

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



Plan Financiero de la empresa Alicorp S.A.A y Subsidiarias

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

OTORGADO POR LA

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

PRESENTADA POR

Juan Miguel Bautista López

Jorge Lenin Castro Villacorta

Karen Alejandra De La Cruz Cano

Evelyn Celinda Campoblanco Lobatón

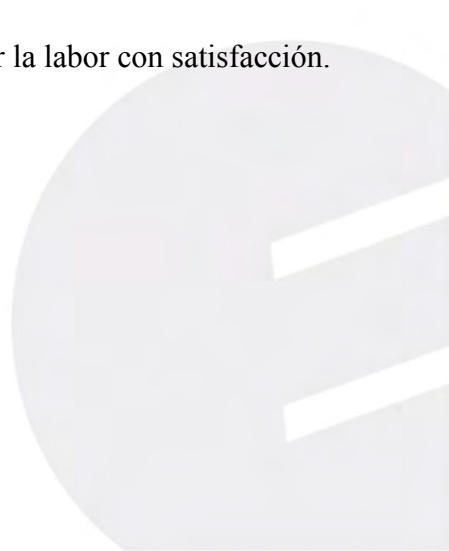
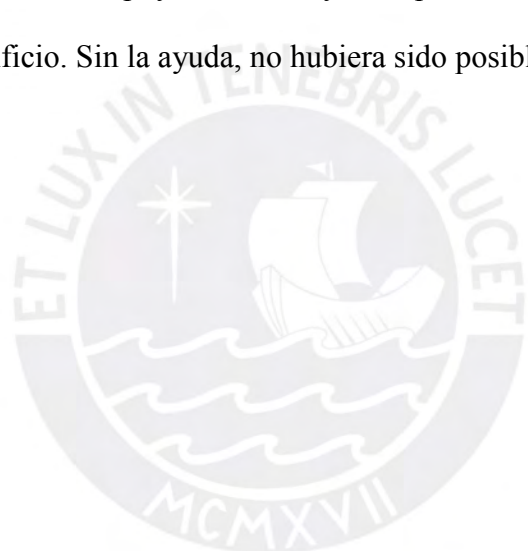
Asesor: Gloria M. Zambrano Aranda

Santiago de Surco, octubre de 2017

Agradecimientos

Los participantes de esta prestigiosa maestría, autores de la tesis, agradecen en primer lugar a su asesora, profesora Gloria Zambrano, por su excelente asesoría oportuna y los lineamientos ofrecidos. Sus amplios conocimientos, consejos y experiencia han sido fundamentales para la elaboración de la presente investigación. Sin su sentido de seriedad, responsabilidad y rigor académico, no se podría haber culminado, con éxito, el último escalón de nuestra meta.

Asimismo, el grupo agradece a la Escuela de Negocios Centrum, por la invaluable labor de transmitir conocimientos enfocados a la gestión de negocios. Finalmente, los autores agradecen el apoyo, el cariño y el respaldo de sus familias durante todos estos meses de arduo sacrificio. Sin la ayuda, no hubiera sido posible concluir la labor con satisfacción.



Dedicatorias

Dedico este trabajo a mi hijo Juan Diego Caleb, que ha sido el soporte emocional e inspiración en todo este esfuerzo de terminar la maestría.

Juan Miguel Bautista López

A los catedráticos de Centrum, que, con sus enseñanzas, sumaron a mi desarrollo profesional; a mi familia, que con sus buenos deseos sumaron a este proceso y, en especial, a mi esposa Kathy Carbajal, por su comprensión al permitirme restarle el tiempo que se merecía.

Jorge Lenin Castro Villacorta

A Dios por ser mi guía, a mi esposo por su paciencia y apoyo en el cumplimiento de mis sueños y a mis padres por instruirme los valores y principios que me hacen ser la persona que soy hoy en día.

Karen Alejandra De La Cruz Cano

Resumen Ejecutivo

En el presente trabajo de investigación, se examina la situación financiera de la empresa Alicorp S.A.A., para lo cual se partió de un riguroso análisis de los estados financieros de los últimos cinco años, realizando una proyección de los mismos al año 2021. El análisis se profundiza en las diferentes decisiones gerenciales y financieras que fueron trascendentales desde los inicios de Alicorp. Asimismo, se enfatiza en los sucesos que conllevaron a la situación del año 2016.

Las cifras que fueron materia de estudio muestran que las decisiones tomadas originaron un incremento en el valor de la empresa. Así, se examina la política de endeudamiento y apalancamiento a través de la emisión de acciones y bonos corporativos. Para elaborar las propuestas de generación de valor para la empresa Alicorp, se analizó el mercado del sector de una nueva línea de negocios en la cual la empresa no tiene participación, a fin de que pueda cumplir con el objetivo establecido por la compañía para los siguientes años.

Finalmente, se plantean propuestas y recomendaciones que Alicorp podría ejecutar para mejorar el rendimiento de su gestión operativa y financiera.

Abstract

In this research, the financial situation of the company Alicorp S.A.A. is examined. for which it was based on a rigorous analysis of the financial statements of the last five years, making a projection of them to the year 2021. The analysis goes deeper into the different managerial and financial decisions that were transcendental since the beginning of Alicorp. Likewise, it emphasizes the events that led to the current situation of the period 2016.

The figures that were the subject of study, show that the decisions taken originated an increase in the value of the company. It examines the policy of indebtedness and leverage through the issuance of shares and corporate bonds. To elaborate the proposals for the generation of value for the company Alicorp, the market of the sector of a new line of business was analyzed in which Alicorp has no participation and thus can meet the objective established by the company for the following years.

Finally, proposals and recommendations are proposed that Alicorp has to execute to improve the performance of its operational and financial management.

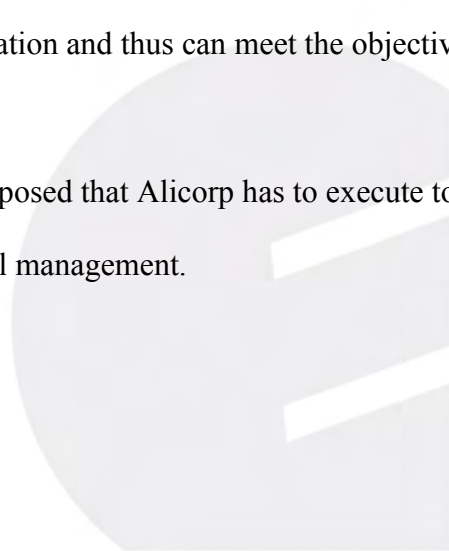
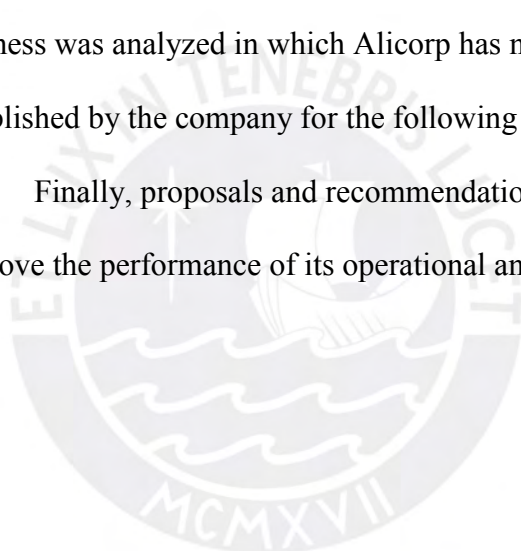


Tabla de Contenidos

Lista de Tablas	iv
Lista de Figuras.....	vii
Capítulo I: Análisis del Sector	1
1.1. Cuantificación de Mercado. Crecimiento y Tendencias.....	1
1.1.1. Crecimiento del mercado de consumo masivo global y en el Perú.....	2
1.1.2. Tendencias del mercado de consumo masivo global y en el Perú	4
1.2. Composición y Estructura Financiera del Sector	7
1.3. Análisis Financiero y Comparable del Sector de Consumo Masivo	10
1.3.1. Ratios de liquidez	10
1.3.2. Ratios de gestión	13
1.3.3. Ratios de solvencia.....	16
1.3.4. Ratios de deuda financiera	19
1.3.5. Ratios de rentabilidad.....	21
1.4. Conclusiones.....	24
Capítulo II: Análisis de la Empresa	26
2.1. Descripción de la Empresa	26
2.1.1. Breve historia.....	26
2.1.2. Estrategia de la empresa.....	29
2.1.3. Breve descripción de productos y servicios.	31
2.1.4. Breve descripción de los planes de la empresa	32
2.1.5. Objetivos estratégicos.....	33
2.2. Análisis de la Estructura de Capital.....	35
2.2.1. Estructura de capital óptima y análisis de riesgos.....	35
2.2.2. Análisis de posible emisión de acciones o recompra de acciones.....	43

2.2.3. Análisis de posible emisión de deuda y categorización de riesgo de la misma (análisis de posible adquisición de deuda con intermediarios bancarios).....	49
2.3. Análisis de Capital de Trabajo.....	52
2.3.1. Óptimos del capital de trabajo.....	52
2.3.2. Planteamiento de la línea de crédito eficiente. Propuesta de financiamiento a corto plazo.....	54
2.4. Análisis de Valor.....	55
2.4.1. Valorización de la empresa.....	55
2.5. Conclusiones.....	69
Capítulo III: Plan Financiero.....	72
3.1. Objetivos y Metas del Plan.....	72
3.2. Propuestas.....	73
3.2.1. Reducción del costo de deuda.....	73
3.2.2. Inversión en una nueva línea de negocio.....	74
3.2.3. Eficiencias operativas e indicadores de gestión.....	85
Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones.....	87
4.1. Conclusiones.....	87
4.2. Recomendaciones.....	89
Referencias.....	91

Lista de Tablas

Tabla 1 Ratios de Alicorp Comparables con las Principales Compañías de Consumo Masivo del Perú para el Año 2016 (en %).....	23
Tabla 2 Estructura del Directorio de Alicorp.....	30
Tabla 3 Estructura Alta Gerencia de Alicorp.....	30
Tabla 4 Posicionamiento de Alicorp por Categorías de Productos.....	32
Tabla 5 Ingresos de Alicorp por Línea de Negocio	32
Tabla 6 Ratio de Ebitda/Interés.....	38
Tabla 7 Metodología para Estimar el WACC.....	39
Tabla 8 Elementos de Estructura de Capital (Drivers)	40
Tabla 9 Relación de Drivers de Estructura de Capital	41
Tabla 10 Estructura de Capital Óptima para la Empresa Alicorp S.A.A.....	43
Tabla 11 Principales Accionistas de Alicorp	46
Tabla 12 Estructura de Capital de Alicorp.....	46
Tabla 13 Medidas de Valor de Mercado	48
Tabla 14 Capital de Trabajo.....	53
Tabla 15 Indicadores de Gestión del Capital de Trabajo	53
Tabla 16 Capital de Trabajo Óptimo	54
Tabla 17 Indicadores de Gestión Propuestos del Capital de Trabajo	54
Tabla 18 Supuestos del Crecimiento de la Producción Nacional (PBI) de Perú, del Consumo Privado y Sector Agrícola.....	57
Tabla 19 Supuestos de los Ingresos por Venta por Unidad de Negocio en Perú.....	57
Tabla 20 Supuestos de los Ingresos por Ventas Consolidado.....	59
Tabla 21 Supuestos de los Ingresos por Ventas por Unidad de Negocio	59

Tabla 22	Supuestos de la Estructura de Costo Respecto a los Ingresos por Ventas por País.....	60
Tabla 23	Supuestos de la Estructura de Costo de Ventas Respecto a los Ingresos por Ventas por Unidad de Negocio	61
Tabla 24	Supuestos de la Estructura de los Gastos de Ventas y de Distribución Respecto a las Ventas Totales por País.....	61
Tabla 25	Supuestos de la Estructura de los Gastos Administrativos Respecto a las Ventas Totales por País.....	62
Tabla 26	Supuestos de la Estructura de los Gastos de Ventas y de Distribución y de los Gastos Administrativos Respecto a las Ventas por Unidad de Negocio.....	62
Tabla 27	Supuestos Proyecciones de Capex.....	63
Tabla 28	Supuesto de la Tasa de Descuento.....	64
Tabla 29	Valorización de Alicorp.....	65
Tabla 30	Distribución de dividendos del 2012 al 2016	66
Tabla 31	Valorización precio de la acción.....	67
Tabla 33	Supuestos de Comportamiento de los Inputs de Valor.....	68
Tabla 34	Resumen Estadístico del Valor de la Acción.....	69
Tabla 35	Sensibilidad del Valor de la Acción	69
Tabla 36	Escenarios del Costo de Deuda Antes de Impuestos	74
Tabla 37	Producción Láctea en Perú por Sector Industrial (en Toneladas).....	76
Tabla 38	Lista de Productos Lácteos de Laive	77
Tabla 39	Lista de Marcas y Productos de Gloria en el Rubro Lácteos.....	79
Tabla 40	Valorización de Nueva Unidad de Negocio Lácteo Laive	81
Tabla 41	Proyección de Ingresos de Nueva Unidad de Negocio Lácteos	84
Tabla 42	Proyección de Ingresos de Nueva Unidad de Negocio Lácteos	85

Tabla 43 Comparación de Ratios de Gestión.....	85
Tabla 44 Ciclo de Conversión de Efectivo de las Principales Empresas del Sector.....	86



Lista de Figuras

Figura 1. Participación de las ventas de las empresas de consumo masivo en el Perú, del 2012 al 2016.	2
Figura 2. Ventas totales de las empresas de consumo masivo en el Perú (expresado en miles de soles), del 2012 al 2016.	4
Figura 3. Estructura del estado de situación financiera de las principales empresas del sector de consumo masivo en el Perú, de 2012 al 2016.....	9
Figura 4. Estructura de los activos y pasivos del sector de consumo masivo en el Perú al 2016.	10
Figura 5. Ratio de liquidez general o liquidez corriente de las principales empresas de consumo masivo.	11
Figura 6. Ratio de liquidez relativa o prueba ácida de las empresas de consumo masivo.....	12
Figura 7. Ratio de capital de trabajo de las empresas de consumo masivo, del 2012 al 2016.	13
Figura 8. Rotación de cuentas por cobrar y días de ventas en cuentas por cobrar de las principales empresas del sector del Perú, del 2012 al 2016.	14
Figura 9. Rotación y días de cuentas por pagar de las principales empresas del sector del Perú, del 2012 al 2016.	14
Figura 10. Rotación de inventario y días de inventario en stock de las principales empresas del sector de Perú, del 2012 al 2016.	15
Figura 11. Ratio de grado de endeudamiento de las empresas de consumo masivo en el Perú, del 2012 al 2016.	16
Figura 12. Ratio de grado de propiedad de las empresas de consumo masivo en el Perú, del 2012 al 2016.	17
Figura 13. Ratio de cobertura de gastos financieros de las empresas de consumo masivo en el Perú, del 2012 al 2016.	17

Figura 14. Ratio de endeudamiento patrimonial de las principales empresas de consumo masivo en el Perú, del 2012 al 2016	19
Figura 15. Composición de la deuda financiera de la empresa Alicorp, del 2012 al 2016.....	20
Figura 16. Ratio de deuda financiera sobre ebitda de las empresas Alicorp, Gloria y Laive, de 2012 al 2016.	21
Figura 17. Ratio de deuda financiera neta sobre ebitda de las empresas Alicorp, Gloria y Laive, de 2012 al 2016.	21
Figura 18. Ratios de rentabilidad de las principales empresas de consumo masivo en el Perú, del 2012 al 2016.	22
Figura 19. Alicorp en Latinoamérica.	29
Figura 20. Pilares estratégicos, visión, misión, código de ética y valores.	30
Figura 21. Objetivos y metas al 2021.	33
Figura 22. Pilares estratégicos de Alicorp.	34
Figura 23. Estructura de capital, último 5 años.	36
Figura 24. Pasivos financieros corto y largo plazo (millones S/).	37
Figura 25. Ratio Deuda financiera / ebitda.	38
Figura 26. Rating crediticio.	42
Figura 27. Comportamiento del precio de la acción de Alicorp S.A.A.	47
Figura 28. Grado de endeudamiento en % pasivo total / activo total (millones S/).	50
Figura 29. Pasivos financieros por tipo de deuda	51
Figura 30. Días promedio de capital de trabajo de la empresa Alicorp.....	53
Figura 31. Ingresos de Laive S.A. de los años 2012 al 2016.	77
Figura 32. Ciclo de conversión de efectivo de las principales empresas del sector.	86

Capítulo I: Análisis del Sector

El sector de consumo masivo representa el mercado de los productos básicos de la canasta familiar, tales como alimentos, bebidas, lácteos, útiles de aseo personal y del hogar. Su evolución se relaciona directamente con el nivel de ingresos de las familias generado por el nivel de empleo.

En este capítulo se presentará la información relacionada con el mercado nacional y regional, bajo la perspectiva del sector de consumo masivo; posterior a ello, se analizará la información financiera de Alicorp y sus comparaciones (*benchmarking*) con sus principales competidores.

1.1. Cuantificación de Mercado. Crecimiento y Tendencias

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), en su reporte de inflación de marzo de 2017, informó que la economía peruana medida a través del Producto Bruto Interno (PBI), a precios constantes de 2007, registró un crecimiento de 3.9 % en el 2016, manteniendo así la tendencia de crecimiento que se observó durante los últimos 18 años. El crecimiento del 2016 muestra una recuperación respecto a los dos años anteriores (2015: 3.3 % y 2014: 2.4 %); no obstante, se evidenció un menor nivel en el promedio registrado en el periodo 2010-2015, que fue 4.8 %. Por su parte, el sector manufactura registró un crecimiento anual de 1.76 % determinado por la mayor actividad del subsector fabril primario que aumentó 5.13 %; seguido del segundo subsector fabril no primario, que creció 0.74 %.

Por su parte, el sector manufactura registró un crecimiento anual de 1.76% determinado por la mayor actividad del subsector fabril primario que aumentó 5.13% seguido del segundo subsector fabril no primario que creció 0.74 %.

En la Figura 1, se observa que el sector de productos masivos está concentrado en cuatro empresas peruanas, siendo Alicorp la compañía que lidera el mercado, con una participación de 38 % en cuanto al nivel de ventas en Perú (2016); seguido de las empresas

Gloria, Lindley y Laive, con 33 %, 24 % y 5 % respectivamente. En esta línea, se evidencia una limitada amenaza de ingreso de nuevos competidores, debido a la concentración que existe y la importante inversión que se requiere en plantas productoras y redes, canales de distribución masiva propios del sector.

La compañía opera en una industria altamente competitiva, en base a precio, innovación y calidad de producto, reconocimiento de marca, eficacia del *marketing*, y capacidad para identificar y satisfacer las necesidades y preferencias del consumidor. Los principales competidores regionales son: Mondelez, Unilever, Nestlé, Procter & Gamble y Carozzi (Alicorp, 2017, p.16).

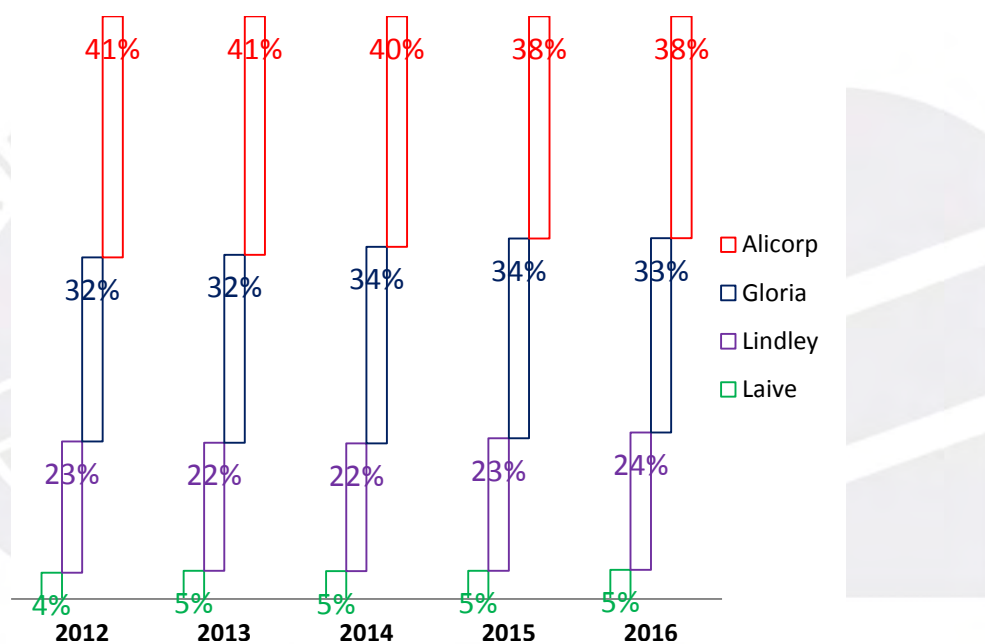


Figura 1. Participación de las ventas de las empresas de consumo masivo en el Perú, del 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

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

La desaceleración de la demanda interna no pasó desapercibida, el decrecimiento de la misma, al año 2016, descendió a 1.2 %, en comparación del año 2012, cuya cifra fue de 6.9 %; lo cual repercutió en el mercado de consumo masivo en el año 2016. Los principales afectados fueron los niveles socioeconómicos más bajos. El consumidor peruano, ante un

nivel de incertidumbre económica, opta por la restricción del gasto. De acuerdo con la información brindada de la firma Apoyo Consultoría, se precisa que las amas de casa de los niveles D y E destinaron hasta un 50 % de sus ingresos para la compra de alimentos; es por ello que necesariamente tuvieron que reducir el gasto (Semana Económica, 2016)

Según el estudio realizado por Kantar Worldpanel, el mercado de consumo masivo mostró una actitud conservadora en el primer trimestre del 2017 (El Comercio, 2017). La encuesta revela un decrecimiento del 4.5 % en volumen y 1.1 % en valor, en comparación con el trimestre anterior. Sin embargo, las ventas de Alicorp, en el primer trimestre, crecieron un 10.6 %, así como los demás indicaciones financieros, como ebitda, utilidad neta, entre otros.

En la Figura 2, se muestra que el mercado de productos de consumo masivo, medido a través de las ventas de las cuatro principales empresas en el Perú, mantuvo su tendencia de crecimiento en el periodo 2012-2016; no obstante, en el 2015 y 2016, ambos con 3 %, fue menor a lo registrado en el 2013 y 2014, donde se obtuvo un crecimiento de 6 % y 5 %, respectivamente. Este crecimiento menor refleja la ralentización del mejoramiento de la economía peruana. A nivel individual, las cuatro empresas también vieron crecer su nivel de ventas de manera consecutiva, con excepción de Alicorp que, en el 2014, sus ventas ascendieron a 3'926,549 miles de soles, y en el 2015, 3'913,878 miles de soles; por ende, se registró una leve

disminución.

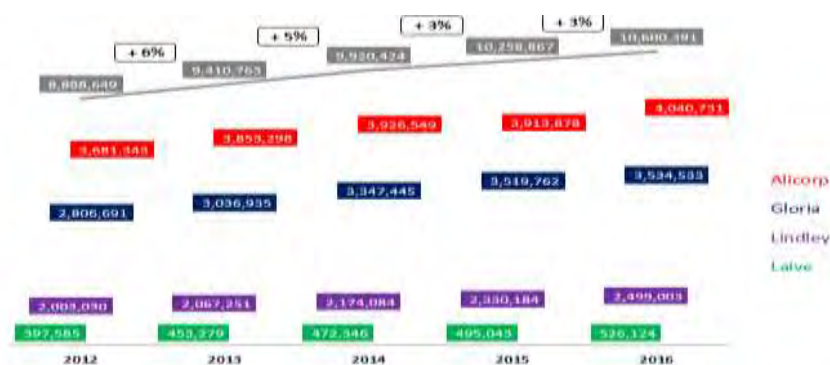


Figura 2. Ventas totales de las empresas de consumo masivo en el Perú (expresado en miles de soles), del 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

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

El BCRP, en su reporte de inflación de marzo 2017, estimó que el crecimiento mundial pasaría de 3 % en 2016 a 3.4 % y 3.5 % para los años 2017 y 2018, respectivamente. Para la economía peruana, calcula un menor dinamismo por los retrasos en diferentes megaproyectos de inversión de infraestructura, en el contexto de casos de corrupción que aún son materia de investigación, así como por los impactos negativos relacionados al fenómeno El Niño; lo cual afectaría la evolución de los sectores agropecuario, pesca, manufactura primaria y servicios. No obstante, lo que para algunos sectores la desaceleración económica y el efecto del fenómeno El Niño es un problema; para otros sectores, como el de construcción (sector importante que dinamiza la economía en su conjunto generando empleo), se convierten en oportunidades, las mismas que se materializarán cuando se inicie el proceso de reconstrucción de las ciudades afectadas. En el caso del BCRP, la entidad proyecta que el sector construcción revertiría la contracción de 3.1 %, obtenida en el 2016, a 1.8 % y 6 %, para 2017 y 2018, respectivamente.

