinado de...como lo hacemos al mes, dentro del mes y pico, también no, que estamos bien, otros bajan no. Pero en general, si la empresa se mantiene no. Se mantiene estable como siempre no.

17 *¿Y, últimamente han tenido fusiones o adquisiciones con la venta de ¿la empresa? 9'03" en Gloria, absorción de alguna empresa, o han comprado acciones, han puesto a la venta sus acciones?*

En el Grupo Gloria sí, pero en Gloria no. En Gloria Perú no. Porque tenemos el Grupo Gloria, que tiene no sólo la empresa Leche Gloria, nosotros somos la empresa Leche Gloria. El otro holding tiene cemento, empresa de cemento, empresa de transporte, tiene empresa de papeles

18 *¿Y con el nombre Gloria?*

No, no. Pertenecen al Grupo Gloria porque son los mismos dueños, pero no. El de cemento es Yura SA, de cal es Cales y cementos Sur, de transporte RACIEMSA, de papeles es Trupal Sa, tiene empresas azucareras Cartavio, Casa grande. Como Gloria es sólo la leche y derivados, quesos, yogurt, los bebibles. Hay agua, pero no es con nombre Gloria.

19. *¿Ustedes hacen merchandising con alguna empresa peruana? ¿Se analizan y compiten internamente, con indicadores financieros, con otras empresas de la competencia?*

Pues, podríamos hablar de un Laive

20 *¿O, sus indicadores los analizan con el extranjero?*

Si, sobre todo el área de marketing, lo primero que hacen es con la competencia y también con empresas de fuera, porque como también tenemos empresas, no con el nombre Gloria, pero tenemos empresas en el exterior, en Argentina, Ecuador, Bolivia, Puerto Rico

21 *¿Los principales competidores, ¿quiénes son?*

Ahorita es Nestlé y Laive

22. *Finalmente, ya para acabar la entrevista ¿Cuáles serían tus recomendaciones hacia nosotros los alumnos de Centrum para lograr, o generar ese valor que genera Gloria y contribuye a la creación de fondos de trabajo en el Perú, incrementa sus ratios financieros,*

margen neto de ventas y contribuye a incrementar el PBI nacional, qué nos recomendaría como empresa, a nosotros?

¿Qué les recomendaría a ustedes, si ustedes quieren hacer alguna empresa?

23 Como estudiantes, qué recomendación tienen ustedes como factor de éxito, para nosotros.

Para ustedes, como estudiantes, lo primero es que siempre procuren mantenerse al día, preparados, siempre estar preparados. Nunca es tarde para aprender y aún en el puesto en el que estés, siempre tienes cosas que aprender de los que están abajo. Nunca menospreciar a nadie. Yo siempre le digo a la gente que trabaja conmigo piense en la otra persona, piense en la otra persona, no suponga, hable, cualquier duda se habla.

Inclusive en los mismos correos, a veces piensan algo y escriben otra cosa, porque suponen que se están entendiendo, no. Clarísimo, no. Coge el correo y envíalo otra vez. Tienes que pensar en la otra persona, que la otra persona no está en tu cabeza, la otra persona es de otra área y no es el día a día. Nosotros también recibimos correos y a veces no los entendemos no.

Entonces yo pienso que hay que ser claro con las indicaciones. Hay que comunicar bien las cosas, no hay que suponer que la otra persona ya debe saber. Para mi la base es eso, la comunicación.

Hay otras cositas, de repente ya personales, la puntualidad, la honestidad. Al menos en esta área tesorería tienes que ser súper honesto, porque nosotros vemos pasar millones de soles, de dólares. Entonces hay ciertos principios que son básicos de la persona. La persona es o no es. Eres honesta o no eres honesta, eres puntual o no. Hay cosas que vienen de casa, hay que ir cultivando y aprendiendo.

Pienso que esa es la base, siempre comunicarte. Yo les digo que por más que uno sea jefe, gerente o lo que fuera, siempre el que está abajo va a saber más que uno porque lo ve a

nivel micro, a veces uno ve a nivel macro y, a nivel micro hay que escuchar la otra persona. Pero no porque sea asistente o sea auxiliar, o sea mensajero, no, no debemos hacer oídos sordos a lo que nos dicen no, y explicarles no: oye verdad, tienes razón, o decirles no, no por esto, por esto y por esto y explicarles las cosas.

Eso es lo que yo he aprendido también a lo largo años, en ejemplos que he tenido, que los hay de todo, pero siempre hay que sacar lo rescatable, siempre hay que seguir adelante, siempre hay que ir aprendiendo nuevas cosas. Todos los días uno aprende estudiando o de otra persona.

Siempre demostrar los valores que uno tiene, ser honesto, honrado y seguir para adelante no. Se supone que en algún momento uno será recompensado, como dicen: Uno cosecha lo que siembra. Esa es la vida no, en general.

Muchas gracias Betty, ha sido un placer entrevistarte, y muchas gracias por tu tiempo.