Fidel La Riva, *country manager* de Kantar Worldpanel, indicó que El Niño costero ha tenido una ligera influencia en sus expectativas de crecimiento del consumo para el 2017, las que ahora se han estimado en -1 % y cuya curva positiva se verá a partir del último trimestre. Esta situación debería mejorar en el 2018, año en el que el consumo de los peruanos crecería entre 2 % y 5 % (El Comercio, 2017).

Un hecho de importancia que influirá de manera negativa en la evolución del sector, principalmente el de los productos lácteos, es que Gloria S.A. —la segunda empresa con mayor participación de mercado en nivel de ventas— se ha visto envuelta en un proceso sancionador por parte de la Dirección General de Salud (Digesa) y del Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi), debido

a publicidad engañosa respecto al contenido de su producto lácteo, leche evaporada Pura Vida (Gestión, 2017).

Robert Priday, CEO de Gloria S.A., señaló —en una entrevista conferida a la revista *Semana Económica*— que la empresa presenta un descenso en sus ventas de 14 %, cifra que representó la participación del mercado antes del escándalo ocurrido. Esta baja en las ventas será tangible debido que la Comisión de Protección al Consumidor N.º 2 de Indecopi dictó una medida cautelar para inmovilizar y cesar la comercialización de todos los lotes del producto Pura Vida a nivel nacional, la cual la empresa Gloria ha acatado. Asimismo, se mencionó que se encuentra expuesta a recibir multas hasta por S/4.6 millones, -S/1.8 millones por competencia desleal en lo que refiere a publicidad engañosa, y S/2.8 millones por protección al consumidor al violar el deber de información y el principio de idoneidad, según señaló Martín Serkovic, socio del Estudio Olaechea, en la mencionada revista.

A nivel internacional, en Panamá, país que develó esta crisis, ordenó el cambio de etiqueta para que se ajuste al contenido del producto; en el caso de Bolivia, el país suspendió la exportación del producto, sumado a las noticias reportadas por diversos medios de comunicación mundial. A nivel global, el sector se consolida más por el crecimiento inorgánico de las empresas, comprando líneas de negocio de sus similares, que por la entrada de nuevos competidores; debido a la concentración y a la alta inversión requerida en activos y canales de distribución. Una de las noticias más relevantes, suscitada en el presente año, fue la intención de compra de la empresa Unilever por parte de la compañía estadounidense Kraft Heinz, por un importe de USD 143,000 millones. Esta oferta fue rechazada por Unilever aduciendo que subvalora fundamentalmente a la compañía. A los dos días siguientes de hacer público su intención de comprar la compañía Unilever, Kraft Heinz retiró su oferta (Gestión, 2017).

A nivel global, el sector se consolida más por el crecimiento inorgánico de las empresas comprando líneas de negocio de sus similares que la entrada de nuevos competidores debido a la concentración y a la alta inversión requerida en activos y canales de distribución. Una de las noticias más relevantes suscitada en el presente año fue la intención de compra de la empresa Unilever por parte de la compañía estadounidense Kraft Heinz por USD 143,000 millones, oferta que fue rechazada por Unilever aduciendo que “subvalora fundamentalmente” a la compañía. A los dos días siguientes de hacer público su intención de comprar la compañía Unilever y el cual fuera rechazado, Kraft Heinz retiró su oferta. (Gestión, 2017).

Juntar a Kraft Heinz y Unilever crearía una compañía con ventas combinadas de USD 84,800 millones el año pasado. Esa cifra ocuparía el segundo lugar entre las firmas de alimentos y bebidas después de los USD 91,200 millones de Nestlé S.A., según datos compilados por Bloomberg. Unilever mencionó que la propuesta representaba una prima del 18 % respecto del precio de cierre de la acción. Los analistas de Berenberg adujeron que tal valuación implicaría múltiplos de tres veces las ventas y veintiún veces las ganancias, algo que les parece muy bajo (El Comercio, 2017).

Las cifras publicadas al cierre de 2016, que fijaban las proyecciones acerca del crecimiento del consumo en América Latina, no eran muy alentadoras; uno de los principales factores fue el entorno mundial, como las elecciones en los EE. UU.; la temerosa recesión de la economía China, y la decisión de Reino Unido de decidir su “divorcio” de la Unión Europea. Por consiguiente, es claro que ninguna firma se arriesgue a especular que el consumo en la región latinoamericana iba a ser positiva.

En la publicación de *Gestión* “Consumo en América Latina y en Perú: ¿se esperan proyecciones auspiciosas?”, que citó las cifras del estudio realizado por Kantar Worldpanel, se precisó lo siguiente:

El consumo masivo crecerá en América Latina 2.3 %, prevé el estudio Road Trip Latam 2016. En el 2015, este indicador repuntó en 6.6 %. Kantar Worldpanel analiza las principales tendencias y opiniones de más de 10,000 consumidores de la región. Brasil, Perú y México se vislumbran como los países que frenarán su gasto este año, a diferencia de Venezuela en que se espera un mayor gasto. En cambio, Colombia se mantendrá estable.

La percepción sobre la situación económica del país y, a nivel personal, cae a niveles del 2009. Así: Colombia (72 %), Venezuela (70 %) y Brasil (68 %) piensan que su situación será peor.

La otra cara de la moneda respecto a las percepciones es para Argentina, Perú y Bolivia que se muestran positivos frente a contextos adversos.

En términos de confianza, los latinos confían en la familia (80 %), los amigos (37 %) y la iglesia católica (23 %).

Las principales preocupaciones en la región son la inseguridad/violencia (52 %), aumento de precios (46 %) y una crisis económica (45 %). Asimismo, la preocupación por una crisis económica ganó importancia en comparación al 2013 en todos los países.

1.2. Composición y Estructura Financiera del Sector

La estructura financiera o de capital de una empresa es la distribución financiera de sus recursos de financiación. En la cuestión de la estructura de capital, para Ross, Westerfield y Jordan (2010), se entiende que el principio que rige es elegir el curso de acción que maximice el valor. Sin embargo, cuando se trata de decisiones, en esencia, esto equivale a maximizar el valor de toda la empresa; por esta razón, aquí se tiene que encuadrar el análisis en términos de valor.

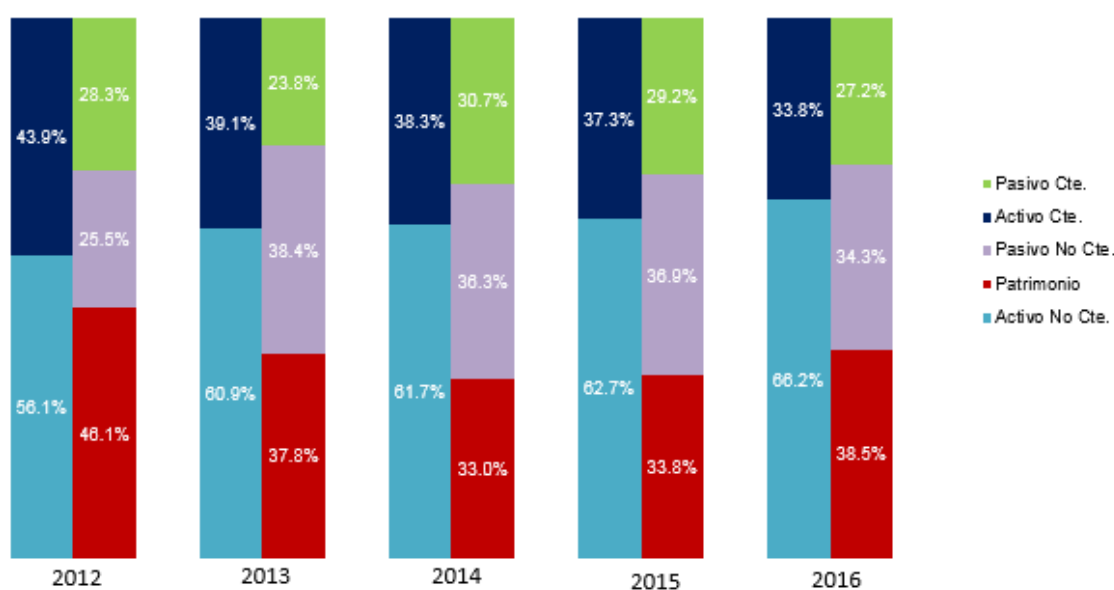
Para entender el análisis que posteriormente de explicará mediante ratios financieros, se determina primero qué es un estado financiero. Los estados financieros constituyen una representación estructurada de la situación financiera, del rendimiento de la empresa y de los flujos de efectivo que sean útiles para una amplia variedad de usuarios al momento de tomar decisiones económicas. Tales estados muestran la gestión realizada por los administradores con los recursos que se les ha confiado. Para cumplir este objetivo, los estados financieros suministran información acerca de los siguientes elementos de la empresa: activos, pasivos, patrimonio neto, gastos e ingresos, otros cambios en el patrimonio neto y flujos de efectivo. Un conjunto completo de estados financieros está compuesto por: estado de situación financiera, estado de resultados, estado de cambios en el patrimonio neto, estado de flujo de efectivo y notas a los estados financieros (International Financial Reporting Standards, 2017).

Por otro lado, el balance se compone por el activo, pasivo y patrimonio neto. Según el marco conceptual, el activo son los recursos controlados por la empresa como resultado de sucesos pasados de los que se espera obtener beneficios económicos. Estos se muestran en el balance de acuerdo con su liquidez, es decir, en función de la facilidad que tiene un bien de convertirse en dinero. Asimismo, se divide en corriente y no corriente, que son menores y mayores a un año, respectivamente. En cuanto al pasivo, es una obligación presente de la empresa, surgida de eventos pasados. Para pagarla, la empresa espera desprenderse de recursos que incorporan beneficios económicos; se muestran en el balance de acuerdo con su exigibilidad, es decir, de menor a mayor plazo de vencimiento de pago, y se divide en pasivo corriente y no corriente. Respecto al patrimonio neto, es la parte residual de la empresa una vez deducidos sus pasivos; se ordena también según su exigibilidad. Por último, el estado de resultados muestra los ingresos, gastos deducidos de las ganancias y pérdidas de la empresa.

Para poder conocer la estructura de capital del sector de consumo masivo, primero se analizaron, de manera conjunta, los estados de situación financiera consolidados de las cuatro

principales empresas (Alicorp, Gloria, Laive y Lindley). Se obtuvo que el activo corriente y no corriente del sector representó el 33.8 % y 66.2 % del total de activos de 2016, como se muestra en la Figura 3. El efectivo y equivalente de efectivo no llegó al 3 %. Los inventarios representaron el 14.8 %; las propiedades, plantas y equipos, el 47.5%, y las cuentas por cobrar comerciales, el 15.1 % del total del activo, como se observa en la Figura 4.

De la misma forma, el pasivo corriente y no corriente del sector representa el 27.2 % y 34.3 % del total de pasivos de 2016, según la Figura 3. Está compuesto principalmente por deuda financiera y comercial. Los pasivos financieros representan el 53.9 %; las cuentas por pagar comerciales, el 31.2 %, y el pasivo por impuesto diferido y otros pasivos, menos del 9 % del total. El porcentaje de las obligaciones financieras sigue siendo alto, a pesar de haber disminuido en el último año, y el crédito con proveedores ha permanecido constante en los



últimos dos años, como se observa en la Figura 5.

Figura 3. Estructura del estado de situación financiera de las principales empresas del sector de consumo masivo en el Perú, de 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

En la Figura 3, se compara la estructura del balance de las empresas, obteniendo un comportamiento uniforme en el sector. Si bien el 2012 tuvo una menor dependencia de las

obligaciones, a largo plazo, con los acreedores, no sucedió lo mismo con el resto de años; de 25.5 % en el 2012 a 34.3 % en el 2016. A su vez, se observa que los recursos corrientes cubrieron las deudas a corto plazo, excepto por el último año, que ligeramente se ha excedido en sus recursos.

Por otro lado, la Figura 4 muestra la composición de los activos y pasivos de corto y largo plazo de las empresas del sector, del año 2016. En este caso, los recursos de las empresas estuvieron compuestos principalmente por activo fijo; y más de la mitad de los pasivos, por obligaciones financieras.



Figura 4. Estructura de los activos y pasivos del sector de consumo masivo en el Perú al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

1.3. Análisis Financiero y Comparable del Sector de Consumo Masivo

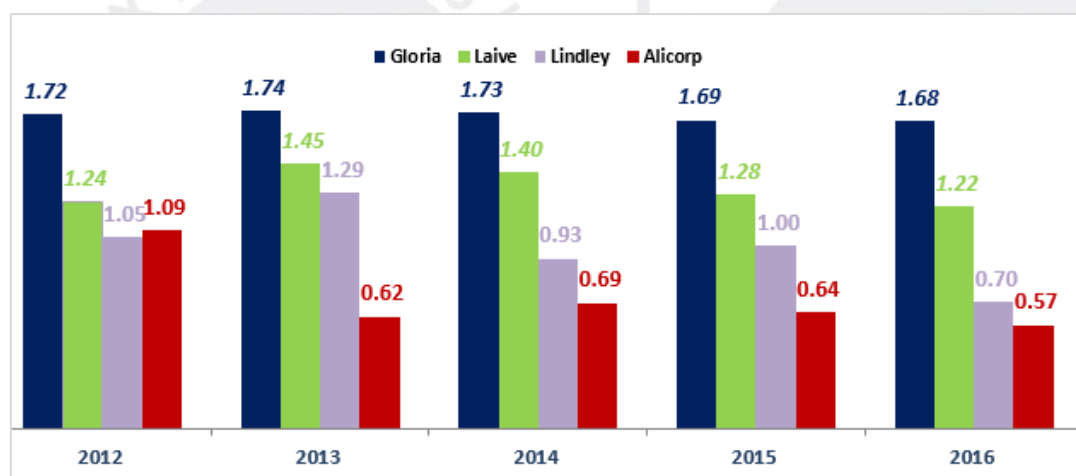
1.3.1. Ratios de liquidez

Los ratios de liquidez miden la capacidad de la empresa de generar los flujos de efectivo, que derivan del ciclo operativo para afrontar sus obligaciones de pago menores a un año. Este ciclo de una empresa está definido por el fondo de maniobra de liquidez, la composición del activo corriente (inventarios y cuentas por cobrar) y las deudas a corto plazo. Según Ross et al. (2012), las razones de liquidez o solvencia a corto plazo son un grupo cuyo propósito es proporcionar información sobre la liquidez de una empresa; algunas veces estas razones se les conoce como medidas de liquidez. La preocupación primordial es la capacidad

de la empresa de pagar sus cuentas a corto plazo sin estrés; en consecuencia, estas razones se enfocan en los activos y los pasivos circulantes.

Liquidez general o liquidez corriente. El índice de liquidez general relaciona los activos corrientes frente a los pasivos de la misma naturaleza, es decir, indica el grado de cobertura que tienen los activos de mayor liquidez sobre las obligaciones de menor vencimiento o mayor exigibilidad. La razón circulante es una medida de la liquidez a corto plazo, ya que, en principio, los activos y pasivos circulantes se convierten en efectivo durante los doce meses siguientes (Ross et al., 2012).

La liquidez corriente se mide en número de veces, la razón se obtiene del activo corriente respecto a los pasivos corrientes y puede tomar dos resultados: menor a 1, indica que la empresa cuenta con los recursos corrientes suficientes para afrontar sus deudas a corto



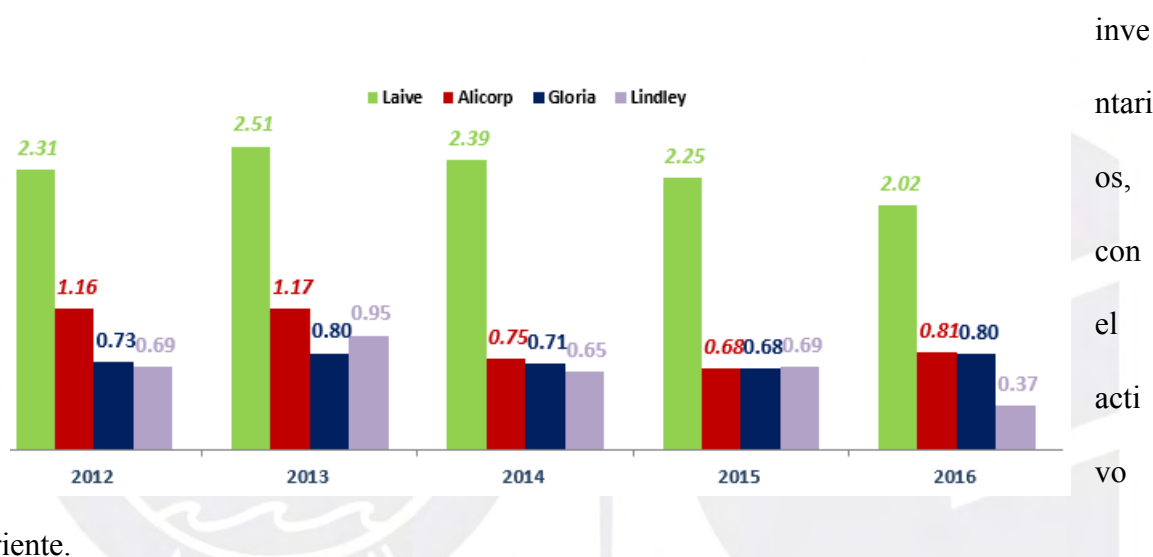
os corrientes no cubren las deudas a corto plazo.

Figura 5. Ratio de liquidez general o liquidez corriente de las principales empresas de consumo masivo. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

En la Figura 5, se muestra que dos de las cuatro principales empresas de consumo masivo, al registrar ratios mayor que uno, cuentan con mayores recursos corrientes respecto a sus deudas a corto plazo, de manera consistente en el tiempo; sin embargo, las otras dos, no

tienen sus pasivos circulantes cubiertos en el último año. Se observa, además, que no existe consistencia a través del tiempo.

Liquidez relativa o prueba ácida. Este indicador es más exigente en el análisis de liquidez, debido que descarta el valor del inventario, que es relativamente líquido frente al efectivo. Su lectura es en número de veces, normalmente es menor a uno y suele estar en niveles de 0.5 a 0.7, lo cual no debe interpretarse como iliquidez; ya que se cuenta con inventarios que deben ser vendidos y generar ingresos en los siguientes meses. Si se desea ser más exigente en el análisis de liquidez, se descartan del índice los activos de más difícil realización para obtener un coeficiente que compara el activo corriente deducidos de los



corriente.

Figura 6. Ratio de liquidez relativa o prueba ácida de las empresas de consumo masivo. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

En la Figura 6, se evidencia que, una de las cuatro principales empresas de consumo masivo, registró niveles por encima del promedio de los niveles recomendados para mantener entre 0.5 a 0.7 veces los activos corrientes (sin inventario) respecto a las deudas a corto plazo. En el caso de Laive, la situación cambia en cuanto a la liquidez corriente.

Capital de trabajo. El capital de trabajo se refiere a aquel nivel de activos y pasivos relacionados con actividades a corto plazo del negocio. El ratio es un indicador de lo que le

queda a la empresa después de pagar sus deudas inmediatas. Es la diferencia entre el activo corriente y pasivo corriente; a diferencia de la razón de liquidez general, el capital de trabajo se mide en dólares.

La Figura 7 muestra que dos de las cuatro principales empresas del sector son las que tienen una mejor respuesta ante el pago total de sus deudas. El que la razón sea elevada, en el caso de Alicorp, no necesariamente quiere decir que tiene mayor liquidez, sino que, tal vez, no se está siendo eficaz en el uso de los recursos.

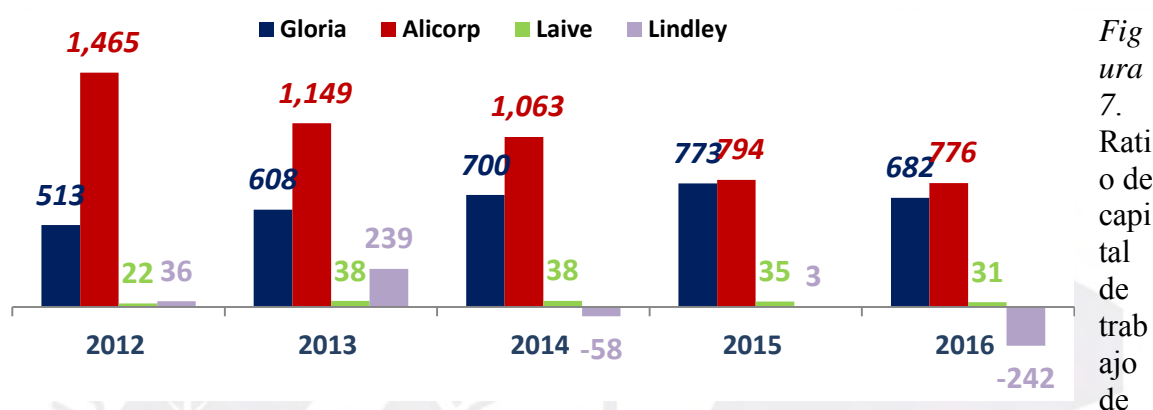


Figura 7. Ratío de capital de trabajo de

las empresas de consumo masivo, del 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

1.3.2. Ratios de gestión

Rotación de cuentas por cobrar y días de ventas en cuentas por cobrar. Según Ross et al. (2012), este ratio indica con qué rapidez es posible cobrar las ventas. La rotación de cuentas por cobrar se define dividiendo las ventas entre el promedio de cuentas por cobrar. Esta razón tiene más sentido si se le convierte en días; de esta manera, los días de ventas en cuentas por cobrar se calcula dividiendo el total de días por año, entre la rotación de cuentas por cobrar.

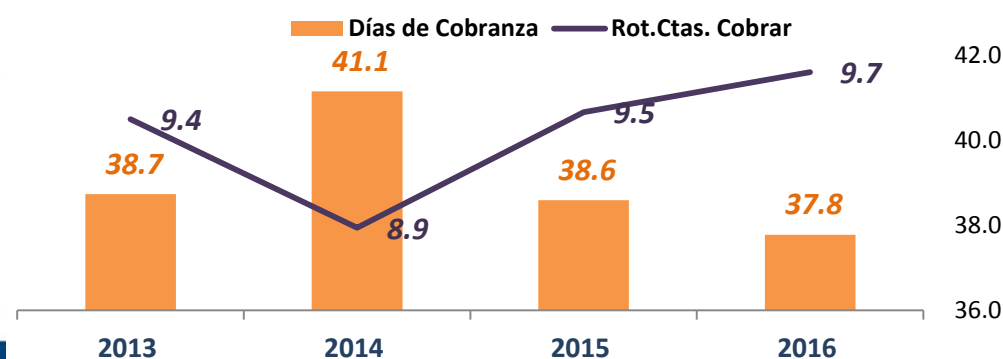


Figura 8. Rotación de cuentas por cobrar y días de ventas en cuentas por cobrar de las principales empresas del sector del Perú, del 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

La Figura 8 indica que la velocidad con la que las empresas del sector cobraron sus ventas, y han vuelto a prestar el dinero durante el último año, ha sido de 9.7 veces al año; a su vez se cobraron las ventas al crédito en 37.8 días en promedio, lo cual indica una eficiente política de créditos y cobranzas. La misma tendencia se observó en el año 2015.

Rotación de cuentas por pagar y número de días de cuentas por pagar. Según Ross et al. (2012), este ratio nos indica cuál es la rapidez en la cancelación de las cuentas. La rotación de cuentas por pagar se define dividiendo las compras entre el promedio de cuentas por pagar. Los días se calcula dividiendo el total de días por año entre la rotación de cuentas por pagar.

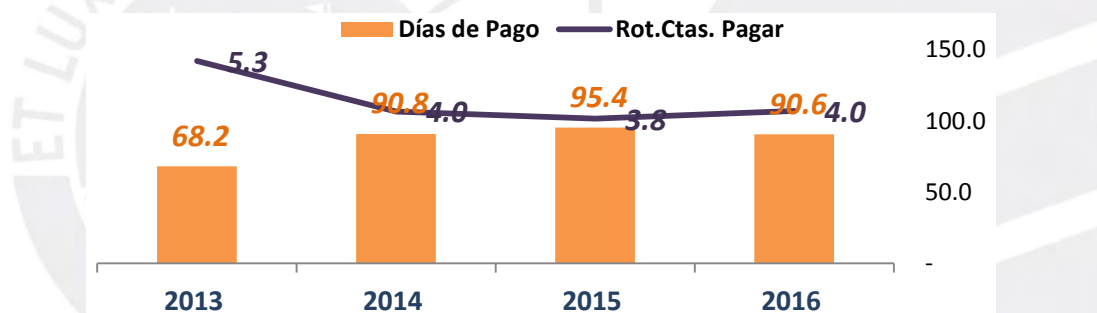


Figura 9. Rotación y días de cuentas por pagar de las principales empresas del sector del Perú, del 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

En la Figura 9, se observa que la rotación de las cuentas por pagar de las empresas del sector fue de 4.0 veces al año; por lo cual se necesitaron 90.6 días para pagar a sus acreedores. Mientras la rotación disminuye, los días para pagar las obligaciones aumentan, este es el caso de Alicorp, Laive y Gloria. Esta última presentó una tendencia contraria en el año 2016. En el caso de Lindley, el comportamiento por estos ratios no ha presentado una tendencia clara, siendo para el 2016 un aumento de la rotación y una disminución en los días de pago con respecto al 2015.

Comparando los ratios de cuentas por cobrar versus las cuentas por pagar, se observa que se cobra en menor número de días con respecto a los días que se pagan las obligaciones; sin embargo, la rotación de las cuentas por cobrar sobre las cuentas por pagar es menor. En cuanto a Alicorp y Laive, el margen de días entre la cobranza y pagos es menor, es decir, ni bien realizan el cobro de los servicios prestados, pagan a sus acreedores; para Gloria y Lindley el margen es mucho mayor.

Rotación de inventario y días de inventario en stock. Este ratio indica los días que toma en convertir en venta el inventario de la empresa. El valor óptimo es el más alto posible. Mientras mayor sea el ratio de rotación de inventarios, menor es el número de días de inventario en stock. Se obtiene de dividir el costo de ventas entre el inventario promedio, y los días por

rotación de inventarios (Chu, 2014)

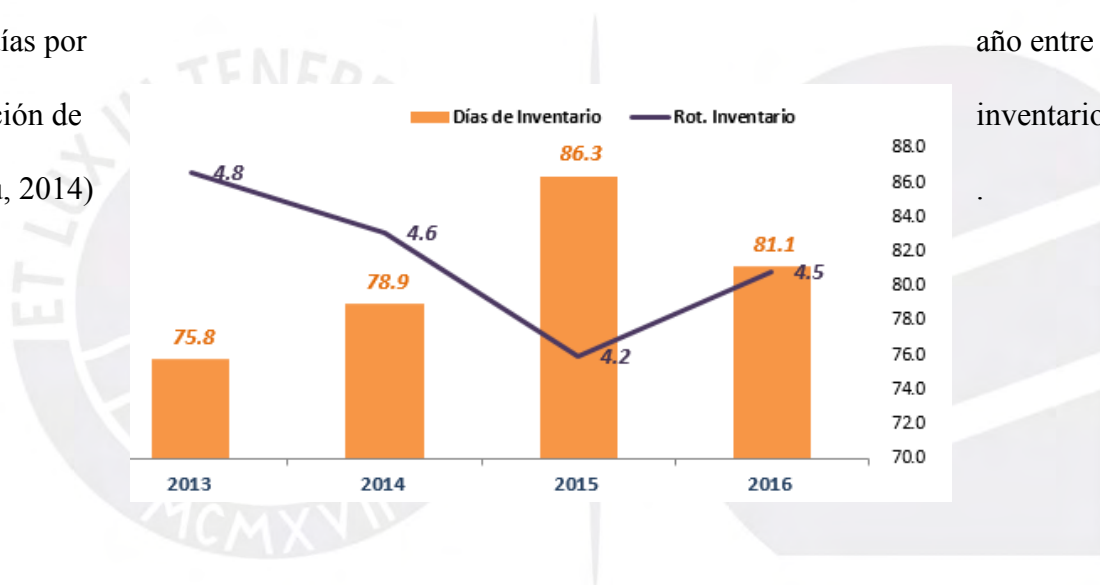


Figura 10. Rotación de inventario y días de inventario en *stock* de las principales empresas del sector de Perú, del 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

En la Figura 10, se observa que, durante el 2016, las empresas del sector vendieron su inventario o tuvieron una rotación de 4.5 veces. El tiempo promedio que llevó este proceso

fue de 81 días, lo cual indica que el inventario permanece detenido 81 días en promedio antes de que se venda.

1.3.3. Ratios de solvencia

Grado de endeudamiento. Este ratio permite medir la relación de la deuda con respecto a los recursos propios de la empresa. Se obtiene de dividir el pasivo total entre el activo total. Asimismo, señala la magnitud de la deuda con relación a los fondos propios (se mide en variación porcentual). Lo óptimo es una razón entre 40 % y 60 %.

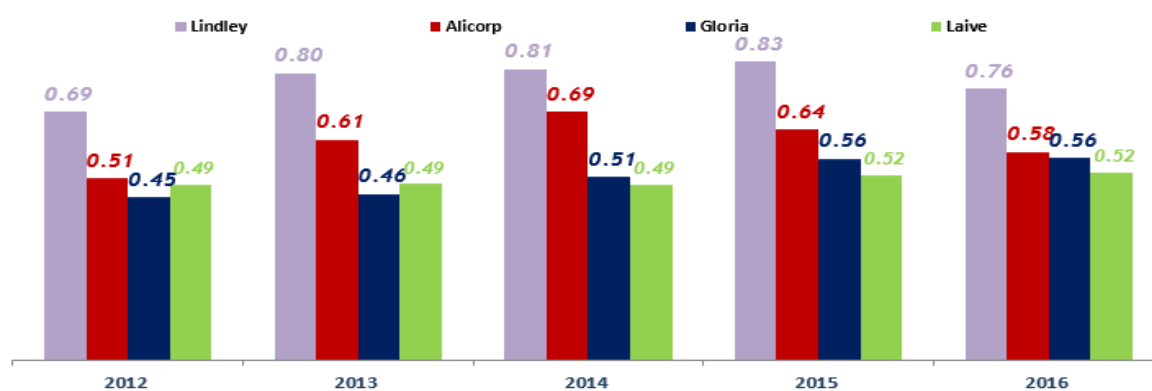
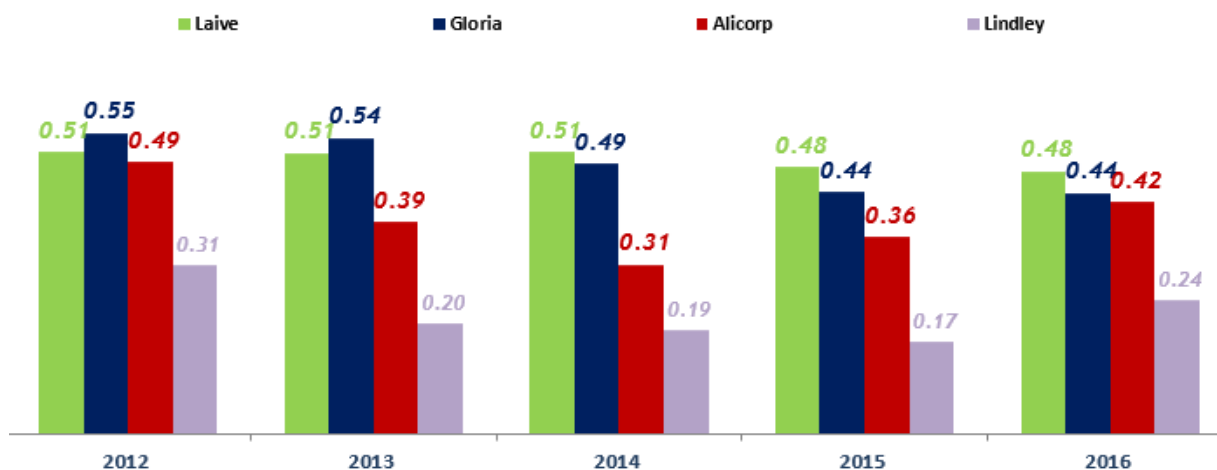


Figura 11. Ratio de grado de endeudamiento de las empresas de consumo masivo en el Perú, del 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

En la Figura 11, se indica que la empresa con mayor intensidad de deuda, con relación a sus fondos propios, fue Lindley (responde de la misma forma desde 2012 hasta el 2016). Es decir, es la empresa que más está dejando a terceros su financiación, perdiendo autonomía. Las demás empresas demostraron que los recursos propios están por encima de la deuda con terceros.

Grado de propiedad. Este indicador señala la independencia financiera que tiene la empresa para operar. Se obtiene dividiendo el patrimonio neto entre el activo total. Así, entre



más alta sea la proporción significa que existe menor endeudamiento externo.

Figura 12. Ratio de grado de propiedad de las empresas de consumo masivo en el Perú, del 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

La Figura 12 muestra que tres de las cuatro empresas presentan una mayor autonomía frente a sus acreedores, con casi el 50 % de financiamiento con capital propio. En el caso de Laive, para el año 2016, la razón fue de 0.48; lo que significa que por cada sol, 0.48 soles es de capital propio.

Cobertura de gastos financieros. El ratio de cobertura de gastos financieros es un indicador económico que señala hasta qué punto pueden disminuir las utilidades sin poner a la empresa en una situación de dificultad para pagar sus gastos financieros. Así, cuanto mayor sea el porcentaje, más utilidad recupera la empresa por la misma cantidad que incurre en gastos financieros.

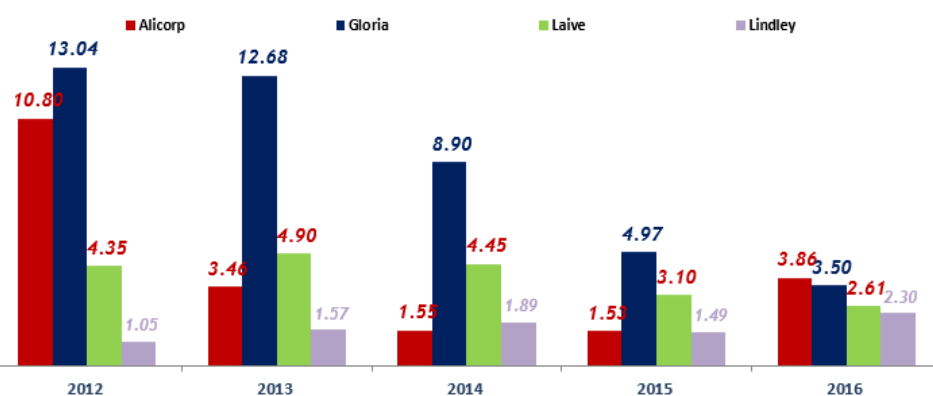
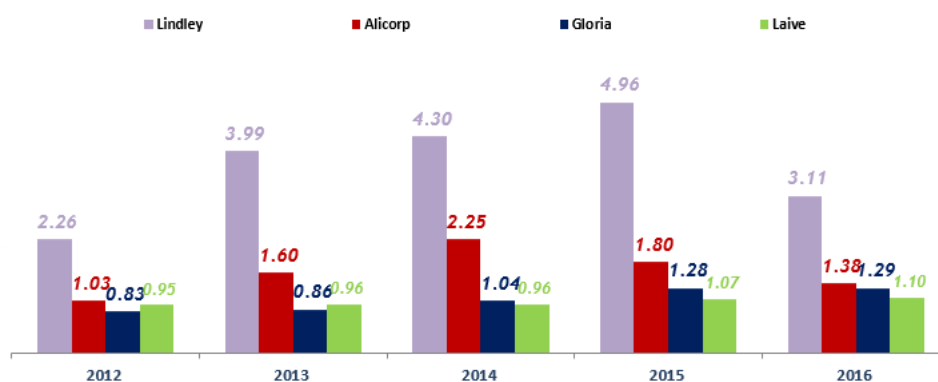


Figura 13. Ratio de cobertura de gastos financieros de las empresas de consumo masivo en el Perú, del 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

La Figura 13 muestra que Alicorp y Gloria se encuentran en mejores condiciones para atender sus obligaciones derivadas de su deuda. En el año 2016, Alicorp fue la empresa del sector que tuvo una mayor razón, lo cual indica que recuperó mayor utilidad sobre los gastos financieros en los que incurrió.

Endeudamiento patrimonial. Este ratio mide hasta qué punto el patrimonio se encuentra comprometido con sus acreedores de la empresa. Esta dependencia entre los propietarios y acreedores demuestra también la capacidad de créditos y da a conocer si la empresa se financia por recursos propios o ajenos. Se obtiene de dividir el pasivo total entre el



patrimonio neto y se lee en cantidad de veces. El valor óptimo se sitúa entre 0.67 y 1.50.

Figura 14. Ratio de endeudamiento patrimonial de las principales empresas de consumo masivo en el Perú, del 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

En la Figura 14, se observa que una de las cuatro empresas fue la que estuvo más comprometida con sus acreedores, ya que se financió con recursos ajenos. En el caso de 2016, Lindley fue la empresa con mayor razón, lo cual indica que sus acreedores financiaron sus deudas.

1.3.4. Ratios de deuda financiera

Ebitda, deuda financiera y deuda financiera neta. El término *ebitda* (*earnings before interest, tax, depreciation and amortization*) se define como el resultado de explotación en el que no se consideran los gastos por depreciación y amortización de los activos. A pesar de ser un término importado que no aparece en la normativa contable española, es muy reconocido y usado en el lenguaje financiero. La finalidad del *ebitda* es mostrar, de una manera objetiva, la ganancia o pérdida de las empresas por el ejercicio de su actividad. Solo tiene en cuenta los gastos que son reales y que efectivamente serán cancelados.

La deuda financiera de Alicorp, para el año 2016, muestra una disminución de PEN 458.0 MM (-21.9 %) con respecto al año 2015 (ver Figura 15).

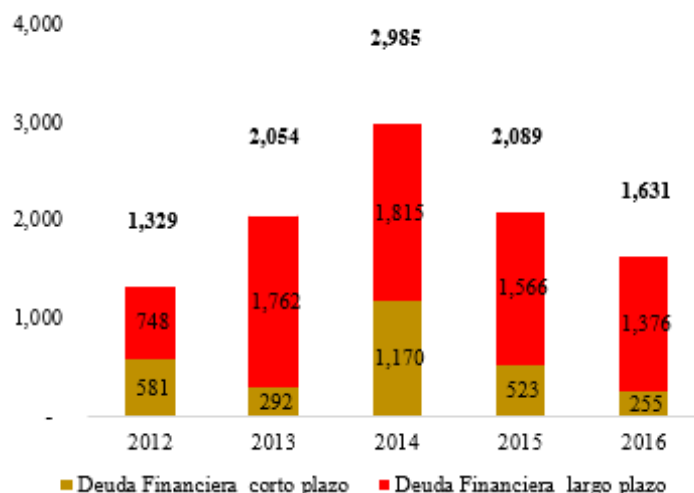


Figura 15. Composición de la deuda financiera de la empresa Alicorp, del 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

La generación en términos operativos (ebitda), en el 2016, fue de PEN, y tuvo un crecimiento de PEN 106.2 MM (+14.7 %) en relación al año 2015. Al cierre de 2016 (ver Figura 16), se evidenció un ratio de deuda/ebitda igual a 1.97 años, lo que indica que la deuda puede cubrirse en ese periodo de tiempo. En el 2015, se registró un ratio de 2.90 años; claramente existe una mejora de dicho ratio, esto sustentado en la disminución de la deuda en 22 % respecto al año 2015; la mejora en la generación de caja, y la mayor depreciación asumida a lo largo de los años, generada por las adquisiciones en maquinaria y equipo, edificios, plantas y construcciones, las cuales están en línea con las inversiones de Alicorp para lograr el crecimiento orgánico de sus marcas. Alicorp adopta como estrategia financiera la reducción de su endeudamiento y mantiene un ratio de deuda neta sobre ebitda por debajo de 2.0 veces. Se aprecia que, a finales de 2016, dicho ratio superó el objetivo trazado, logrando obtener como resultado 1.64 veces (ver Figura 17).

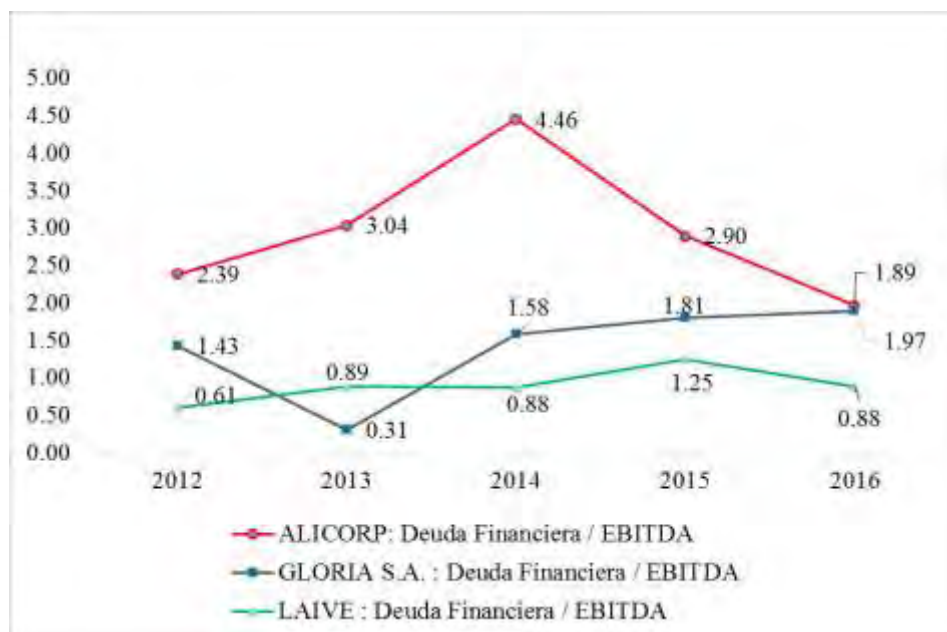


Figura 16. Ratio de deuda financiera sobre ebitda de las empresas Alicorp, Gloria y Laive, de 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

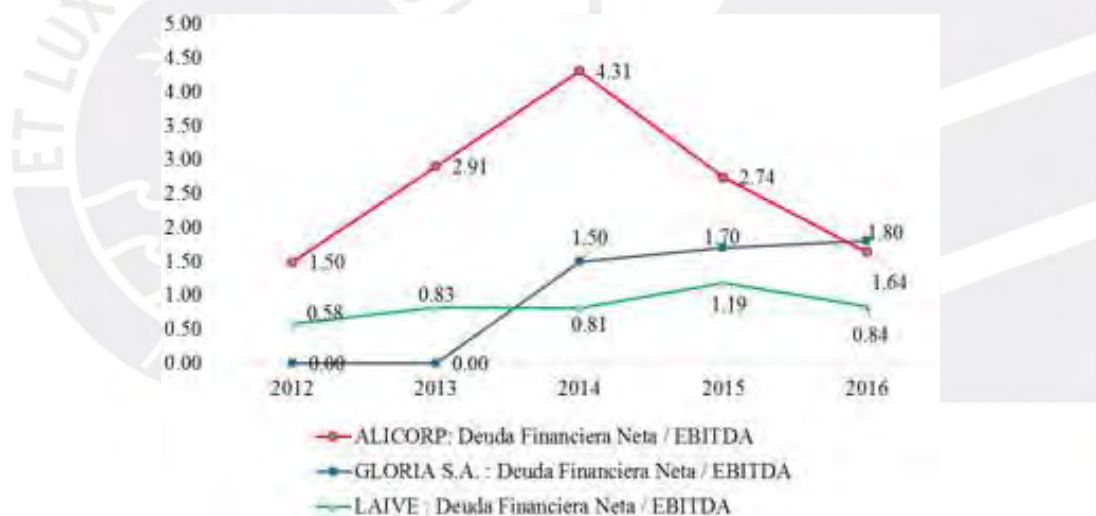


Figura 17. Ratio de deuda financiera neta sobre ebitda de las empresas Alicorp, Gloria y Laive, de 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

1.3.5. Ratios de rentabilidad

Margen bruto. Este indicador muestra la capacidad que tiene la empresa de generar ganancias en base al negocio propio, es decir, a las operaciones relacionadas con el giro económico. Se expresa en forma de porcentaje y se obtiene dividiendo la ganancia bruta entre

el total de las ventas. Según la Figura 18, las empresas tienen un buen rendimiento propio de operación. El sector tiene un promedio de 28 %; lo que quiere decir que, por cada sol que venden, 28 soles corresponden a la utilidad bruta.

Margen operativo. De la misma forma que el margen bruto, el margen operativo muestra la capacidad que tiene la empresa de generar ganancias, pero no solo de la capacidad de las operaciones de la empresa, sino también de los gastos administrativos y otros ingresos. Se expresa en porcentaje y se obtiene de dividir la utilidad operativa entre las ventas de la empresa. Según la Figura 18, por cada sol en ventas, se generó 0.11 de utilidad para el año 2016; a diferencia del margen bruto, es menor, ya que contiene los gastos administrativos y otros ingresos.

Margen neto. Este indicador muestra el resultado operacional y no operacional de la empresa. Es decir, no mide la capacidad de generar beneficios solo por la capacidad de la compañía, sino incluye otros ingresos y gastos extraordinarios. En ese sentido, si una empresa vende activos, la utilidad va a incrementar, pero no necesariamente por la capacidad de generar ingresos solo con el giro de la misma. De acuerdo con la Figura 18, por cada sol en ventas, se generó 0.05 de utilidad para el año 2016.

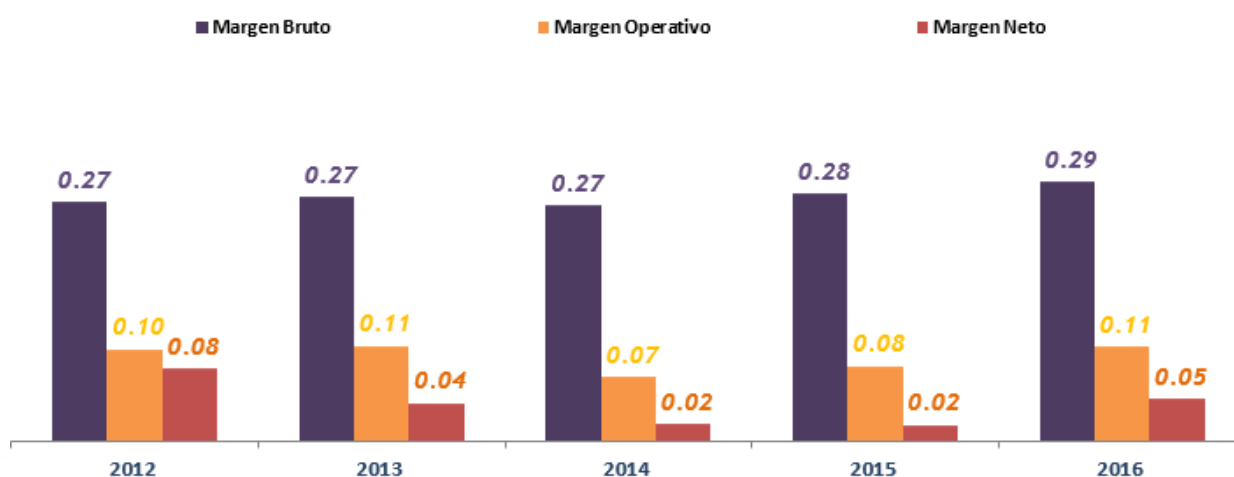


Figura 18. Ratios de rentabilidad de las principales empresas de consumo masivo en el Perú, del 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

Análisis DuPont. Para Robles (2012), el modelo DuPont es un sistema donde se combina la información de dos estados financieros: el estado de situación financiera y el estado de resultados, y en el que se calcula primero el rendimiento de los activos (ROA), el cual representa la utilidad real que genera la empresa por cada uno de los activos que posee; y segundo, el rendimiento sobre el capital (ROE), que indica la utilidad que se genera por el capital invertido en el periodo.

La Tabla 1 muestra las principales empresas que compiten con Alicorp en el Perú, donde el primer lugar lo ocupa Lindley, con un retorno de utilidad de los activos de 7.5 %; y en segundo lugar, Alicorp, con un ROA de 4.9 n%. Si se analiza la rentabilidad sobre el capital (ROE), se aprecia que Alicorp ocupa el primer lugar, con un 11.7 %.

Tabla 1

Ratios de Alicorp Comparables con las Principales Compañías de Consumo Masivo del Perú para el Año 2016 (en %)

Ratio	Alicorp	Gloria	Laive	Lindley
Margen bruto	30.3	23.5	22.0	37.2
Margen operativo	9.5	7.2	4.3	20.1
Margen neto	4.6	2.8	1.8	9.1
ROA	4.9	3.2	2.5	7.5
ROE	11.7	7.4	5.2	5.2

Según la evaluación realizada por Pacific Credit Rating, indica que el sector está concentrado en pocas empresas y que es Alicorp la empresa líder del mercado. La amenaza de nuevos competidores es limitada, sin embargo a nivel internacional, se enfrenta con una industria que es altamente competitiva y podrían en algunas ocasiones originar que los precios de algunos productos se reduzcan para poder mantenerse en el mercado. En el largo plazo se espera un desarrollo óptimo del sector, impulsado por el mayor poder adquisitivo de la población emergente sin embargo no debe pasar desapercibido el lento crecimiento de la economía peruana.

1.4. Conclusiones

El sector de consumo masivo en el Perú se encuentra concentrado en cuatro grandes empresas, por lo que se evidencia así una barrera para la entrada de nuevos competidores y un gran desafío para aquellas empresas que lo intenten. En línea con la ralentización del crecimiento económico del Perú, se observa que el sector de consumo masivo ha disminuido su crecimiento en los últimos dos años; a pesar de ello, Alicorp, en el 2016, registró un crecimiento significativo en sus ventas. No obstante, se proyecta la recuperación de la economía y del sector en cuanto se inicie el proceso de reconstrucción del país, afectado por el fenómeno El Niño, previsto a partir del tercer trimestre de 2017.

El sector de consumo masivo, principalmente su línea de productos lácteos, viene siendo afectado de manera negativa, por lo que la empresa más grande del sector se ha envuelto en un proceso sancionador, debido a publicidad engañosa de uno de sus productos. Por otro lado, las principales empresas que conforman el sector de consumo masivo registran adecuados ratios financieros, tales como: altos niveles de liquidez, su estructura económica financiera ha mantenido los pasivos como principal fuente de financiamiento de las empresas (han mejorado su gestión de cobranzas y márgenes). En el contexto global, también se ha observado una leve caída del crecimiento del sector de consumo masivo, su ascenso se refleja por un mayor crecimiento inorgánico.

Según el análisis de los ratios financieros de las empresas del sector, Lindley es la empresa que no se encuentra en mejor posición, en cuanto al análisis de prueba ácida. El capital de trabajo presentó un ratio negativo durante el 2014 y ligeramente se recuperó en el 2015; sin embargo, durante el 2016, volvió a caer con un ratio en negativo. Es así que Lindley es la empresa con mayor deuda y menor grado de propiedad.

El sector de consumo masivo en el Perú, a nivel global, es uno de los sectores que cuentan con mayor regulación por parte del Estado y por diferentes entidades; es por ello que sus políticas deben estar focalizadas en la prevención de contingencias que afecten negativamente su imagen hacia la población o consumidores, así como a demostrar altos estándares de salubridad, calidad en sus productos y compromiso con el bienestar de sus clientes.



Capítulo II: Análisis de la Empresa

En este capítulo, se describe los inicios de la empresa Alicorp y se detallan los hechos más importantes y significativos de los últimos años. Asimismo, se da a conocer cuáles son sus fortalezas como organización, las líneas de productos que comercializa, los planes y objetivos estratégicos.

Posterior a lo expuesto en el párrafo anterior, se valoriza la empresa tomando como base los estados financieros de los últimos cinco años, del periodo 2012-2016, insumo necesario para el cálculo de los principales ratios e indicadores financieros. También se ha efectúa el análisis de la estructura de capital, capital de trabajo, grado de apalancamiento financiero, análisis de la posible emisión de acciones, entre otros.

En el punto 2.3., se realiza el análisis del capital de trabajo óptimo y la propuesta del planteamiento de crédito y del financiamiento a corto plazo. Para ello, se ha considerado el nivel de deuda que mantiene Alicorp y las obligaciones contraídas por la emisión de acciones en los últimos años.

Para la valorización de Alicorp, se ha hecho una proyección de los últimos cinco años, mediante el flujo de caja libre, mediante el costo de capital promedio ponderado (CCPP) y empleando el método CAPM. Por último, con el objetivo de la evaluación de posibles mejoras para la empresa, se realiza la sensibilidad de las principales partidas del flujo de caja libre.

2.1. Descripción de la Empresa

2.1.1. Breve historia

La historia de Alicorp inicia en el año 1971, cuando el Grupo Romero adquirió Anderson Clayton & Company, empresa que producía aceites y grasas comestibles; en ese

año la empresa se llamaba Compañía Industrial Perú Pacífico S.A. En 1993, 22 años después, se llevó a cabo la fusión con Calixto Romero S.A. y Oleaginosas Pisco S.A.; dichas empresas se dedicaban a producir aceites, grasas comestibles y jabón de lavar.

En el año 1995, adquirió La Fabril S.A., empresa que se dedicaba a elaborar y comercializar aceites y grasas comestibles, jabón de lavar, harina, fideos y galletas. Continuando con su política de crecimiento, absorbió Consorcio Distribuidor S.A., empresa que fue fundada por el Grupo Romero y se dedicaba a la comercialización de productos de consumo masivo nacionales e importados en todo el Perú; en ese mismo año, cambió de nombre y se denominó Consorcio de Alimentos Fabril Pacífico.

De esta manera, Alicorp, con su visión expansionista, en el año 1996 compró Nicolini y Molinera del Perú, empresas de elaboración y comercialización de harinas, fideos, alimentos balanceados y cereales. En el año 1997, dejó de ser Consorcio de Alimentos Fabril Pacífico para cambiar su nombre a Alicorp.

En 1999, Alicorp empezó a operar en Centro de Distribución Central en el Predio Central (CDC), que conllevó a consolidar la operación de cinco almacenes que se manejaban, hasta ese entonces, de forma independiente. En el 2004, la empresa Alicorp adquirió Alimentum S.A., dedicada a la industrialización, comercialización y distribución de helados Lamborghini. Un año después, compró las marcas de jabón Marsella y los detergentes Opal y Amigo, e inició sus exportaciones a otros países.

Para el 2006, Alicorp compró el 100 % de las acciones de Molinera Inca S.A., con la que amplió su capacidad de ofrecer harina industrial.

Alicorp, ya siendo reconocida por su notoria participación en el mercado nacional e internacional, en el año 2012, adquirió UCISA S.A., dedicada a la elaboración de aceites y derivados grasos, con una sólida participación en el norte del Perú; en ese mismo año,

compró Incalsa, cuyo principal giro estaba orientado a *food service* de salsas; e Industrias TEAL, que fabricaba productos con la conocida marca Sayón.

Una de las principales adquisiciones de Alicorp fue en el 2016, año en el que adquirió Global Alimentos, empresa líder en el mercado de cereales en el país, como la reconocida marca Angel.

Alicorp no solo tiene presencia en el Perú, también en Colombia, Ecuador, Brasil, Chile y Argentina, con sus líneas de negocio de consumo masivo (CM), B2B y acuicultura (A). Los productos de consumo masivo comprenden alimentos, higiene del hogar y personal; B2B, marcas de ingredientes e insumos para los sectores de panificación, *food service* y gran industrial, y acuicultura, marcas de alimentos balanceados para camarones, salmones y peces.

En la Figura 19, se muestra la presencia de Alicorp en los países de Latinoamérica, con sus



respectivas líneas de negocios descritas en el párrafo precedente.

Figura 19. Alicorp en Latinoamérica. Tomado de *Reporte anual 2015 Alicorp* (Alicorp, 2015, p.10). Recuperado de <https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/reportes-financieros/memoria-anual.html>

2.1.2. Estrategia de la empresa

La empresa Alicorp se ha caracterizado por tener políticas estratégicas marcadas en el crecimiento, expansión y constante innovación. Asimismo, la publicidad es efectiva en los diferentes sectores, y tiene repercusión en el incremento de sus ventas y en la preferencia de sus productos. La Figura 20 muestra los pilares estratégicos, la visión, la misión, el código de ética y los valores de Alicorp.

Pilares Estratégicos:

- Crecimiento
- Eficiencia
- Gente

Visión:

Ser líderes en los mercados en los que competimos.

Misión:

Transformamos mercados a través de nuestras marcas líderes, generando experiencias extraordinarias en nuestros consumidores. Buscamos innovar constantemente para generar valor y bienestar en la sociedad.

Código de Ética y Valores:

- Lideramos con pasión
- Somos ágiles y flexibles
- Respetamos
- Estamos conectados
- Confiamos.

Figura 20. Pilares estratégicos, visión, misión, código de ética y valores. Tomado de Nuestra visión, misión, pilares y valores. Recuperado de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/nosotros/vision-mision-y-valores.html>

Alicorp cuenta con reconocidos ejecutivos en el *staff* del directorio, como el Sr.

Dionisio Romero Paoletti, presidente e hijo del economista, empresario y fundador del Grupo Romero, Dionisio Romero Seminario. En la Tabla 2, se aprecian los nombres de los miembros del directorio.

Tabla 2

Estructura del Directorio de Alicorp

Nombre	Cargo
Dionisio Romero Paoletti	Presidente
Luis Enrique Romero Belismelis	Vicepresidente
José Antonio Onrubia Holder	Director
Calixto Romero Guzmán	Director
José Raimundo Morales Dasso	Director
Ángel Manuel Irazola Arribas	Director
Aristides de Macedo Murgel	Director
Juan Carlos Escudero Velando	Director
Carlos Miguel Heeren Ramos	Director
Manuel Antonio Romero Belismelis	Director Suplente
Rafael Ernesto Romero Belismelis	Director Suplente

Nota. Tomado de *Memoria anual 2016* (Alicorp, 2017, p. 28). Recuperado de http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa21400_QUxJQ09SQzE.html

Considerando lo expuesto por el gerente general de Alicorp, Alfredo Perez Gubbins, la empresa cuenta con un equipo ejecutivo comprometido, con valores y con un alto sentido de pertenencia y orgullo por Alicorp. En la Tabla 3, se aprecia la plana gerencial.

Tabla 3

Estructura Alta Gerencia de Alicorp

Nombre	Cargo
Alfredo Luis Miguel Eduardo Perez Gubbins	Gerente General
Pedro Jose Malo Rob	Vicepresidente Corporativo de Finanzas
Jaime Eduardo Butrich Velayos	Vicepresidente de Supply Chain Corporativo
Stefan Stern Uralde	Vicepresidente de Negocio B2B
Patricio David Jaramillo Saá	Vicepresidente de Consumo Masivo Perú
Salvador Renato Falbo	Vicepresidente de Consumo Masivo Internac.
Paola Ruchman Lazo	Vicepresidente de RR. HH. Corporativo

Nota. Tomado de *Memoria anual 2016* (Alicorp, 2017, p. 30). Recuperado de http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa21400_QUxJQ09SQzE.html

2.1.3. Breve descripción de productos y servicios

Alicorp es una compañía líder en la industria de productos de consumo masivo en Sudamérica, con una estrategia bien definida que conduce a altas tasas de crecimiento tanto orgánico como inorgánico. La compañía cuenta con tres líneas de negocio: consumo masivo, B2B y acuicultura. La línea de consumo masivo comprende los productos alimenticios, cuidado personal y del hogar: aceites, aderezos, ayudas culinarias, caramelos, cereales, chocolates, detergentes, fideos, galletas, harinas, jabones, margarinas, panetones, postres, premezcla, refrescos, salsas, sémola y suavizantes. La línea B2B abarca los productos necesarios para la panificación, industrias y gastronomía: aceites para grandes industrias, aderechos, aceites para restaurantes, ayudas culinarias, congelados, fideos, granos andinos, harina para grandes industrias, harinas industriales, harinas para cocinar, mantecas industriales, mantecas para grandes industrias, margarina para las grandes industrias, margarinas industriales, pastelería, postres instantáneos, premezclas y salsas.

La línea de acuicultura comprende los productos alimenticios para peces y camarones. Con la representación de Vitapro S.A., Alicorp ofrece soluciones nutricionales costo-efectivas, trazables y sustentables; de esa manera, garantiza una estrategia que cumple con los más altos estándares de seguridad alimentaria. A continuación, se detallan las siguientes marcas: Nicovita Classic, Nicovita Katal, Nicovita Origin, Nicovita Prevence, Nicovita Terap y Salmofood.

En la actualidad, Alicorp compite con compañías regionales e internacionales, como Procter & Gamble, Unilever, Mondelez, Nestlé, Carozzi, entre otras. Y en lo que compete a productos de consumo masivo ha demostrado ser líder, posicionándose como la empresa con mayor impacto en sus ventas frente a sus competidores. En la Tabla 4, se muestran las principales categorías de productos en los que Alicorp ha demostrado ser líder, ocupando el primer lugar.

Tabla 4

Posicionamiento de Alicorp por Categorías de Productos

Categoría	Marcas	Posición	% de ventas	% de ebitda	Competidores
Detergentes	Bolívar, Opal, Marsella	# 1	8.0 %	18.9 %	P&G, Intradevco
Aceites domésticos	Primor, Capri, Cocinero, Friol	# 1	7.9 %	9.7 %	ADM, Igasa
Pastas	Don Vitorio, Lavaggi, Alianza, Sayon	# 1	5.6 %	7.4 %	Molitalia, ADC
Galletas	Casino, Tentación, Glasitas, Margarita	# 1	3.7 %	-0.8 %	Nestle, Mondelez, San Jorge
Mayonesa	AlaCena	# 1	2.8 %	6.5 %	Unilever
Jabón de lavar	Bolivar, Marsella, Jumbo	# 1	2.0 %	4.5 %	P&G, Industrias del Espino S.A.
Cereales	Angel	# 1	1.4 %	1.9 %	Nestlé, Kellogg's
Margarinas	Manty, Sello de Oro	# 1	1.2 %	2.4 %	Unilever, Laive
Harinas domésticas	Blanca Flor, Favorita	# 1	1.0 %	2.3 %	Molitalia, Anita
Refrescos en polvo	Negríta, Kanú, Yaps	# 1	0.3 %	0.3 %	Tresmontes Lucchetti, Mondelez
			33.9 %	53.1 %	

Nota. Tomado de *Presentación corporativa* (Alicorp, 2017, p. 8.). Recuperado de https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/ckfinder/files/PresentacionCorporativa%201T17_julio.pdf

En la Tabla 5, se observan los ingresos obtenidos por Alicorp en el 2016, desglosados por líneas de negocio. Se puede apreciar que lo referente a consumo masivo corresponde a 55.59 %, B2B a 22.81 % y acuicultura a un 21.58 %.

Tabla 5

Ingresos de Alicorp por Línea de Negocio

Línea de negocio 2016	S/	%
Consumo masivo	3'684,789	55.59 %
B2B	1'512,218	22.81 %
Acuicultura	1'430,370	21.58 %
Otros	1,412	0.02 %
		100.00 %
6'628,789		

Nota. Tomado de *Memoria anual 2016* (Alicorp, 2017, p. 17). Recuperado de http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa21400_QUxJQ09SQzE.html

2.1.4. Breve descripción de los planes de la empresa

La empresa Alicorp tiene a trazado sus metas y planes al 2021, en la Figura 21 se grafica cuáles son.

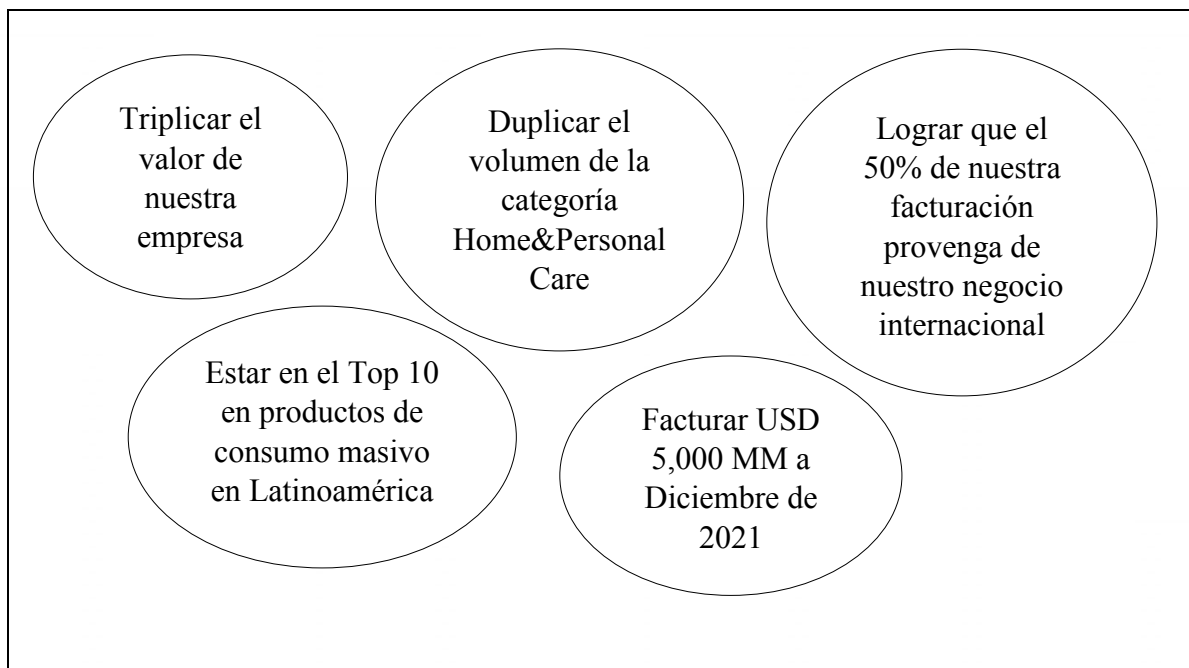


Figura 21. Objetivos y metas al 2021. Tomado de *Reporte anual 2016* (Alicorp, 2017). Recuperado de <https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/reportes-financieros/memoria-anual.html>

En la Figura 21, se puede ver que los planes de Alicorp al 2021 son muy exigentes para su propia organización, ya que confía en su potencial humano para lograrlos; a la vez, se ha previsto las metas al 2019, las cuales son los siguientes:

- Crecimiento de ventas de 6.5 %
- Margen ebitda entre 13.5 % y 14.5 %
- Margen neto entre 5.5 % y 6.5 %
- ROIC entre 12.5 % y 13.5 %

2.1.5. Objetivos estratégicos

La estrategia de Alicorp se focaliza en tres pilares clave: crecimiento, eficiencia y personas, con el único objetivo de maximizar el valor de la empresa y patrimonio mediante

un plan
para



de acción
diseñado

incrementar el ROIC y el retorno total de los accionistas.

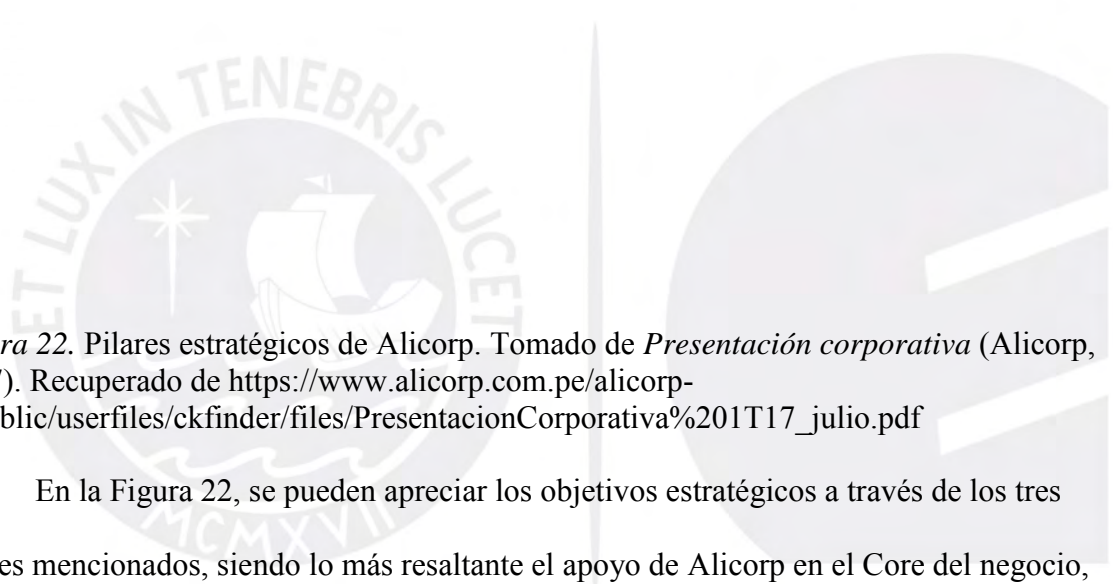


Figura 22. Pilares estratégicos de Alicorp. Tomado de *Presentación corporativa* (Alicorp, 2017). Recuperado de https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/ckfinder/files/PresentacionCorporativa%201T17_julio.pdf

En la Figura 22, se pueden apreciar los objetivos estratégicos a través de los tres pilares mencionados, siendo lo más resaltante el apoyo de Alicorp en el Core del negocio, que son los productos de consumo masivo, como principal punto estratégico para su crecimiento. Asimismo, la empresa cuenta con los siguientes objetivos, cuya aplicación es necesaria para cumplir con las metas previstas en el punto 2.1.4. del presente capítulo.

Iniciativas estratégicas

Iniciativas estratégicas.

- Innovar productos saludables.
- Consolidar y automatizar las Plantas de producción.

- Programar una continua política de ahorro en costos.

Optimización de capital.

- Enfoque en mejorar los ratios ROIC y rentabilidad.
- Venta de activos (terreno, activos no operativos y activos no estratégicos).

Crecimiento inorgánico.

- Perú: categorías Core
- Región andina
- Áreas II y III en Brasil

2.2. Análisis de la Estructura de Capital

Grajales (2008) precisó que el estudio de la estructura de capital trata de explicar la combinación de deuda a largo plazo y acciones usada por la empresa para financiar inversiones reales. Los responsables de finanzas en las empresas analizan diversas fuentes de financiamiento para que dicha combinación otorgue mayor rentabilidad a los accionistas.

2.2.1. Estructura de capital óptima y análisis de riesgos

Ricra (2013) sostuvo que la función financiera de una empresa consiste en obtener recursos financieros que proporcionen la máxima rentabilidad con el menor riesgo. Entonces, la estructura de capital óptima será aquella que produzca un equilibrio entre el riesgo del negocio de la empresa y el rendimiento, de modo tal que se maximice el precio de las acciones.

La estructura de capital es la combinación entre la proporción de pasivos y patrimonio que posee la empresa, el cual debe tener el mínimo costo posible. Para saber si es más interesante utilizar recursos ajenos o propios, las empresas deben tener en cuenta el costo de capital debido a los intereses deducibles de renta, el método de depreciación de los activos fijos, la amortización de pérdidas fiscales, el monto de las tasas fiscales, las clases de activos,

etc. La estructura de capital con el costo mínimo se llama estructura de capital óptima (Ricra, 2013).

Para Ross et al. (2012), un cambio en la estructura de capital podrá afectar el rendimiento que exigen los accionistas y el comportamiento de las acciones comunes, así como también el precio de las mismas. Existen muchas mezclas posibles de deuda y capital, y dependerá de la empresa elegir su estructura de capital óptima también llamada estructura de capital neta.

En la Figura 23, se puede apreciar la estructura de financiamiento de Alicorp en los últimos cinco años; asimismo, en la conformación de sus pasivos y patrimonio expresados en porcentajes, al año 2016, los primeros representan un 57.96 % y el segundo 42.04 %, ya que Alicorp ejecutó una reestructuración de sus pasivos y su mayor fuente de financiamiento se apoyó en la emisión de deuda (bonos).

La compañía, a través de la dirección de finanzas corporativas y relación con el inversionista, precisó que la emisión simultánea de bonos corporativos permite mejorar el perfil de vencimiento de deuda y extiende la duración promedio de sus obligaciones financieras, al mismo tiempo reduce los costos financieros.

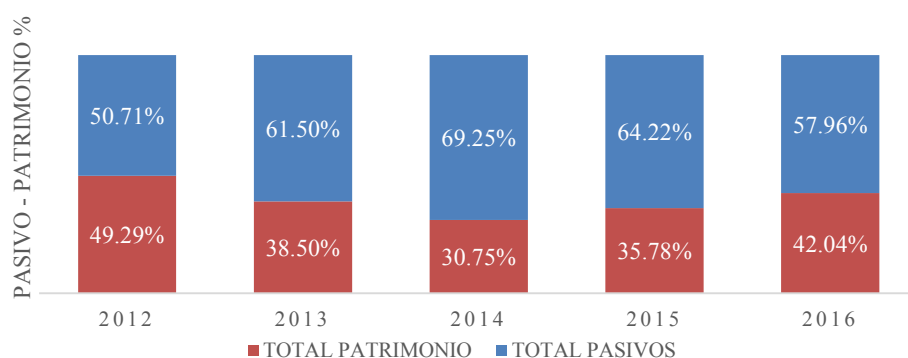
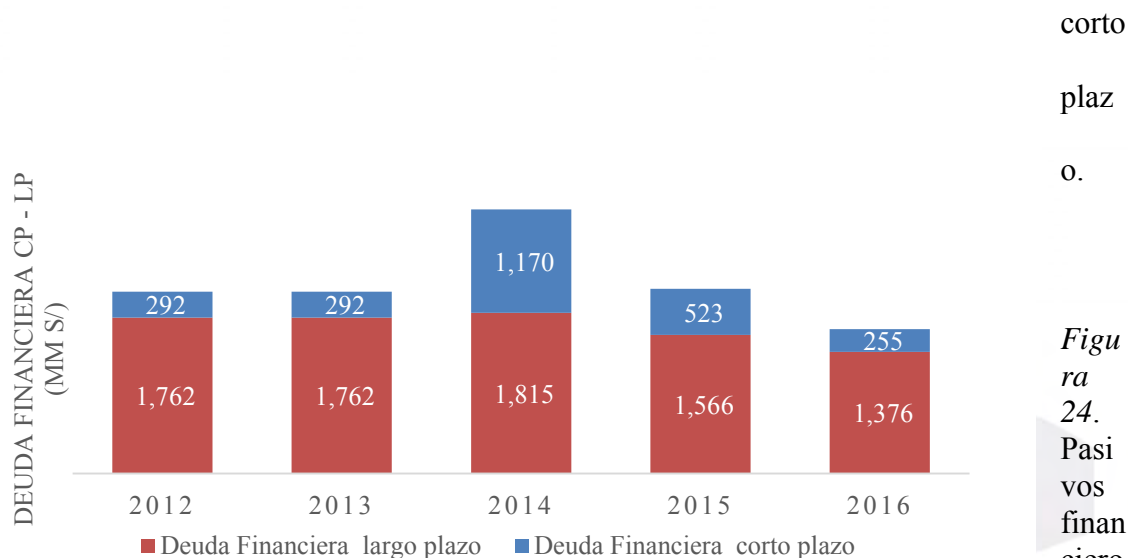


Figura 23. Estructura de capital, últimos cinco años. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

En la Figura 24, se observa, expresada en miles de millones, la deuda financiera corriente y no corriente de Alicorp. En el 2014, la empresa registró una deuda financiera ascendente a S/2,985 miles de millones; dicha cifra, en los años 2015 y 2016, disminuyó progresivamente en su grado de endeudamiento. Se aprecia las claras intenciones de los financistas de la compañía en tener una holgada situación de afrontar sus obligaciones a un



corto
plaz
o.

Figura 24. Pasivos financiero

s a corto y largo plazo (millones S/). Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

En la Figura 25, se observa el ratio de deuda financiera / ebitda, cuyo indicador da a conocer si el apalancamiento está asociado con el valor de la empresa. En el caso de que este indicador sea cada vez mayor en el transcurso de los años, tendrá efectos negativos en la estructura de capital óptima. Para Alicorp, en el 2015, el ratio fue de 3.29, y, al 2016, fue de 2.40; lo cual es favorable.

Pedro Malo, CFO de Alicorp, precisó que la solidez financiera de la compañía, en conjunto con la fuerte demanda obtenida y la competitividad de las tasas registradas, reflejaron la confianza de los inversionistas, al referirse al tercer programa de bonos corporativos en el mes de marzo de 2016 por S/230 millones. Dicho programa de emisión de bonos permitió a Alicorp obtener un favorable ratio de deuda financiera / ebitda de 2.4 veces

en el 2016 y 3.29 veces en el 2015 (Gestión, 2016). Lo mencionado se puede apreciar en la Figura 25.

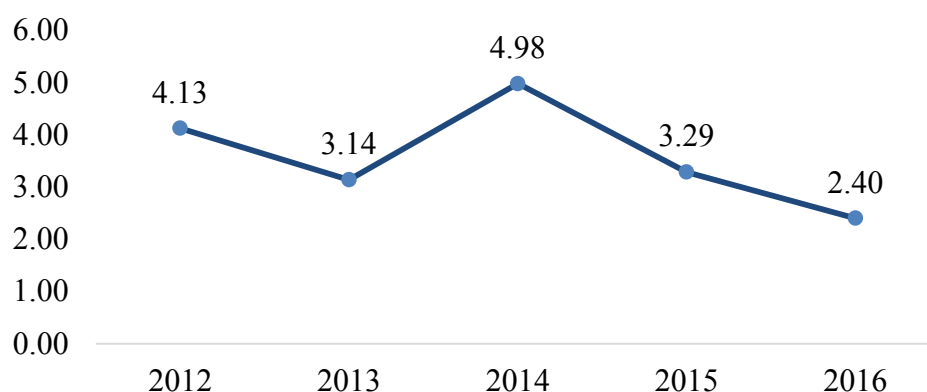


Figura 25. Ratio deuda financiera/ebitda. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

Para determinar la estructura de capital óptima, es importante conocer el ratio ebitda/intereses. Este indicador sirve para saber cómo los resultados de las operaciones cubren los intereses de la deuda. En la Tabla 6, se pueden apreciar dichos indicadores.

Tabla 6

Ratio de Ebitda/Interés

Conceptos	2012	2013	2014	2015	2016
Ebitda (miles de soles)	497,794	654,614	599,298	635,995	678,502
Interés (miles de soles)	45,235	180,700	228,251	366,652	163,842
Grado de apalancamiento (%)	51 %	61 %	69 %	64 %	58 %
Ebitda/intereses	11.00	3.62	2.63	1.73	4.14

Nota. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

Para realizar el análisis de la estructura de capital óptima, se deben de tener en consideración tres factores: a) costo de la deuda kd , b) costo de capital ke y c) costo promedio ponderado de capital o *weighted average cost of capital* (WACC, por sus siglas en inglés); por ende, su respectivo cálculo es necesario para hallar la estructura óptima de capital. Asimismo, se debe de emplear el modelo *capital asset pricing model* (CAPM), lo cual es necesario para poder calcular el valor teórico del capital de la empresa.

En la Tabla 7, se puede apreciar la metodología del WACC para el cálculo del costo promedio ponderado de capital.

Tabla 7

Metodología para Estimar el WACC

Variable	Descripción	Práctica estándar de medición	Medición utilizada en el estudio
Rf	Rendimiento del activo libre de riesgo	Rendimiento al vencimiento actual (Yield to Maturity o YTM) de un bono del Tesoro de Estados Unidos a un plazo consistente con el horizonte de inversión.	Promedio de la información diaria de los últimos tres años del YTM de un bono del tesoro norteamericano a un plazo de 30 años.
Rm/ Rf	Retorno del mercado en exceso al activo libre de riesgo (prima por riesgo de mercado)	Promedio geométrico del retorno de mercado menos el promedio geométrico del retorno del activo libre de riesgo.	Promedio geométrico del rendimiento de S&P 500 menos el promedio geométrico del YTM de bonos del Tesoro norteamericano a diez años.*
Rp	Prima por riesgo país	El EMBI (Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) es el principal indicador de riesgo país y está calculado por JP Morgan Chase.	Se considera riesgo país-EMBI I (último reporte, 31 de diciembre de 2015).
D	Deuda financiera	Valor de mercado de la deuda a largo plazo.	Valor contable de la deuda financiera a largo plazo, conformada por depósitos del público a plazo mayor a un año, adeudados del exterior a plazo mayor a un año y recursos captados por la emisión de obligaciones no subordinadas y subordinadas.
E	Patrimonio neto	Valor de mercado del patrimonio.	Capitalización bursátil (número de acciones por el precio de la acción).
Beta	Mide la sensibilidad del retorno de la acción ante variaciones en el mercado.	Tomar el beta calculado por un servicio de información (Bloomberg, Económica). Se utiliza una ventana de información de tres a cinco años con frecuencia semanal. Realizar una regresión entre el retorno de la acción y el retorno del mercado. Se utiliza una ventana de información de tres a cinco años, con frecuencia semanal. En caso la empresa no cotice en bolsa, se debe utilizar el beta de una empresa comparable. El beta de la empresa comparable debe ser desapalancado de acuerdo a la estructura de D/E de la empresa comparable, luego se debe apalancar el beta con la estructura D/E de la empresa.	Si la empresa cotiza en bolsa, se utiliza el beta estimado por Bloomberg. En el caso de empresas especializadas, se utiliza el beta del sector o de una empresa comparable. Si la empresa comparte características de más de un sector, se utiliza un promedio ponderado de betas. Se opta por la segunda opción considerando el beta extraído de la página web de Damodaran, consumo masivo de alimentos.

Nota. Tomado de *Finanzas corporativas* (Ross et al., 2012). Recuperado de <https://rosirismendoza.files.wordpress.com/2014/04/libro-finanzasross.pdf>

En la Tabla 8, se muestra el cálculo del WACC de los periodos 2012 al 2016 para la empresa Alicorp, en donde se puede apreciar que el costo de la deuda kd disminuye en los años 2015 y 2016. Uno de los factores preponderantes para su disminución es la tasa impositiva del tributo que grava las rentas empresariales, que hasta el año 2014 fue de 30 % y en los años 2015 y 2016 disminuyó a 28 %. Debido a la reforma tributaria realizada por el gobierno entrante en el año 2016, se modificó la tasa del impuesto a la renta en 29.5 % desde el año 2017 hacia adelante.

En lo que concierne al costo del patrimonio ke , desde el periodo 2014, se muestra una tendencia decreciente debido a la disminución del efecto de los pasivos versus el patrimonio. Como se precisó en la Figura 23, los pasivos en el año 2014 representaron un 69.25 % de la estructura de financiamiento; en el 2015, un 64.22 %, y en el 2016 continuó su disminución a 57.96 %.

Tabla 8

Elementos de Estructura de Capital (Drivers)

Descripción	2012	2013	2014	2015	2016
Costo de capital promedio ponderado (%)	9.11	8.95	8.61	8.35	8.82
Costo de deuda después de impuesto (%)	5.18	5.18	5.18	4.27	4.43
Participación de deuda (%)	50.71	61.50	69.25	64.22	57.96
Costo de deuda antes de impuesto (tasa interés) (%)	7.40	7.40	7.40	5.94	6.148
Tasa de impuesto (%)	30.00	30.00	30.00	28.00	28.00
Costo de patrimonio (%)	13.17	14.98	16.35	15.66	14.87
Participación de patrimonio (%)	49.29	38.50	30.75	35.78	42.04
Tasa libre de riesgo (%)	7.62	7.26	7.33	7.21	7.08
Beta desapalancado	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66
Beta apalancado	1.14	1.40	1.71	1.52	1.32
Pasivo/patrimonio (%)	1.03	1.60	2.25	1.80	1.38
Prima de riesgo de mercado (%)	3.49	4.37	4.34	4.24	4.39
Prima de riesgo país (%)	1.57	1.59	1.62	2.01	2.00

Nota. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

Para fines prácticos se ha considerado que el indicador de riesgo (Beta Desapalancado) del 2016 fue similar para los años anteriores (el CCPP usado en la

valorización fue del 2016). La metodología de la determinación del Beta se observa en la Tabla 7. El CCPP calculado en la Tabla 8, desde el año 2013, muestra una tendencia decreciente hasta el 2015, en el 2016 se incrementó de 8.35 a 8.32.

Tabla 9

Relación de Drivers de Estructura de Capital

Modelo de valuación de los activos de capital (CAPM)					
Tasa libre de riesgo (Rf)					7.08 %
Prima de riesgo del mercado (Rm-Rf)					4.39 %
Beta del capital contable apalancado					1.32
Riesgo país					2.00 %
Costo del capital contable (<i>ke</i>)					14.87 %
Costo de la deuda (<i>kd</i>)					4.43 %
Impuesto					28 %

Cálculo del promedio ponderado del costo de capital (WACC)					
Deudas y capitalización	Valor en libros (expresado en S/miles)	Porcentaje de la capitalización total de mercado	Costo de capital	Costo después de impuestos	Contribución al WACC
Deuda operativa	3'555,531	57.96 %	6.15 %	4.43 %	2.57 %
Patrimonio-acciones comunes	2'578,540	42.04 %	14.87 %	14.87 %	6.25 %
Total	6'134,071	100.00 %	Valor en libros - WACC		8.82 %

Deudas y capitalización	Valor de mercado (expresado en S/ miles)	Porcentaje de la capitalización total de mercado	Costo de capital	Costo después de impuestos	Contribución al WACC
Valor de mercado de la deuda	3'701,549	64.56 %	6.15 %	4.43 %	2.86 %
Valor bursátil	2'031,870	35.44 %	14.87 %	14.87 %	5.27 %
Total	5'733,419	100.00 %	Valor de mercado - WACC		8.13 %

En la Tabla 9, se realizó el cálculo del WACC aplicando el modelo de valuación CAPM; todos sus componentes se detallaron en la Tabla 7. Asimismo, se determinó el valor de mercado de la deuda y del patrimonio; dichos importes se estimaron tomando como referencia los estados financieros al 2016, los intereses financieros entre el *kd* (S/163,842 / 4.43) y la utilidad neta entre el *ke* (S/ 302,139 / 10.24), el WACC a valor de mercado asciende a 7.00. Cabe precisar que es relevante considerar el valor bursátil y el valor de mercado para determinar la estructura de capital óptima.

Las principales calificadoras de riesgo han reafirmado a Alicorp el grado de inversión con perspectiva estable. En Perú, la consultora Apoyo & Asociados y PCR afirmaron el *rating* crediticio, que consiste en la revisión de su perspectiva de “negativo” a “estable”; lo cual es positivo para la compañía. En el ámbito internacional, las firmas S&P, Fitch y Moody’s afirmaron el *rating* crediticio de Alicorp con una perspectiva estable.

En la Figura 26, se ilustra dichas calificaciones. Es menester resaltar que Apoyo & Asociados y Pacific Credit Rating asigna a la compañía la calificación AAA/Estable. Esta

RATING CREDITICIO			
	Agencia	Dic-16	Jun-17
Global	STANDARD & POORS RATINGS SERVICES	BBB- / Estable	= BBB- / Estable
	Fitch Ratings	BBB / Estable	= BBB / Estable
	MOODY'S	Baa3 / Estable	= Baa3 / Estable
Local	APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C.	AAA / Negativo	+ AAA / Estable
	PCR PACIFIC CREDIT RATING	AAA / Estable	= AAA / Estable

categoría refleja la capacidad más alta de cumplir con sus obligaciones pactadas.

Figura 26. Rating crediticio. Tomado de *Presentación corporativa* (Alicorp, 2017). Recuperado de https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/ckfinder/files/PresentacionCorporativa%20T17_julio.pdf

La compañía, al generar valor, considera a qué nivel se puede endeudar, empleando un costo promedio ponderado menor. Según la Tabla 10, la estructura de capital óptima para Alicorp es aplicar el menor costo de capital promedio ponderado, que ascendería a 6.47 %; ello para incrementar el valor a la empresa. Así, aplicando el WACC de 6.47 %, el *enterprise*

value es de S/6'931,778; en ese escenario la estructura de capital óptima se obtendría con el nivel de Deuda / Patrimonio en el rango 30 % a 40 %.

Tabla 10

Estructura de Capital Óptima para la Empresa Alicorp S.A.A.

D/(D+E) %	Costo de la deuda (después de impuestos) %	Beta apalancado	Costo de capital %	WACC %	Enterprise value S/
0.00	1.81	0.66	7.35	7.68	6'007,255
10.00	2.16	0.72	7.59	6.98	6'348,033
20.00	2.51	0.78	7.88	6.66	6'684,048
30.00	3.21	0.87	8.25	6.47	6'931,778
40.00	5.21	0.98	8.75	6.75	6'764,141
50.00	11.21	1.14	9.45	8.76	5'502,293
60.00	23.21	1.38	10.49	14.22	3'812,080

Se conoce como riesgo la probabilidad que suceda a futuro un evento no esperado. En ese sentido, Alicorp, a través de su programa de administración de riesgos, se concentra principalmente en los mercados de tasas, monedas y materias primas, y trata de minimizar potenciales efectos adversos en el desempeño operativo y financiero. La administración de riesgos está a cargo de la gerencia de tesorería y riesgos, y el comité de riesgos aprueba los lineamientos bajo los cuales se administran.

Alicorp por la naturaleza de sus actividades está expuesta en los siguientes riesgos:

- **Riesgo de mercado:** Alicorp está expuesta principalmente a la volatilidad de los precios de sus materias primas principales, que en su mayoría son consideradas *commodities*, como el trigo y el aceite de soya. Para mitigar dicho riesgo, se emplean instrumentos financieros derivados. Bajo la supervisión de la gerencia de logística, Alicorp mitiga el riesgo de una disminución de precios de sus existencias compradas o en almacén a través de contratos de opciones y futuros negociados en bolsas internacionales, lo cual se gestiona diariamente. La no

cobertura de este riesgo podría impactar negativamente en los márgenes de rentabilidad.

- **Riesgo de crédito:** los activos financieros de Alicorp, potencialmente expuestos a riesgo de crédito, consisten principalmente en depósitos en bancos, fondos de garantía de derivados y cuentas comerciales por cobrar. En el 2016, Alicorp reconoció, en sus estados financieros, la estimación por deterioro de cuentas por cobrar por S/81,069 y S/11,761 miles. Para mitigar el riesgo crediticio, las transacciones de cuentas por cobrar comerciales tienen líneas de garantías con hipotecas, prendas y carta fianza por USD 154,854,000 al 31 de diciembre de 2016. Alicorp evalúa periódicamente los límites de crédito a sus nuevos clientes por medio de un análisis interno y experiencia crediticia.
- **Riesgo de liquidez:** Alicorp, a través de la gerencia financiera, tiene en consideración que necesita el suficiente efectivo y equivalente de efectivo para afrontar todas las obligaciones a corto y largo plazo. Actualmente, cuenta con un buen nivel de liquidez y disponibilidad de líneas de crédito. Al 2016, los pasivos de Alicorp ascendieron a S/3,534,278 mil, de los cuales, con vencimiento a 1 año, representaron un 46.62 %; entre 1 y 2 años, 13.62 %; entre 2 y 5 años, 7.97 %, y por más de 5 años, 31.78% del total de los pasivos.
- **Riesgo legal:** el riesgo legal se refiere a una pérdida por el incumplimiento de una contraparte sin que se pueda tomar acciones legales para que se cumpla con los compromisos de pagos. Asimismo, está asociado a los errores de interpretación de alguna norma o pérdida de documentación. Al respecto, Alicorp tiene diversas acciones judiciales en su contra, como reclamos laborales, reclamos civiles por indemnizaciones y procesos en apelaciones y judiciales, producto de fiscalizaciones tributarias.

- Riesgo operativo: se conoce como riesgo operativo a las posibles fallas en los sistemas o procedimientos. Además, se relaciona con pérdidas por fraudes o por la falta de capacitación a los empleados de la compañía. Alicorp, a través de la gerencia de riesgos, actualiza permanentemente su matriz de riesgos, identificando los riesgos y los controles de todos sus procesos y midiendo su efectividad. Los controles que ejecuta la empresa comprenden la separación de accesos y funciones, constante capacitación al personal y procesos de evaluación.
- Riesgo de tipo de cambio: Alicorp factura la venta local de sus productos, principalmente en la moneda del país en donde operan. Esto permite con normalidad hacer frente a sus obligaciones en su moneda funcional. La exposición al riesgo surge por la facturación a clientes del exterior, compra de materia prima y pasivos en moneda extranjera, cuya moneda para esas operaciones es el dólar estadounidense. Para mitigar dicho riesgo, Alicorp utiliza contratos derivados para cubrir su exposición al riesgo de tipo de cambio.

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

Las acciones de Alicorp son cotizadas en la Bolsa de Valores de Lima. Al cierre del 2016, el total del número de acciones en circulación ascendieron a 854'558,201, a un valor nominal de S/1.00, las cuales estuvieron comprendidas en acciones comunes y acciones de inversión por 847'191,731 y 7'388,470, respectivamente. Dichas acciones de inversión tuvieron el mismo derecho que las acciones comunes y confirieron a sus titulares una distribución preferencial de los dividendos.

En la Tabla 11, se puede apreciar las principales firmas titulares de las acciones de Alicorp. Con 11.04 % de participación, se encuentra la firma Birmingham Merchant S.A., seguida de AFP Integra S.A. con 10.54 %.

Tabla 11

Principales Accionistas de Alicorp

Principales accionistas	%
Birmingham Merchant S.A.	11.04 %
AFP Integra S.A.	10.54 %
Profuturo AFP	6.97 %
Grupo Piurano de Inversiones S.A.	7.79 %
Prima AFP S.A.	8.39 %
Atlantic Security Bank	5.48 %
Otros accionistas	49.79 %

Nota. Tomado de *Reporte anual 2016* (Alicorp, 2016). Recuperado de <https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/reportes-financieros/memoria-anual.html>

En la Tabla 12, se puede observar que Alicorp, desde los años 2012 al 2016, ha mantenido el mismo número de acciones en circulación; asimismo, su estructura de capital se ha mantenido en promedio de 47 % de deuda y 53 % de financiamiento propio, y el ratio de ebitda/intereses al cierre del 2016 fue de 4.14 veces.

Tabla 12

Estructura de Capital de Alicorp

Indicaciones financieras	2012	2013	2014	2,015	2016
N.º acciones en circulación	854'580,201	854'580,201	854'580,201	854'580,201	854'580,201
Ebitda/intereses	11.00	3.62	2.63	1.73	4.14
D / E+D	38.65 %	38.65 %	48.57 %	48.57 %	58.74 %
E / E+D	61.35 %	61.35 %	51.43 %	51.43 %	41.26 %

Nota. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

Diversas firmas que analizan y proponen información financiera-bursátil han calificado a Alicorp como una de las mejores empresas para invertir del sector de consumo masivo. Tras la publicación de los resultados financieros del primer trimestre del 2017, la acción de la compañía subió 2.5 %, dado que la información trimestral registró un sólido crecimiento en las ventas y en sus márgenes.

La rentabilidad de la acción de la compañía es consecuente con su cotización, vale decir que en el año 2014 los resultados no fueron los esperados debido a las pérdidas por diferencia de cambio, producto de la emisión de bonos corporativos en la moneda

estadounidense por USD 450 millones a 10 años. Dada la coyuntura en ese entonces, la operación se consideró exitosa, pero después de la depreciación de la moneda local (sol), llevaron a la compañía a cerrar en el 2013 con una pérdida cambiaria de S/122 millones a S/46 millones en el 2014. Para poder salir de ese bache financiero, a inicios del 2015, la empresa inició un programa de recompra.

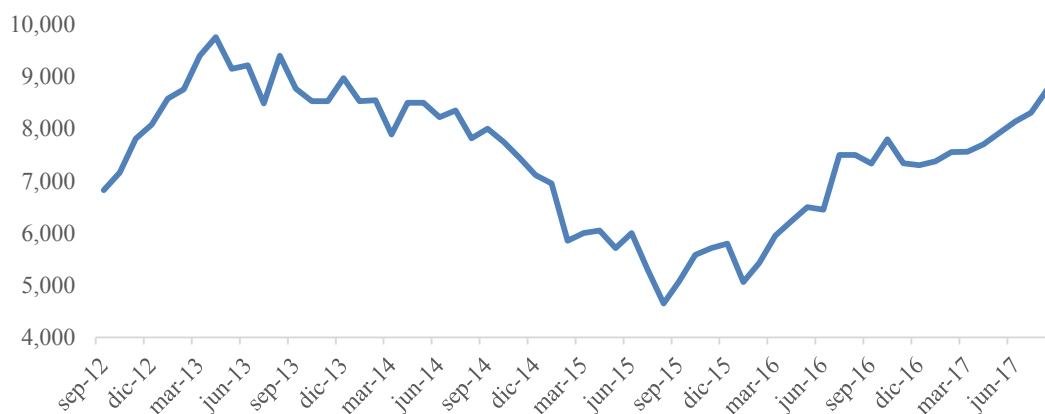


Figura 27. Comportamiento del precio de la acción de Alicorp S.A.A. Tomado de *Alicorp, ALI* (Investing.com, 2017). Recuperado de <https://es.investing.com/equities/alicorp-technical>

Analistas financieros y periodistas de diarios de economía de la región consideran que las acciones de Alicorp, en el sector alimentos en el Perú, son las más recomendables. Así, en la Figura 27, se observa el desenvolvimiento de la acción desde septiembre 2012 hasta agosto 2017, cuya cotización cerró en S/8.75.

En el año 2014, la rentabilidad por acción de Alicorp solo fue de 0.20 %. Dicho resultado se debió a las pérdidas cambiarias. Posterior a la recompra de los bonos en dólares americanos, los resultados de la compañía fueron favorables. Así, en el 2015, la rentabilidad por acción se incrementó a 3.18 % y cerró, en el 2016, con 4.84 %. En la Tabla 12, se puede apreciar a detalle la información de los últimos años.

Tabla 13

Medidas de Valor de Mercado

Indicador financiero	2012	2013	2014	2015	2016
Utilidad neta (miles de S/)	351,390	318,684	12,035	157,473	302,139
Número de acciones (miles)	854,580	854,580	854,580	854,580	854,580
Utilidad por acción (S/)	0.411	0.373	0.014	0.184	0.354
Cotización de la acción (S/)	8.08	9.10	7.11	5.80	7.30
Rentabilidad por acción	5.09 %	4.10 %	0.20 %	3.18 %	4.84 %

Nota. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

Antes de analizar la posibilidad de emitir acciones para conseguir financiamiento, se debe analizar los desembolsos futuros que se realizarían por los pagos de dividendos por cada acción emitida y colocada, sin dejar de tener en consideración sobre los intereses de los titulares de las acciones en el control de la compañía, o por aquellas empresas que velan por intereses de terceros y que podría perjudicar a la empresa. Es habitual percibir la posición de muchos agentes económicos que emitir acciones es más costoso en comparación con otra alternativa de financiamiento.

Paz (2013) precisó:

Cuando emitimos deuda (bonos), se compromete parte del flujo futuro, lo que es deseable para el accionariado en detrimento de la cuota de poder del cuerpo administrativo, quien en adelante no podrá disponer de ese flujo libre, obligando a gestionar los fondos eficientemente para permanecer competitivos, y multiplicando el riesgo de la empresa. Mientras tanto los propietarios prefieren asumir ese riesgo esperando sus beneficios superiores, en parte porque no necesitan desembolsar para ello y porque pueden gestionar su propia diversificación.

De lo citado anteriormente, se puede precisar que lo recomendable para la compañía es contraer deuda como medida de financiamiento para sus inversiones, teniendo en consideración que le otorga a la empresa el escudo fiscal para reducir el pago del impuesto a las ganancias.

Sobre una posible recompra de acciones, García (2014) expresó:

Una recompra de acciones se produce cuando las compañías compran sus propias acciones. Esto puede hacerse en ofertas directas, pero lo más habitual es que la empresa participe como un comprador más en el mercado de acciones de forma recurrente. Cuando una firma tiene sus propios títulos en el balance, el efecto es parecido al que podríamos imaginarnos si tales acciones se anularan o dejaran de existir. La compañía vale lo mismo, gana la misma cantidad de dinero, pero la cantidad de acciones en circulación es menor, lo que aumenta el valor de las mismas. O lo que es lo mismo, la tarta vale lo mismo, pero está repartida en menor cantidad de porciones, por lo que el valor de cada porción es mayor.

Se conoce que es una práctica inusual la recompra de acciones en el mercado de capitales, algunas empresas lo realizan cuando tienen excedente de caja o al distribuir el valor patrimonial de la empresa en un menor número de acciones. Algunos inversores suelen interpretar como una medida positiva, ya que se incrementaría el valor de las acciones restantes posterior a la recompra.

Analizando el estatus de la empresa Alicorp, la compañía no se encuentra en el escenario para realizar una recompra de sus propias acciones, además, la política ejecutada desde el año 2014 a la actualidad ha tenido como resultado una mejora en sus ratios de endeudamiento y la calificación crediticia es estable; por ende, no es recomendable la posibilidad de una recompra de sus acciones.

2.2.3. Análisis de posible emisión de deuda y categorización de riesgo de la misma (análisis de posible adquisición de deuda con intermediarios bancarios)

Con respecto al análisis de una posible emisión de deuda o categorización del riesgo, se debe tener en consideración la estructura actual de los pasivos y lo expuesto en el desarrollo de los puntos anteriores, ya que se mencionó que Alicorp ha ejecutado medidas

acertadas para mitigar el riesgo de cualquier problema de liquidez y la mejora de sus ratios de cobertura y de endeudamiento; además, por la seguridad que brinda a los tenedores de los bonos corporativos que emite, la confianza a sus accionistas por el crecimiento constante de las utilidades desde el año 2015 a la actualidad y la cotización de sus acciones que se negocian en la Bolsa de Valores de Lima.

En la Figura 28, se ilustra la evolución del ratio de endeudamiento de los años 2012 al 2016. En el año 2014, ascendió a 69.25 %, lo que significó el ratio más elevado como consecuencia del bache financiero superado, y como se mencionó en los párrafos anteriores, las políticas acertadas dieron como resultado la mejora del grado de endeudamiento. Como consecuencia, al cierre del 2016, se registró en 57.96 %.

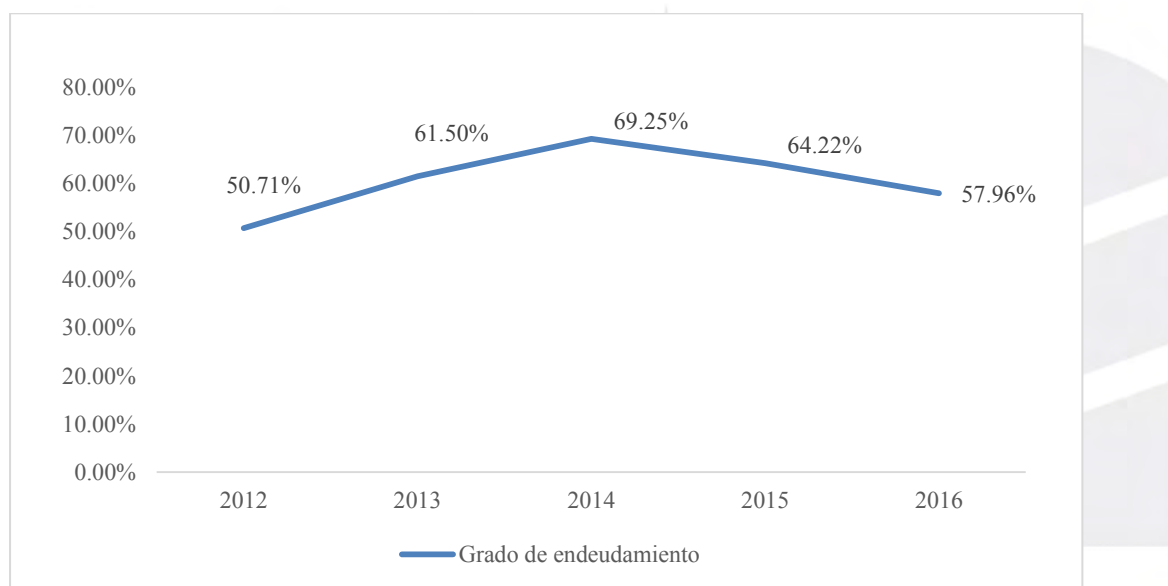


Figura 28. Grado de endeudamiento en % pasivo total/activo total (millones S/). Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/2unwX3>

Es notorio, y en algunos casos redundante, hablar sobre el principal canal de financiamiento de Alicorp, que se concentra en casi un 70 % en la emisión de su programa de bonos corporativos. En la Figura 29, se observa la parte proporcional que representa cada tipo de deuda al 2016 según los estados financieros.

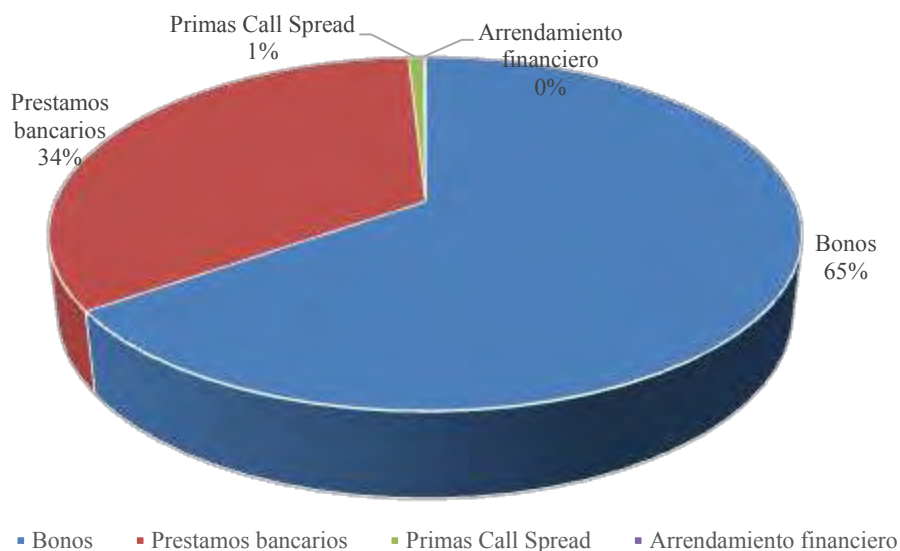


Figura 29. Pasivos financieros por tipo de deuda. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/2unwX3>

Una noticia que concentró la atención de muchos empresarios e inversionistas fue la publicación de la revista de negocios *Semana Económica* titulada “A contracorriente: Alicorp sube meta de crecimiento, pese a desaceleración del sector”. En dicho artículo Ruberto (2017, 9 de agosto) escribió:

Recientemente, Alicorp presentó un hecho de importancia mencionando que podrían emitir localmente hasta un máximo de S/1,500 millones (alrededor de USD 460 millones). Según Scotiabank, una próxima emisión de bonos sugiere que Alicorp podría estar preparándose para una adquisición internacional. “Las fusiones y adquisiciones son parte de la estrategia. Creemos que la fortaleza de nuestro balance nos lo permite. Sin embargo, es difícil prever cuando se dará”, señaló Alfredo Perez Gubbins, CEO de Alicorp.

Para la firma Fitch (2017, 28 de abril), Alicorp está en posición de crecer inorgánicamente debido a su capacidad de apalancamiento (cercana a 1x) y su perfil

financiero. Los países de Bolivia, Perú y Ecuador son los mercados en el que podría darse la compra.

Diferentes firmas financieras, calificadoras de riesgo, entre otros diarios y revistas de economía local e internacional, coinciden en que Alicorp se encuentra en perfectas condiciones para seguir emitiendo deuda, y es recomendable mantener la política de emisión de bonos corporativos como su mejor alternativa y fuente para fondearse de efectivo y equivalentes de efectivo.

2.3. Análisis de Capital de Trabajo

El capital de trabajo neto se define como la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes de una empresa. Otro concepto usado es que el capital de trabajo es el exceso entre los activos corrientes y pasivos. Asimismo, se considera como la inversión que realiza la empresa en activos a corto plazo (efectivo, valores negociables, cuentas por cobrar, inventarios), teniendo siempre en cuenta que la administración del capital de trabajo determina la posición de liquidez de la empresa.

2.3.1. Óptimos del capital de trabajo

De acuerdo a lo explicado, el capital de trabajo óptimo es aquel que la empresa necesita para operar con normalidad, a corto plazo, el óptimo de inventarios, cuentas por cobrar, cuentas por pagar y efectivo para operar.

La Tabla 14 indica que la evolución del capital de trabajo de Alicorp se debe al incremento de S/94.1 millones en cuentas por cobrar, reduciendo los días de cuentas por cobrar a 46 días. Por otro lado, se muestra el manejo proactivo del inventario de acuicultura de S/67.5 millones junto con una reducción en el inventario de quinua de S/51.9 millones. Además, S/67.0 millones, debido a menores compras de inventario de materias primas junto con menores niveles de deuda, permitieron realizar prepagos a los proveedores.

Tabla 14

Capital de Trabajo

Alicorp (miles S/)	2012	2013	2014	2015	2016
Efectivo	496,070	90,774	99,521	112,529	273,483
Cuentas por cobrar comerciales	746,555	948,126	977,714	986,522	970,736
Inventarios	754,328	790,247	987,579	1'010,787	779,036
Cuentas por pagar comerciales	531,729	680,260	1,001,484	1'315,393	1'247,380
Capital de trabajo óptimo	1'465,224	1'148,887	1'063,330	794,445	775,875

Nota. Tomado de *Información financiera* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/2unwX3>

Tabla 15

Indicadores de Gestión del Capital de Trabajo

Alicorp (en miles de soles)	2012	2013	2014	2015	2016
Rotación de cuentas por cobrar	4.9	5.1	5.2	6.1	6.2
Periodo Promedio de Cobro (PPC)	72.9	70.9	69.8	59.4	58.1
Rotación de inventarios	4.3	5.4	4.6	4.7	5.9
Periodo Promedio de Inventario (PPI)	83.4	67.1	77.8	77.2	60.7
Rotación de cuentas por pagar	5.7	5.5	4.1	3.3	3.4
Periodo Promedio de Pago (PPP)	63.4	65.0	87.2	107.6	105.3
Ciclo operativo	156.3	138.0	147.5	136.6	118.8
Ciclo de conversión de efectivo	93.0	73.0	60.3	28.9	13.4

Nota. Tomado de *Información financiera* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/2unwX3>

Como se explica en la Tabla 15, Alicorp redujo exitosamente su ciclo de conversión de efectivo de 28.9 a 13.4 días al cierre de diciembre 2016 como consecuencia de una disminución en sus niveles de inventario en 21 % y un incremento en las cobranzas de 8.8 %.

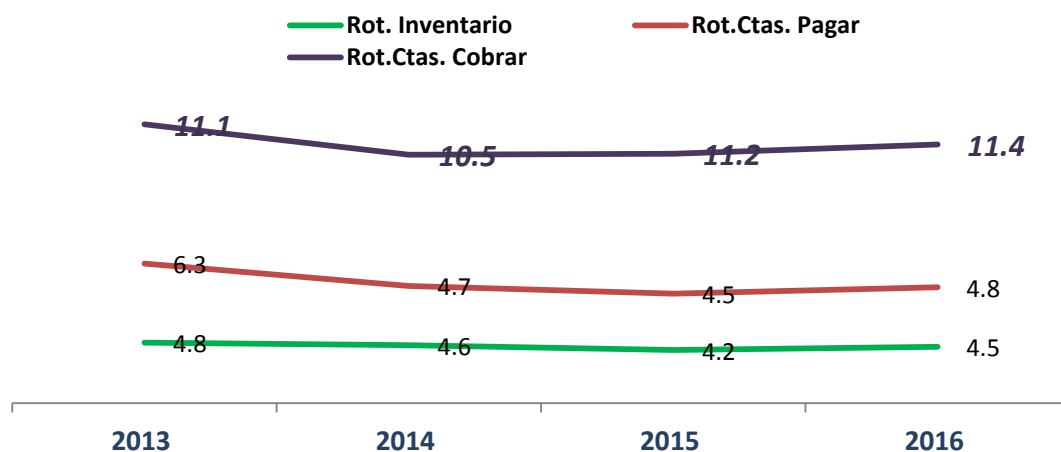


Figura 30. Días promedio de capital de trabajo de la empresa Alicorp. Tomado de *Información financiera* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/2unwX3>

La Figura 30 indica una acertada política de créditos que impide la inmovilización de fondos en cuentas por cobrar. Se observa un ligero incremento de la rotación 11.4 y 11.2 en los años 2016 y 2015, respectivamente. La rotación del inventario muestra un ligero incremento en la movilidad del capital invertido producto de un manejo proactivo en el mismo. Finalmente, la variación de la rotación de cuentas por pagar se debe a prepagos realizados a los proveedores.

Tabla 16

Capital de Trabajo Óptimo

Alicorp (miles S/)	2017	2018	2019	2020	2021
Efectivo	158,621	186,795	186,118	200,458	207,011
Cuentas por cobrar comerciales	1'184,451	1'196,426	1'284,329	1'332,001	1'401,583
Inventarios	973,533	975,520	1'053,630	1'092,922	1'151,625
Cuentas por pagar comerciales	1'357,991	1'431,264	1'507,371	1'583,439	1'658,000
Capital de trabajo óptimo	958,614	927,477	1'016,705	1'041,942	1'102,220

En la Tabla 16, se observa el capital de trabajo óptimo proyectado para los cinco años siguientes, así como también, en la Tabla 17, se observa la gestión de los ratios principales del capital de trabajo

Tabla 17

Indicadores de Gestión Proyectados del Capital de Trabajo

Alicorp (miles S/)	2017	2018	2019	2020	2021
Capital de trabajo (miles S/)	958,614	927,477	1'016,705	1'041,942	1'102,220
Capital de trabajo/ventas (%)	21.4 %	20.7 %	22.7 %	23.3 %	24.6 %

El promedio del capital de trabajo respecto a las ventas es 22.6 %, por lo que se considera que es el promedio de nivel de liquidez necesario para atender sus operaciones comerciales.

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

Durante el 2016, se reperfiló la deuda a corto plazo con la tercera y cuarta emisión de bonos locales por un total de S/230.2 MM. Al cierre de diciembre 2016, la deuda ascendió a S/1'631MM y S/ 2'089 MM, al cierre de diciembre 2015. La deuda está compuesta por bonos internaciones, locales y préstamos bancarios a corto y largo plazo. Los bonos representan un 65 % de la deuda total, por lo cual, y en línea con lo que viene realizando Alicorp, se cree conveniente que se mantenga con la emisión de bonos entre 3 y 7 años, mejorando el perfil de financiamiento de deuda, extendiendo la duración promedio de las obligaciones financieras y, al mismo tiempo, minimizando el costo financiero.

2.4. Análisis de Valor

2.4.1. Valorización de la empresa

Alicorp cuenta con operaciones propias en Perú, Argentina, Ecuador, Chile y Brasil, con oficinas comerciales en Centroamérica, y exporta sus productos a más de 23 países. Los ingresos de Alicorp, sin tomar en cuenta las eliminaciones generadas por ventas entre sus subsidiarias, refiere que, en el 2016, Perú aportó 58 % (55 % en 2015) y 42 % provino de países vecinos. De entre estos últimos, destacaron Ecuador, que aportó 9.8 %, Argentina 6.1 %, Chile 5.8 % y Brasil 5.7 % de los ingresos del 2016. Los ingresos generados en Uruguay representaron 13.7 % de los ingresos externos; país que centralizó las operaciones de compra de las materias primas, principalmente el trigo y la soya.

A partir del 2012, Alicorp gestionó sus actividades basadas en tres unidades de negocio, consumo masivo, productos industriales y acuicultura. De este modo, el consumo masivo aportó el 56 % de los ingresos, los productos industriales (B2B) con 23 % y la acuicultura con 22 %. Asimismo, se precisa que el 69 % de los ingresos de la unidad de negocio de consumo masivo se generaron en Perú.

Supuestos para la proyección de ingresos por ventas. Para efectos de valorización de la empresa, la proyección de los ingresos por ventas se realizará en dos tramos: i) proyección de la economía de Perú y ii) las proyecciones de la economía de los demás países.

Ingresos por ventas en Perú. En Perú, se evalúa la performance de la economía global, de la demanda interna, enfocado en el consumo privado y de la producción agrícola; puesto que Perú es el país matriz, a nivel individual aporta más de la mitad del total de ingresos consolidados de la empresa y de la principal unidad de negocio, como es consumo masivo, con 58 % y 69 %, respectivamente.

El Instituto Nacional de Estadística e Informática de Perú (INEI), en su Informe Técnico N.º 08 - Agosto 2017, sostiene que la producción nacional en junio 2017 creció 3.64 %, registrando 95 meses de crecimiento continuo, y, en lo que va del año, la producción nacional registra un crecimiento acumulado de 2.30 %. Por su parte, el Marco Macroeconómico Multianual 2018-2021 presentado por el Ministerio de Economía y Finanzas y aprobado en Sesión de Consejos de Ministros de agosto 2017, proyecta terminar el 2017 con un crecimiento del PBI nacional de 2.8 %, y, para los siguientes cuatro años, crecer a un ritmo de 4.0 %; en tanto que, para el consumo privado, que representa 63.5 % del total del PBI nacional, proyecta un crecimiento de 2.3 % para el 2017, 2.8 % en el 2018, 3.7 % en el 2019 y 4.0 % hasta el 2021; asimismo, para la proyección del sector agrícola, considera decrecer 0.5 % en el 2017 y luego crecer a 3.9 % para los siguientes cuatro años, como se presenta en la Tabla 18.

Luego de conocer el crecimiento esperado de la economía nacional, del consumo privado y del sector agrícola, y la participación de cada uno de estos sectores dentro de la economía nacional, se proyecta, ponderando la participación y la tendencia de las unidades de negocio, lo siguiente: i) en consumo masivo, para los años 2017 y 2018, se considera continuar con la tendencia de su participación respecto al PBI del consumo privado registrado

en los últimos cuatro años, y, para los años 2019, 2020 y 2021, se estima mantener la participación resultante en el año 2018; ii) en productos industriales (B2B), para los años 2017, 2018 y 2019, se contempla continuar con la tendencia creciente de la participación que se tiene respecto al PBI agrícola, y, para los años 2020 y 2021, se desea mantener la participación resultante en el año 2019. Los ingresos de venta por unidad de negocio se presentan en la Tabla 19.

Tabla 18

Supuestos del Crecimiento de la Producción Nacional (PBI) de Perú, del Consumo Privado y Sector Agrícola

PBI en millones S/	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total, en millones S/	501,699	515,746	536,376	557,831	580,144	603,350
Variación %	3.9 %	2.8 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %
Consumo privado, en millones S/	318,707	326,038	335,167	348,238	361,819	375,930
Variación %	3.4 %	2.3 %	2.8 %	3.9 %	3.9 %	3.9 %
Participación de consumo privado en el PBI total	63.5 %	63.2 %	62.5 %	62.4 %	62.4 %	62.3 %
Agrícola, en millones S/	15,583	15,508	16,113	16,741	17,394	18,072
Variación %	1.2 %	-0.5 %	3.9 %	3.9 %	3.9 %	3.9 %
Participación del PBI Agrícola en el PBI Total	3.1 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %

Nota. Tomado de *Marco macroeconómico multianual 2018-2021* (Ministerio de Economía y Finanzas del Perú, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/ZGmPHG>

Tabla 19

Supuestos de los Ingresos por Venta por Unidad de Negocio en Perú

Ingresos por ventas (en miles S/)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas total, miles S/	4,040,731	4,186,503	4,405,255	4,613,057	4,792,966	4,979,892
Variación %	3.2 %	3.6 %	5.2 %	4.7 %	3.9 %	3.9 %
Participación en el PBI	0.81 %	0.81 %	0.82 %	0.83 %	0.83 %	0.83 %
Consumo masivo, miles S/	2'547,464	2'661,617	2'790,855	2'899,698	3'012,787	3'130,285
Variación %	3.1 %	4.5 %	4.9%	3.9%	3.9%	3.9 %
Participación PBI consumo privado	0.8 %	0.8 %	0.8%	0.8%	0.8%	0.8 %
Productos industriales (B2B), miles S/	1'493,267	1'524,886	1'614,400	1'713,359	1'780,180	1'849,607
Variación %	3.5 %	2.1 %	5.9%	6.1 %	3.9 %	3.9 %
Participación del PBI agrícola	9.6 %	9.8 %	10.0%	10.2 %	10.2 %	10.2 %

Ingresos por ventas en los demás países. Se tienen los siguientes:

- Ecuador genera ingresos por venta que provienen principalmente de la acuicultura y registra tendencia creciente en los últimos tres años (76 % en 2014, 11 % en 2015 y 16 % en 2016); sin embargo, debido a la ralentización de su crecimiento en los últimos años, se toma el crecimiento promedio de los últimos dos años (13.5 %). Se estima un decrecimiento de 1.6 % durante el 2017.
- Argentina se encuentra atravesando una etapa de recesión económica provocada principalmente por la débil inversión privada, inflación creciente, las restricciones para importar y la menor demanda de Brasil. El FMI estima una recuperación de su PBI de 2.2 % para el 2017 y 2.3 % para el 2018. Los ingresos provienen por la venta de productos de consumo masivo, y, en los últimos cuatro años, fueron S/627 MM, S/573 MM, S/645 MM y S/525 MM (variaciones -8.7 %, 12.5 % y -18.5 % en 2014, 2015 y 2016, respectivamente), por lo que se considera el promedio de las ventas que se generan cada cuatro años (S/592 MM, S/584 MM, S/586 MM, S/572 MM y S/584 MM).
- Chile estuvo impactado por el débil desempeño de la demanda interna debido al bajo consumo y la desaceleración de inversiones y bajo aporte del comercio exterior; el FMI espera un crecimiento de 1.7 % en el 2017 y 2.3 % al 2018. Así, reportó ventas de S/351 MM, S/495 MM, S/545 MM y S/499 MM del 2013 al 2016, respectivamente, que provienen principalmente de la acuicultura, específicamente del salmón del Atlántico que registró un crecimiento anual de 0.7 %; el mismo que se considera para las proyecciones de los siguientes años (Subsecretaría de Pesca y Acuicultura, 2017).
- Brasil, en el 2016, registró la mayor contracción (-3.6 %) desde 1996, debido a una caída casi generalizada de los sectores económicos y se resalta menor inversión privada. El FMI estimó su recuperación con un crecimiento de 0.2 % en

el 2017 y 1.7 % para el 2018 gracias a una menor incertidumbre política, la distensión de la política monetaria y el avance del programa de reformas. Del 2013 al 2016, reportó ingresos por ventas de S/507 MM, S/552 MM, S/468 MM y S/492 MM, tomando el mismo índice de crecimiento registrado en el 2016, de 5.1 % para los siguientes años.

Tabla 20

Supuestos de los Ingresos por Ventas Consolidado

Ingresos por países	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Perú	5'054,906	5'225,474	5'504,718	5'761,134	5'987,506	6'220,142
Argentina	525,565	592,934	584,221	586,934	572,414	584,126
Brasil	492,303	517,381	543,735	571,433	600,541	631,132
Chile	499,585	503,082	506,604	510,150	513,721	517,317
Ecuador	853,428	968,703	1'099,548	1'248,067	1'416,646	1'607,996
Uruguay	1'189,521	1'432,952	1'399,645	1'512,571	1'538,132	1'611,268
Otros	53,500	51,956	53,454	52,970	52,793	53,072
Eliminaciones	-2'040,019	-2'351,791	-2'518,051	-2'629,807	-2'740,332	-2'892,651
Ingresos por venta en miles S/	6'628,789	6'940,690	7'173,873	7'613,452	7'941,421	8'332,402

La Tabla 20 presenta los ingresos por ventas esperadas consolidadas y la Tabla 18 muestra los ingresos por venta esperadas por unidad de negocio que fueron elaborados según participación que registraron históricamente, debido a que mantienen su estructura participativa.

Tabla 21

Supuestos de los Ingresos por Ventas por Unidad de Negocio

Ingresos en miles de S/	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Consumo masivo	3'684,789	3'882,380	4'000,301	4'252,060	4'431,765	4'651,771
Perú	2'547,464	2'661,617	2'790,8551	2'899,698	3'012,787	3'130,285
Resto de países	1'137,325	1'220,762	1'209,446	1'352,361	1'418,978	1'521,486
Productos industriales (B2B)	1'512,218	1'561,125	1'625,071	1'718,546	1'795,759	1'882,500
Acuicultura	1'430,370	1'496,445	1'547,355	1'641,833	1'712,734	1'796,966
Otros	1,412	1,478	1,528	1,622	1,692	1,775

Se cuenta con información de los estados financieros de Alicorp, al primer semestre del 2017, en el cual se refleja que, a dicho periodo, logra un crecimiento de 6.3 % de manera individual (ventas en Perú) y 11.4 % a nivel consolidado (ventas nacional y extranjera); lo que le ha permitido al CEO de la compañía anunciar el aumento en la expectativa de crecimiento para este año: del rango 3 % - 5 % a 5 % - 7 %; de lograr este crecimiento, estaría cerca de alcanzar su meta de crecimiento anual de 6.5 %, fijado hasta el 2019.

Además, este estimado sorprende si se considera la débil situación económica que atraviesa el país y la región y la desaceleración del consumo privado en el Perú, a raíz del impacto del fenómeno de El Niño y el escándalo Odebrecht (Semana Económica, 2017), como también se indica en el punto 2.2.3. sobre la posible emisión de deuda. No obstante, resta un semestre. En los últimos cuatro años, se refleja que las ventas del primer semestre son menores a las que se registran en el segundo semestre (en el 2016 fueron 46.7 % y 53.3 %) y registraron un menor crecimiento (3.7 % en el primer semestre y 2.8 % en el segundo semestre).

Supuestos para la proyección del costo de ventas. Debido a que los costos de ventas mantienen una estructura casi estable respecto a los ingresos por país y por unidad de negocio, se espera que se conserve en los siguientes años. Para las proyecciones, se considera el promedio de los últimos dos años.

Tabla 22

Supuestos de la Estructura de Costo Respecto a los Ingresos por Ventas por País

Costo de ventas por países (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Perú	70.5	70.3	70.4	70.4	70.5	70.5
Argentina	72.0	72.1	72.0	72.1	72.0	72.1
Brasil	65.5	64.6	65.1	64.8	65.0	64.9
Chile	88.4	88.0	88.2	88.1	88.2	88.1
Ecuador	84.6	82.5	83.6	83.0	83.3	83.1
Uruguay	96.2	96.1	96.1	96.1	96.1	96.1
Otros	14.0	13.1	13.6	13.4	13.5	13.4
Eliminaciones	96.0	96.2	96.1	96.2	96.1	96.1
Costo Total/Ventas	69.7	69.2	69.0	69.2	69.3	69.4

Tabla 23

Supuestos de la Estructura de Costo de Ventas Respecto a los Ingresos por Ventas por Unidad de Negocio

Costo de ventas	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Consumo masivo (en miles de S/)	2'349,711	2'456,937	2'524,679	2'693,017	2'810,999	2'952,741
Consumo masivo (%)	50.9	51.2	51.0	51.1	51.1	51.1
Productos industriales (B2B), en miles de S/	1'128,880	1'166,482	1'205,769	1'282,360	1'340,525	1'407,077
Productos industriales (B2B) (%)	24.4	24.3	24.4	24.3	24.3	24.3
Acuicultura (en miles S/)	1'140,912	1'175,547	1'216,884	1'293,255	1'352,399	1'419,286
Acuicultura (%)	24.7	24.5	24.6	24.5	24.6	24.6
Otros (en miles S/)	1,300	1,350	1,392	1,483	1,549	1,626
Otros (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Supuestos para la proyección de los gastos de ventas y distribución y de los gastos administrativos. Al igual que los costos de ventas, los gastos de ventas y de distribución, así como los gastos administrativos, mantienen una permanente estructura respecto a los ingresos por país y por unidad de negocio que se espera se conserven en los siguientes años. Para las proyecciones, se considera el promedio de los últimos dos años.

Tabla 24

Supuestos de la Estructura de los Gastos de Ventas y de Distribución Respecto a las Ventas Totales por País

Gastos de ventas y distribución (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Perú	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1
Argentina	20.8	20.4	20.6	20.5	20.5	20.5
Brasil	23.9	22.5	23.2	22.9	23.1	23.0
Chile	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
Ecuador	4.9	5.1	5.0	5.1	5.0	5.0
Uruguay	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros	9.6	10.1	9.8	10.0	9.9	9.9
Eliminaciones	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
Total gasto de venta y distribución	14.1	14.0	14.3	14.1	14.0	13.9

Tabla 25

Supuestos de la Estructura de los Gastos Administrativos Respecto a las Ventas Totales por País

Gastos administrativos (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Perú	6.6	6.1	6.3	6.2	6.3	6.3
Argentina	7.5	7.8	7.6	7.7	7.7	7.7
Brasil	7.6	7.4	7.5	7.5	7.5	7.5
Chile	3.7	3.3	3.5	3.4	3.5	3.4
Ecuador	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
Uruguay	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Otros	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
Eliminaciones	2.2	1.8	2.0	1.9	1.9	1.9
Total gastos administrativos	6.2	5.9	6.1	6.0	6.0	5.9

Tabla 26

Supuestos de la Estructura de los Gastos de Ventas y de Distribución y de los Gastos Administrativos Respecto a las Ventas por Unidad de Negocio

Gastos de ventas, distribución y administrativos	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Consumo masivo (en miles de S/)	972,969	999,520	1'055,946	1'100,345	1'145,325	1'193,889
Consumo masivo (%)	72.3	72.2	72.2	72.2	72.2	72.2
Productos industriales (B2B) (en miles de S/)	239,075	255,879	264,890	278,858	288,784	301,797
Productos industriales (B2B), %	17.8	18.5	18.1	18.3	18.2	18.2
Acuicultura (en miles de S/)	130,296	123,521	135,954	138,826	145,982	151,400
Acuicultura (%)	9.7	8.9	9.3	9.1	9.2	9.2
Otros (en miles de S/)	4,204	4,324	4,566	4,759	4,953	5,163
Otros (%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

Supuestos para la proyección del CAPEX. El Capex estimado mantiene la performance de los activos fijo bruto que viene registrando sus componentes durante los últimos cinco años: adiciones, retiros, transferencias, compras de subsidiarias, conversión, plusvalía, deterioro, depreciación del periodo y acumulada. En el 2017, se consideran las adiciones por inversiones reveladas por información periodística económica (Gestión, 2017)

Tabla 27

Supuestos Proyecciones de Capex

Activo fijo (en miles de S/)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Activo fijo bruto inicial	3'353,194	3'380,936	3'471,829	3'528,143	3'555,755	3'567,279
Inversiones anuales	23,567	197,405	163,187	135,854	121,713	129,877
Depreciación del periodo	99,766	106,512	106,873	108,243	110,189	109,934
Depreciación acumulada	1'430,512	1'537,024	1'643,897	1'752,140	1'862,328	1'972,262
Activo fijo neto	1'946,249	1'843,912	1'827,932	1'776,003	1'693,426	1'595,017

En línea con los estimados del Capex, Alicorp estaría preparándose para una adquisición internacional; esto debido que a inicios de agosto 2017 presentó como hecho de importancia que la Superintendencia de Mercado de Valores daría un programa de emisión de bonos corporativos hasta por un monto de S/1,500 millones (USD 460 millones). Respecto a eso, Alfredo Pérez Gubbins, CEO de Alicorp, señaló: “Las fusiones y adquisiciones son parte de la estrategia. Creemos que la fortaleza de nuestro balance nos lo permite. Sin embargo, es difícil prever cuando se dará” (Semana Económica, 2017).

Supuestos de la tasa de descuento: costo de capital promedio ponderado. La tasa de descuento es la tasa que resulta de la ponderación del costo de deuda de los accionistas y el costo de deuda de financiamiento de terceros, en consecuencia, se calcula previamente el costo de cada fuente de financiamiento:

- La deuda de terceros, del 2014 al 2016, disminuyó 37 %, variando de S/2'574,115 miles a S/1'613,370 miles, con un costo promedio total que también disminuyó de 7.40 % en el 2014 a 6.15 % en el 2016 debido a un plan de reestructuración de deuda de reemplazar préstamos bancarios por bonos. La deuda de terceros está compuesta por préstamos bancarios, bonos corporativos, arrendamientos financieros y primas por *call spread* en 34 %, 65 %, 0.1 % y 0.8 % en el 2016, y su costo promedio ponderado de dichos financiamientos fueron 4.45 %, 7.01 %, 10.13 % y 7.38 %, respectivamente.

- La deuda o capital de los accionistas (total patrimonio de la empresa), del 2014 al 2016, incrementó su participación en 23 % debido a la disminución de la deuda de terceros. Su costo promedio varió de 16.3 % a 14.8 % gracias a la disminución de la tasa libre de riesgo y el menor apalancamiento; asimismo, en el cálculo de este costo, se tomó en consideración el riesgo del sector medido a través del indicador beta, la asignación de la prima de riesgo de mercado y la prima de riesgo país.

En la Tabla 28, se presenta la evolución que tuvo el costo de deuda proveniente de terceros y de los accionistas y de forma global el Costo de Capital Promedio Ponderado (CCPP). La tasa de descuento a utilizar para el descuento de flujos será el CCPP de los últimos dos años, resultando 8.66 %.

Tabla 28

Supuesto de la Tasa de Descuento

Composición del CCPP	2014	2015	2016	2017
Costo Capital Promedio Ponderado (CCPP), %	8.61	8.35	8.82	8.51
Costo de deuda después de impuesto, %	5.18	4.27	4.43	4.33
Costo de deuda antes de impuesto, %	7.40	5.94	6.15	6.15
Costo de patrimonio (%)	16.35	15.66	14.87	14.28
Participación de deuda (%)	69.25	64.22	57.96	57.96
Tasa de impuesto (%)	30.00	28.00	28.00	29.50
Participación de Patrimonio (%)	30.75	35.78	42.04	42.04
Tasa libre de riesgo (%)	7.33	7.21	7.08	7.08
Beta desapalancado	0.66	0.66	0.66	0.66
Beta apalancado	1.71	1.52	1.32	1.31
Pasivo/patrimonio (%)	2.25	1.80	1.38	1.38
Prima de riesgo de mercado (%)	4.34	4.24	4.39	4.39
Prima de riesgo país (%)	1.62	2.01	2.00	1.47

Otros supuestos. Se tienen los siguientes:

- Impuestos
- Participación de los empleados de la empresa: los colaboradores de las empresas participan en la distribución de las utilidades que se genera en cada ejercicio de acuerdo al sector en que se desempeña. Las empresas que se desenvuelven en el sector industrial, como es el caso de Alicorp, reparten el 10 % de las utilidades; porcentaje fijado por el entonces Ministerio de Trabajo y Promoción Social hace

19 años (Decreto Supremo N.º 009-98.TR), que, para la proyección, se mantiene en 10 %.

- Perpetuidad: supone la generación de flujos de caja en el tiempo de una empresa en marcha, cuyo horizonte de vida es infinita; distinto al valor residual que se considera en proyectos con horizonte de vida finita. Para el cálculo de la perpetuidad, se considera el ratio de crecimiento que generaría en los últimos cinco años de estudio (2017-2021), resultando un crecimiento de 4.7 %.

Valorización de la empresa Alicorp. Tomando como base el flujo de caja libre calculado, se determina el valor de la empresa empleando el modelo de descuento de los flujos de caja. El valor presente neto (VAN) obtenido de los flujos de la empresa es S/8'970,068 miles, y, descontando la deuda financiera de S/1'630,529, el valor de la empresa asciende a S/7'339,539.

Asimismo, para calcular el valor de la acción, se divide el valor de la empresa entre el número de acciones (854'580,281), lo que resulta S/8.59 por acción. Este valor por acción obtenido es mayor al valor por acción que se viene negociando (septiembre 2017) en la Bolsa de Valores de Lima que se sitúa en S/9.0. En la Tabla 29 se muestra la valorización de Alicorp.

Tabla 29

Valorización de Alicorp

	2017	2018	2019	2020	2021
Flujo de Caja Libre	240,532	299,564	329,858	379,143	10,985,741
Costo de Capital Promedio Ponderado	8.66%				
Tasa de Crecimiento de largo plazo	4.7%				
Valor Actual Neto (VAN)	8,970,068				
Deuda Financiera	1,630,529				
Valor de la Empresa	7,339,539				
Número veces EBITDA	12.3				
Número de Acciones	854,580				
Valor de la Acción	8.59				

Para efectos de contrastar la metodología empleada del Flujo de Caja Libre, se realizará la valorización por dividendos de Gordon y Saphiro, para ello se aplicará la siguiente formula:

$$PPA = \frac{DPA_e}{(k_e - g)}$$

Donde:

PPA: Precio por acción

DPA e: Dividendo por acción estimada

Ke: Costo de los recursos propios

g: Tasa de crecimiento anual de dividendos

Para poder aplicar la formula del modelo de Gordon y Saphiro, el DP Ae se determina multiplicando el BPAe (Beneficio por la acción estimada) por el *Pay Out*, que es porcentaje de utilidades que se distribuye como dividendos, asimismo para hallar “g”, se multiplica el ROE * (1 – pay out).

Según las notas de los estados financieros, Alicorp en el 2016 distribuyó dividendos por S/ 46,147,000 y la utilidad neta ascendió a S/ 157,473,000 determinando un *Pay Out* de 29.3%, en el año 2015 no se aprobó distribuir dividendos, en el año 2014 distribuyó dividendos por S/ 102,550,000 y la utilidad neta ascendió a S/ 368,888,000 el *Pay Out* ascendió a 27.8%. En la Tabla 30 se puede apreciar la distribución de dividendos de los años 2012 al 2016.

Tabla 30

Distribución de dividendos del 2012 al 2016

Estados financieros	Fecha de aprobación	Utilidad neta	Distribución de dividendos	Pay Out	Dividendos por acción
2016	30.03.2016	157,473,000	46,147,000	29.3%	0.054
2014	27.03.2014	368,888,000	102,550,000	27.8%	0.120
2013	25.03.2013	351,390,000	102,549,000	29.2%	0.120
2012	29.03.2012	322,510,000	162,370,000	50.3%	0.190

Según la Tabla 30 se observa una tendencia decreciente de los dividendos por acción, en el 2012 representó un 0.190 por acción y al 2016 disminuyó a 0.054; asimismo el *Pay Out* disminuyó de 50.3% en el 2012 a 29.3% en el 2016. Es por ello que al determinar el DPAe el importe resultante asciende ínfimamente a 0.036. En la Tabla 31 se puede apreciar el cálculo de la valorización en base al método de Gordon y Saphiro.

Tabla 31

<i>Valorización precio de la acción</i>	
Concepto	Importe
PPA	0.539
DPA e	0.036
ke	14.87%
g	8.28%
Nro. Acciones	854,580,201
Valor Total	460,746,158

De los cálculos expresado en la Tabla 31 podemos deducir que si se aplica el modelo Gordon y Saphiro, el precio de la acción se subvalua radicalmente a 0.539; debido que la empresa únicamente distribuye dividendos solo un 28.55% de la utilidad neta, y el dividendo por acción solo representó S/ 0.054 al 2016.

Para que el modelo de Gordon y Saphiro sea aplicable y útil para la valorización de una empresa, esta última tiene que distribuir dividendos por lo menos un 80% de la utilidad neta, de lo contrario los cálculos del precio de las acciones podrían estar totalmente distantes de la realidad, además el modelo supone que el crecimiento constante de los dividendos y la tasa de descuento utilizada no va a cambiar nunca en el futuro, por ende para el presente ejercicio de valorización de la empresa Alicorp, se aplica y se sustenta en el modelo de Flujo de Caja Libre Descontado.

Análisis de riesgos. Debido a que el modelo financiero usado para la valorización de la empresa está conformado por inputs de valor, los mismos que tendrán un comportamiento distinto de los supuestos considerados, se complementa la valorización con un análisis de riesgo.

Según la Tabla 32, el análisis de riesgo inicia con el escenario base, se emplea el modelo probabilístico y se comporta bajo una distribución normal mediante ratios esperados como promedio de los cinco años proyectados y su desviación estándar del mismo periodo que representa el riesgo.

Tabla 32

Supuestos de Comportamiento de los Inputs de Valor

Ebitda	Ratio	Desviación
Ingresos	4.7 %	1.0 %
Costo ventas/ingresos	-69.2 %	0.2 %
Gasto de ventas y distrib./ingresos	-14.1 %	0.1 %
Gastos administrativos/ingresos	-6.0 %	0.1 %
Otros ingresos y gastos/ingresos	-0.4 %	0.1 %
Capital de trabajo		
Periodo Promedio Cobro (PPC)	58.5	0.1
Periodo Promedio Inventario (PPI)	65.7	1.4
Periodo Promedio Pago (PPP)	106.1	0.2
Efectivo/ventas	3.3 %	0.2 %

Se realizó 500 posibles escenarios (iteraciones) con el cual se obtuvo el mismo número de valor que tendría la empresa y valor de la acción, presentándose un resumen de las cifras en la Tabla 33: valor promedio de S/8.1, valor mínimo de S/3.7, valor máximo de S/14.9 y una desviación estándar de S/1.8.

Asimismo, considerando el valor promedio y su desviación estándar, la Tabla 34 muestra la probabilidad que tendría el valor de la acción, concluyendo que existe 85.4 % de probabilidad de que el valor de la acción sea mayor que el valor de mercado.

Tabla 33

Resumen Estadístico del Valor de la Acción

Componentes	
Media	8.1
Error típico	0.1
Mediana	7.8
Desviación estándar	1.8
Varianza de la muestra	3.3
Curtosis	1.2
Coefficiente de asimetría	0.8
Rango	11.1
Mínimo	3.7
Máximo	14.6
Suma	4,046.0
Cuenta	500.0

Tabla 34

Sensibilidad del Valor de la Acción

Precio Acción	Zeta	Probabilidad (%)
4.0	-2.3	1.2
6.0	-1.2	12.4
8.0	-0.1	48.0
10.0	1.1	85.4
12.0	2.2	98.4
14.0	3.3	99.9
16.0	4.4	100.0
Probabilidad del precio por acción		%
Menor a S/0		0.0
Entre S/ 0 - S/ 4.0		1.2
Entre S/ 4.0 - S/ 6.0		11.2
Entre S/ 6.0 - S/ 8.0		35.5
Entre S/ 8.0 - S/ 10.0		37.4
Entre S/ 10.0 - S/ 12.0		13.1
Entre S/ 12.0 - S/ 14.0		1.5
Entre S/ 14.0 - S/ 16.0		0.1

2.5. Conclusiones

- Alicorp se ha caracterizado por el crecimiento orgánico e inorgánico, las adquisiciones de empresas del sector de consumo masivo y la innovación de marcas de alimentos cuyo posicionamiento en el mercado ha sido de alta relevancia y ha permitido a la compañía ser líder en su sector, y como resultado, se muestran los indicadores financieros al cierre del periodo 2016.

- La principal línea de negocio de Alicorp (consumo masivo) es el eje de crecimiento y representa un 70 % del total de sus ventas. Ello ha hecho posible el posicionamiento en el *ranking* número uno de sus productos en el mercado local e internacional. La compañía mantiene un plan agresivo en incrementar el *market share* en la región.
- Alicorp ha sido el foco de atención por sus decisiones acertadas en superar el bache financiero durante los años 2014 y 2015, debido a la emisión de deuda en dólares estadounidenses sin esperar una acelerada depreciación de la moneda local. Muchos avizoraban una tendencia negativa; sin embargo, para el asombro de los especuladores, al cierre del periodo 2016, Alicorp revirtió todo resultado desfavorable y su utilidad se incrementó de S/157,473 (2015) a S/302,139 (2016) miles de millones.
- Para un sólido crecimiento, Alicorp busca enfocarse en los productos existentes para potenciarlos y convertirlos así en los primeros en el mercado. Por otro lado, parte de su estrategia de crecimiento es buscar adquirir nuevos negocios atractivos en términos de margen. Adicionalmente, de acuerdo con su estrategia, se enfoca en tres pilares: crecimiento, eficiencias y personas.
- Se ha mejorado de manera importante el ciclo de efectivo en el último trimestre del año 2016. Dicho ciclo de efectivo ha mejorado de manera importante a través de la adecuada administración de los inventarios y cuentas por cobrar.
- Los ingresos por venta de Alicorp, en el 2016, se generaron en 76 % en Perú y 24 % en el extranjero; asimismo, por unidad de negocio, el consumo masivo representó el 56 % del total de ingresos, de los cuales 69 % fueron en Perú; así como productos industriales (B2B) en 23 % y acuicultura con 22 %.

- Alicorp, en los siguientes cinco años, tendría un crecimiento en sus ventas de 4.7 % de manera consolidada y 4.3 % de manera individual, crecimiento levemente superior al crecimiento proyectado del PBI de Perú y sus ventas mantendría su participación en 0.8 % del PBI nacional.
- El valor de la empresa estimado asciende a S/8'970,068 miles con un valor por acción de S/8.59, cifra levemente mayor a lo que se viene negociando en el mercado en el mes de septiembre de 2017 por S/9.0. El valor de la acción tendría un valor promedio de S/8.1, con un mínimo de S/3.7 y un máximo de S/14.9.



Capítulo III: Plan Financiero

En el Capítulo I del presente trabajo, denominado “Plan Financiero Empresarial para Alicorp S.A.A. y Subsidiarias”, se desarrolló un análisis del sector de consumo masivo local, dando a conocer sus principales indicadores financieros, como el crecimiento en los últimos años, las tendencias y las expectativas a corto y largo plazo. Continuando con la exposición del plan financiero, en el capítulo II, se analizó la estructura óptima de capital y el capital de trabajo, y, en base a proyecciones e *inputs* de valor, se ejecutó la valorización de la compañía, determinada también por sus acciones.

En el capítulo III, se analizan ciertas propuestas que puedan generar valor para Alicorp y que, a su vez, ayuden a cumplir con la meta establecida en un futuro. Se estudiaron posibles compras tanto adquisiciones de empresas como líneas de negocio, así como también cuánto más podría mejorar en su gestión. Fueron cinco propuestas, de las cuales, luego de analizar los resultados, se decidió por una de ellas.

3.1. Objetivos y Metas del Plan

El plan financiero formulado para Alicorp tiene como objetivo coadyuvar con el cumplimiento de las metas propuestas para los próximos años y proponer alternativas de inversión que tengan como resultado el incremento de valor de la empresa; en ese contexto, se cree que depende de futuras adquisiciones o de creación de nuevas unidades de negocio para lograr su crecimiento proyectado.

Asimismo, otro de los propósitos es lograr un posicionamiento en categorías donde no esté presente Alicorp o en las que tenga baja participación. Los objetivos para Alicorp se encuentran avalados y encaminados, partiendo de los buenos resultados logrados al 2016 y en los primeros trimestres del 2017, posterior al deterioro financiero suscitado en los años 2014 y 2015, originado por significativas pérdidas cambiarias.

Cabe mencionar que Jensen precisó que el análisis económico y la información disponible indican que la toma de control, las compras apalancadas y las reestructuraciones corporativas son actividades importantes que ayudan a la economía a adaptarse a los principales cambios relacionados con la competencia.

3.2. Propuestas

Se analizaron propuestas que Alicorp podría ejecutar con el objetivo de incrementar su valor, las cuales serían las siguientes: disminución del costo de deuda, mejoramiento de los índices de gestión y adquisición de una nueva unidad de negocio. Por esta última, se estudiaron dos enfoques: i) que la nueva línea de negocios se adquiriera mediante compra o ii) que se construya como una marca nueva de la empresa. A continuación, se presenta el análisis de cada propuesta.

3.2.1. Reducción del costo de deuda

Debido a un plan de reestructuración de deuda, en la que se reemplazó préstamos bancarios por bonos, se logró una disminución del costo de deuda de 7.4 % en el 2014 a 6.15 % en el 2016. Así también, según el análisis en el Capítulo II, Alicorp continúa en el reperfilamiento de su deuda a corto plazo, obteniendo un mejor perfil en el vencimiento de la deuda, extendiendo la obligación promedio de las obligaciones financieras y al mismo tiempo minimizando el costo financiero. Como se observa, no hay un margen de continuar con el mejoramiento de la tasa, ya que Alicorp se encuentra por ese camino.

En resumen, el costo de deuda antes de los impuestos es de 6.15 %, lo que está dentro de los parámetros si se compara la tasa mencionada con la tasa referencia del BCRP del mismo año, por lo que se encuentra casi al tope o existe poco margen de continuar con la reducción de la tasa. Adicionalmente, se ha comparado las tasas de las principales empresas del sector, obteniendo que Alicorp tiene el menor costo de deuda, 6.15 %, seguida de Laive con 6.35 % y, finalmente, Gloria con 6.38 %.

En la Tabla 35, se observan tres escenarios de reducción de la tasa de costo de deuda de Alicorp. El supuesto es reducir 1 % cada escenario, evaluando el impacto que tendría el ajuste en las tasas hacia los intereses. Actualmente, el costo por la deuda que tiene la empresa es de S/100,239 miles; de modo que si baja la tasa en 2 %, tercer escenario, el costo de la deuda sería S/67,629, logrando un ahorro por S/32,611 miles. Finalmente, ya no podría bajar más, puesto que la tasa de referencia del BCRP no lo permitiría.

Tabla 35

Escenarios del Costo de Deuda Antes de Impuestos

Deuda en miles S/	Costo deuda Antes Imp.	Ahorro en miles S/
1'630,529	6.15 %	100,239
	5.15 %	83,934
	4.15 %	67,629

3.2.2. Inversión en una nueva línea de negocio

Una de las alternativas que se ha analizado es la incorporación de una nueva categoría de negocio, esto es, los lácteos. Según la revista *Semana Económica* (2017), dicha adquisición es una opción atractiva, porque Alicorp no está presente en esa categoría, que complementaría su portafolio. En ese sentido, Laive, con un *market share* de 6.1 %, es un candidato viable, considerando que Alicorp puede rentabilizar de forma efectiva esta compra por la fuerte presencia en el canal tradicional, ya que del total de la composición de sus ingresos por línea de negocio, el 55.6 % corresponde a consumo masivo.

El mercado de productos lácteos en el Perú continuará en crecimiento. El consumo per cápita de productos lácteos viene aumentando a tasas superiores al 6 % y seguirá en ese ritmo; es decir, el mercado de lácteos se encuentra en expansión, siendo una gran oportunidad para que las empresas del sector pueden aprovecharla. Adicionalmente, se debe tomar en cuenta que el mercado peruano está entre los cuatro de mayor crecimiento a nivel mundial en cuanto al consumo per cápita y al gasto total en productos lácteos.

En el año 2000, el consumo per cápita era de 40 kilogramos y, al cierre del 2016, el consumo llegó a ser de 81 kilogramos aproximadamente. Es decir, los peruanos consumieron el doble de leche que hace 16 años; aunque siguió siendo una cantidad baja con relación a lo que se debería consumir.

Por otro lado, según el presidente de la Asociación de Industriales Lácteos, Rolando Piskulich, el peruano no está consumiendo toda la leche que debería. La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por sus siglas en inglés) recomienda el consumo de, al menos, 130 kilogramos por habitante al año. Además, precisa que, en el mismo tiempo, se ha logrado producir 100 % más que hace tres lustros (es decir, 1 893 000 toneladas anuales); no obstante, el consumo sobrepasa este nivel: el país consume 2 700 000 toneladas al año, pero produce menos que esa cantidad, por lo que existe un déficit de 30 % (Gestión, 2016).

Las principales firmas del negocio de lácteos son Laive y Gloria; las mismas que muestran un importante posicionamiento y preferencias en los consumidores por sus principales marcas. La adquisición de la unidad de negocios lácteos de las empresas mencionadas tendría un contundente impacto positivo en el valor de Alicorp.

Las cifras que se aprecian en la Tabla 36 son alentadoras para que Alicorp inicie a operar en el sector lácteo. Así, se observa que el total del sector mencionado creció a una tasa de 5.74 % y se proyecta para los siguientes años a una tasa promedio de 4.79 %.

La producción láctea en el Perú se ha concentrado principalmente en cuatro sectores industriales, representando el correspondiente a la leche evaporada el 56 % del total de la producción láctea. Esta información ha sido recuperada de la página web de la Asociación de Ganaderos, cuyas cifras, al 2016, no han sido publicadas hasta la fecha de culminación del presente trabajo.

Tabla 36

Producción Láctea en Perú por Sector Industrial (en Toneladas)

Productos	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Leche evaporada	407,472	417,627	445,218	469,482	478,281	499,772
Pasteurizada	126,921	126,952	130,741	132,949	132,978	142,416
Queso tipo suizo	10,471	11,116	11,441	12,005	13,578	14,278
Queso fresco	4,974	6,332	5,986	5,915	6,011	6,372
Queso mantecoso	446	429	452	513	638	711
Mantequilla	2,336	2,879	2,940	3,572	3,709	4,536
Cremas	3,828	4,704	5,892	6,321	6,913	6,048
Yogur	140,973	150,840	166,553	177,895	190,695	207,116
Manjar blanco	5,297	5,425	5,611	5,932	6,478	6,203
Total sector industrial	702,719	726,303	774,833	814,583	839,282	887,451
Total sector industrial (var. %)		3.36 %	6.68 %	5.13 %	3.03 %	5.74 %

Nota: Tomado de *Estadísticas* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2017). Recuperado de <http://www.asganaderoslima.org/estadisticas>

Inversión en crecimiento inorgánico. Alicorp, en la actualidad, mantiene una sólida situación financiera, sobre todo de liquidez; por ello, se cree que está en las condiciones para poder adquirir la unidad de negocio de lácteos de Laive. A continuación, se desarrolla el análisis en base a la información de Laive S.A., así como también la situación actual de Gloria.

Como se sabe, Laive S.A. fue fundada en octubre de 1910 en el departamento de Junín y Huancavelica, producto de la unión de tres haciendas. Así, se constituyó como la Sociedad Ganadera del Centro S.A. Posteriormente, en 1994, la compañía cambia su razón social a Laive S.A. En la actualidad, la empresa cuenta con cinco plantas de producción, tres laboratorios y un centro de distribución.

Laive S.A. ha basado su estrategia comercial en el desarrollo de nuevos productos. En ese sentido, amplió su portafolio con nuevas presentaciones y lanzamientos de productos con Biodefensa. De ese modo, se posiciona como una empresa innovadora, eficiente y socialmente responsable, integrada por personas comprometidas que producen y comercializan alimentos de calidad garantizada a través de marcas confiables, contribuyendo

a una alimentación saludable de sus consumidores, siendo su visión ser la empresa líder en innovación de productos alimenticios saludables. Las principales líneas de productos que actualmente comercializa con la marca que lleva su mismo nombre se muestran en la siguiente tabla.

Tabla 37

Lista de Productos Lácteos de Laive

Marcas	Productos
Laive	Leche Evaporada
	Leche UHT
	Yogurt
	Bebidas
	Quesos
	Mantequillas

Nota. Tomado de *Conoce nuestras marcas* (Laive, 2017). Recuperado de <http://laive.com.pe/laive/>

En el periodo 2016, se registró una facturación de S/526 millones y una utilidad neta de S/9 millones. En la Figura 32, se puede apreciar el continuo crecimiento de las ventas de Laive S.A. En el 2012, sus ventas ascendieron en S/397,585 miles, y, al 2016, se incrementaron en un 75 %, alcanzando una facturación de S/526,124 miles. Dicho escenario es una de las variables a considerar para una eventual adquisición.

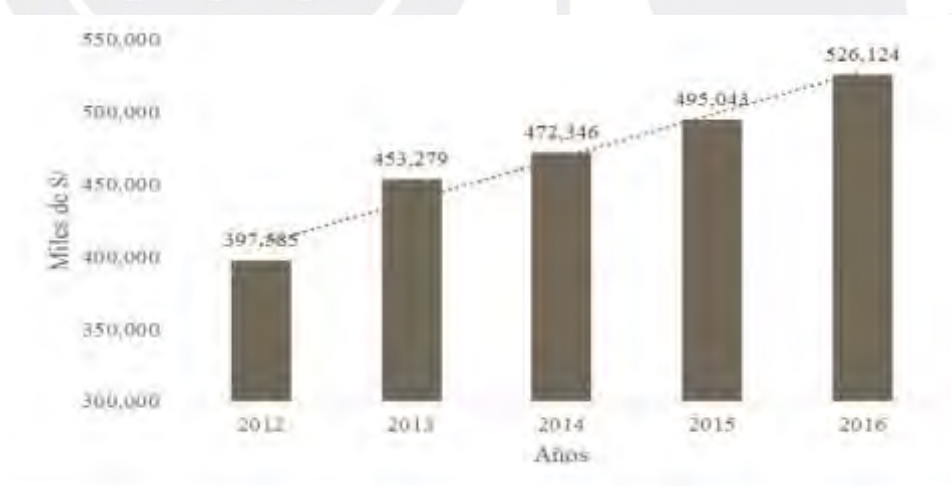


Figura 31. Ingresos de Laive S.A. de los años 2012 al 2016. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia de Mercado de Valores, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/2unwX3>

A pesar de la desaceleración del consumo masivo, producto del fenómeno de El Niño que se registró en el mes de marzo del presente año, Laive creció hasta un 13 % de sus ventas y duplicó su utilidad en el segundo trimestre del 2017. Asimismo, la empresa adquirió activos para la implementación y la remodelación de sus plantas de Lácteos y UHT (leche fresca), por un importe de casi S/6 millones, que terminarán de implementarse durante el 2017. Además, invirtió S/227,000 en equipos de producción para la planta de embutidos según informó la revista *Semana Económica*.

De esa forma, se realizó la valorización de Laive, tomando en consideración las tendencias propias de la empresa y del sector; por último, conociendo dicha información, se analizará la posibilidad de adquirirla y el impacto en el valor de Alicorp.

Por su parte, Gloria S.A. es una de las empresas más reconocidas en el mercado nacional, ya que se ha posicionado en el rubro de productos lácteos, y es la preferida en muchos hogares, supermercados, entre otros. Esta se constituyó por la General Milk Company Inc. el 5 de febrero de 1941, en la ciudad de Arequipa. Desde ese entonces, se gesta como la empresa líder en Perú. Al respecto, en el 2016, registró una facturación de S/4,603 millones y una utilidad neta de S/129 millones.

Gloria S.A. tiene como visión mantener el liderazgo en cada uno de los mercados en que participa, a través de la producción y la comercialización de bienes con marcas que garanticen un valor agregado. Asimismo, su misión es ser una corporación de capitales peruanos con un portafolio diversificado de negocios, con presencia y proyección internacional. Ella aspira satisfacer las necesidades de sus clientes y consumidores, con servicios y productos de la más alta calidad, y ser siempre su primera opción. En razón de lo anterior, en la siguiente Tabla 38, se aprecian los productos de la línea de negocio de lácteos de Gloria S.A.

Tabla 38

Lista de Marcas y Productos de Gloria en el Rubro Lácteos

Marca	Producto
Gloria	Leche evaporada
	Leche UHT
	Leche en Polvo
	Yogurt
	Néctar
	Refrescos
	Mantequilla
	Crema de Leche
Pura Vida	Leche condensada
	Leche evaporada
	Leche UHT
	Leche en Polvo
Soy Vida	Yogurt
	Leche evaporada
	Leche UHT
	Leche en Polvo

Nota. Tomado de *Fundamento de clasificación de riesgo. Gloria S.A.* (Class & Asociados S.A., 2015). Recuperado de <http://www.classrating.com/Gloria.pdf>

Una de las principales razones que Alicorp tendría como argumento en adquirir la empresa Gloria S.A., y así incursionar en el sector de lácteos y quesos, sería el posicionamiento en el mercado que ha logrado dicha empresa desde sus inicios; sin embargo, para efectos del presente análisis, se consideran también los sucesos de coyuntura actual, como el escándalo de Pura Vida, sucedido en el mes de junio, que ha repercutido negativamente en sus ventas por S/50,000 miles solo al segundo trimestre del 2017.

El diario *Gestión* (2017) informó que este resultado se debió al impacto generado por la suspensión temporal del registro sanitario de Pura Vida Nutrimax en junio de 2017. Como se recuerda, en dicho mes, estalló la noticia de que la Autoridad Panameña de Seguridad de Alimentos (Aupsa) ordenó suspender el ingreso a su país de la leche Pura Vida Nutrimax, debido a que no cumplía con las normas del Codex Alimentario.

Gloria admitió que la leche Pura Vida Nutrimax —que también se comercializaba en Perú— era modificada, con lo que se inició un escándalo mediático en el país, que ocasionó la suspensión temporal de las ventas del citado producto.

A pesar de que Gloria previó que ese resultado sería revertido en los siguientes trimestres del año, por experiencia de casos similares, en donde la reputación empresarial por la falta de transparencia en la información de sus productos impactó negativamente, se cree que los consumidores se inclinarán en preferir otras marcas, dejando de lado a Gloria, lo cual ya se está reflejando en sus estados financieros trimestrales del presente ejercicio 2017.

Bajo los argumentos expuestos en los párrafos anteriores, no convendría a la empresa Alicorp analizar la posibilidad de adquirir la línea de negocios lácteos de Gloria, dado que se encuentra en una situación desfavorable originada por una crisis reputacional, y no se avizora que dicha situación se revierta a corto plazo; por ende, a la empresa Alicorp le sería conveniente la adquisición de la línea de negocios lácteos de Laive o crear su propia unidad de negocio en este sector.

Revisando las potenciales empresas a ser adquiridas en el mercado local, se tiene que las empresas Laive y Gloria cuentan con líneas de negocio de lácteos, que fueron analizadas anteriormente de manera individual. De ello, se sabe que Gloria, de manera íntegra, se dedica a la línea de lácteos, que predomina en el mercado con un 89 % de las ventas, y, aunque sea una empresa de gran envergadura (valorizada en S/4'208,106 miles, sería complicado su adquisición.

Por su parte, la evaluación de Laive revela que tiene una participación de mercado del 11 %, con una valorización de S/245,449 miles, y cuenta con tres unidades de negocio: lácteos, derivados de la fruta y cárnicos. Para efectos de tentar una posible compra de solo la unidad de negocio de lácteos, se evaluó dicha unidad de forma individual.

La unidad de negocio de lácteos de la empresa Laive, en el 2016, representó el 78 % de sus ventas totales; además, el costo de venta y los gastos administrativos representaron el 96 % de las ventas totales. Por otro lado, aportó 77 % en la utilidad operativa, siendo su margen sobre ventas 4 %. Finalmente, cuenta con S/202,096 miles de Capex.

Al respecto, se observa que su estructura de costos es muy elevada comparada con la de Gloria, 96 % versus 84 %, convirtiéndose esta debilidad, junto con una menor tasa de descuento, en una herramienta (sinergia de gastos y mejor costo de capital) para Alicorp al momento de negociar el precio a pagar.

La valorización de esta unidad de negocio, con la misma metodología de la valorización efectuada a Alicorp, y que se detalla en el Capítulo II, resultó en S/110,059, que representa 5.5 veces su ebitda.

Tabla 39

Valorización de Nueva Unidad de Negocio Lácteo Laive

Descripción	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos	428,730	450,139	476,551	506,795	535,378
Costo de ventas	-345,409	-362,706	-384,133	-409,040	-431,902
Margen bruto	83,320	87,433	92,418	97,756	103,476
Gastos administrativos y otros	-63,244	-66,411	-70,334	-74,895	-79,081
Ebitda	20,076	21,022	22,084	22,861	24,395
Depreciación	-8,811	-9,545	-9,992	-10,335	-10,894
Ebit	11,265	11,477	12,092	12,527	13,502
Impuesto 29.5 %	-3,323	-3,386	-3,567	-3,695	-3,983
Participación de empleados 10 %	-1,127	-1,148	-1,209	-1,253	-1,350
Depreciación	8,811	9,545	9,992	10,335	10,894
Nopat	15,627	16,488	17,308	17,913	19,062
Capex	-9,284	-10,557	-11,067	-10,022	-11,468
Inversión en capital de trabajo	-999	-2,535	-2,817	-3,225	-3,301
Perpetuidad					130,153
Flujo de caja libre	5,344	3,397	3,424	4,666	134,445
Costo de capital Promedio Ponderado	9.04 %				
Tasa de crecimiento de largo plazo	5.44 %				
Valor Actual Neto (VAN)	110,059				
Número de veces Ebitda	5.5				

En la Tabla 39, se observa que la adquisición de la compra de la línea de negocios de lácteos de Laive determina un VAN de S/110,059 miles, con una tasa de crecimiento de 5.44 %, por lo que la posible inversión se torna atractiva, salvo que con la evaluación de la siguiente propuesta resulte más atractivo.

Inversión en crecimiento orgánico. Alicorp es una empresa que se ha caracterizado por la innovación de sus productos y lanzamientos de nuevas marcas al mercado, lo cual, a lo largo de su historia, ha tenido éxito, llegando a posicionarse en el *ranking* número uno de preferencia. Asimismo, la compañía ha construido y mantiene una reputación en la calidad de sus productos, comprometidos en incentivar el consumo de productos saludables.

De lo expuesto en el párrafo anterior, se debe agregar que la empresa cuenta con una red nacional de distribución; canales y puntos de venta; clientes altamente fidelizados, y talento humano idóneo para poder crear su propia línea de productos lácteos, y así competir con las empresas Laive y Gloria.

Para conocer los nuevos flujos de efectivo que generará esta nueva unidad de negocio, se proyectaron los ingresos por ventas, costos, gastos, requerimiento de capital de trabajo y de Capex de las dos empresas líderes, Gloria y Laive, y que concentran el mercado de lácteos. Así, en las proyecciones de Laive, se considera solo la parte relacionada a lácteos, dejando de lado sus otras dos unidades de negocio, cárnicos y derivados de la fruta.

Dichas proyecciones se realizaron manteniendo la misma metodología utilizada en las proyecciones de la empresa Alicorp, definidas en el Capítulo II, que consiste en proyectar el crecimiento de los sectores (PBI por sectores), en el cual desarrollan sus actividades, luego determinar la participación en el sector, y los costos y los gastos de acuerdo a sus estructuras de costo revelados en los años previos.

Contando con las proyecciones de ingresos y egresos del mercado lácteos, medido a través de Gloria y Laive, se detallan los siguientes supuestos asumidos para determinar los flujos de la unidad de negocio a crear:

- Ingresos por ventas: se considera restar la participación escalonada de las ventas que generarían las dos empresas que concentran el mercado de lácteos: Gloria y Laive; teniendo así que, para el primer año, le restaría 1 % de las ventas a Laive y Gloria de manera individual, hasta llegar a un 5 % en el quinto año, manteniendo el mismo universo de las futuras ventas de lácteos. La participación de mercado con Alicorp como nuevo competidor, al quinto año (2021), sería 11 % Laive, 84 % de Gloria y 5% Alicorp; en el 2016 fue 88% Gloria y 12% Laive, según se observa en la Tabla 34.
- Costo de venta, gastos de venta y distribución y gastos administrativos: estos costos y gastos a Gloria le representan 84% de sus ventas y a Laive, 96 %. En ese sentido, Alicorp, al ser una empresa de mayor tamaño que Gloria, obtendría mejor estructura de costos; sin embargo, asume su misma estructura de costos. En esta estructura de costos y gastos, definitivamente, Alicorp tendría mayor ventaja sobre Laive.
- Capex: Alicorp, en términos de ventas, alcanzaría una participación de mercado del 5 %, que representaría el 43 % de las ventas de Laive (6 % de Gloria).
Contando con esta información la inversión en activos fijos se considera el 50 % del valor que registró Laive en el 2016. Su depreciación y requerimiento por mejoras tendría un comportamiento similar al de Laive.
- Impuestos y participación de los empleados: estos gastos cuentan con índices establecidos, 29.5 % en impuestos y 10 % en participaciones.

- Perpetuidad: la perpetuidad asume el crecimiento que tendría el mercado de lácteos en los siguientes años, que es 3.3 % en promedio estable.
- La valorización de esta nueva unidad de negocio resulta un valor de S/150,763 miles, lo que representa 7.1 veces el ebitda promedio de los siguientes cinco años. Es preciso indicar que este valor podría ser mayor con las sinergias que obtendría la nueva unidad de negocio dentro de la empresa. Asimismo, se cuenta con el capital necesario para la inversión que demanda sin recurrir a financiamiento. Al término del 2016, Alicorp, registró S/ 273,483 miles en efectivo y equivalente a efectivo (4.1 % respecto a las ventas) y la inversión requerida (S/135,195 miles) representa 2.0 % de dicho efectivo.

Para Alicorp, contar con la nueva unidad de negocios de lácteos, la creación orgánica le genera mayor valor principalmente por mejoras en su estructura de costos y gastos y un menor costo de financiamiento. En la Tabla 41, se observa que el VAN obtenido por el proyecto es de S/ 150,763 con una tasa de crecimiento de 3.31%, con lo cual la inversión es mucho más atractiva y rentable, debido a que el VAN es mucho mayor en comparación del primer proyecto propuesto.

Tabla 40

Proyección de Ingresos de Nueva Unidad de Negocio Lácteos

Ingresos por lácteos	2017	2018	2019	2020	2021
Laive	428,730	450,139	476,551	506,795	535,378
Gloria	3'607,497	3'708,448	3'817,202	3'934,772	4'062,327
Total lácteos	4'036,227	4'158,587	4'293,753	4'441,567	4'597,706
Participación Laive	1.0 %	2.0 %	3.0 %	4.0 %	5.0 %
Participación Gloria	1.0 %	2.0 %	3.0 %	4.0 %	5.0 %
Ingresos posterior a la creación de UN					
a) Laive	424,442	441,136	462,255	486,524	508,609
b) Gloria	3'571,422	3'634,279	3'702,686	3'777,381	3'859,211
c) Alicorp	40,362	83,172	128,813	177,663	229,885
Total lácteos	4'036,227	4'158,587	4'293,753	4'441,567	4'597,706

Tabla 41

Proyección de Ingresos de Nueva Unidad de Negocio Lácteos

Descripción	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos	40,362	83,172	128,813	177,663	229,885
Costo de ventas	-28,657	-59,052	-91,457	-126,141	-163,219
Margen Bruto	11,705	24,120	37,356	51,522	66,667
Gastos administrativos y otros	-5,247	-10,812	-16,746	-23,096	-29,885
Ebitda	6,458	13,307	20,610	28,426	36,782
Depreciación	-8,811	-9,545	-9,992	-10,335	-10,894
Ebit	-2,353	3,763	10,618	18,092	25,888
Impuesto 29.5 %	694	-1,110	-3,132	-5,337	-7,637
Participación de empleados 10 %	235	-376	-1,062	-1,809	-2,589
Depreciación	8,811	9,545	9,992	10,335	10,894
Nopat	7,387	11,821	16,416	21,280	26,556
Capex	-101,048	-9,284	-10,557	-11,067	-10,022
Inversión en capital de trabajo	-243	-501	-775	-1,069	-1,383
Perpetuidad					307,436
Flujo de caja libre	-93,903	2,037	5,083	9,144	322,586
Costo de capital promedio ponderado	8.66 %				
Tasa de crecimiento a largo plazo	3.31 %				
Valor Actual Neto (VAN)	150,763				
Número de veces ebitda	7.1				

3.2.3. Eficiencias operativas e indicadores de gestión

A diferencia de años anteriores, Alicorp se encuentra en un buen momento después de haber optado por iniciativas que mejoraron sus resultados, así como proyectar otras que ayudarán a continuar fortaleciendo y consolidando la capacidad de compra y administración de materias primas de Alicorp; además de decisiones de optimizaciones operativas. Según la memoria de Alicorp, en general, el 2016 fue un año muy bueno en términos de gestión de balance. Por ejemplo, la empresa logró reducir su ciclo de conversión de efectivo a 24 días, incrementar la duración de la deuda, reducir el nivel de endeudamiento y mantener un bien *rating* crediticio entre las diferentes clasificadoras de riesgo.

Tabla 42

Comparación de Ratios de Gestión

Descripción	2015	2016
CCE (días)	42.9	24.3
Evolución de Capex (% ventas)	3.4 %	1.3 %

En la Tabla 42, se puede observar la eficiente gestión en el cuarto trimestre de 2015 versus 2016. De 42.9 días a 24.3 días, se redujo el ciclo de conversión de efectivo, como consecuencia de una reducción en sus niveles de inventario e incremento en las cobranzas. Así también, la evolución del Capex representó un 3.4 % en el último trimestre de 2015 y 1.3 % en el último trimestre de 2016.

Se observa, en la Tabla 43 y en la Figura 32, que en el ratio de ciclo de conversión de efectivo, al 2016, Alicorp obtiene el indicador por 13.43 días; le sigue Laive con 38.12 días y Gloria con 75.35 días. Esto nos permite deducir que Alicorp no tiene que enfocarse en mejorar el indicador mencionado, dado que se tiene el óptimo y el más conveniente.

Tabla 43

Ciclo de Conversión de Efectivo de las Principales Empresas del Sector

Empresa	2012	2013	2014	2015	2016
Alicorp S.A.A.	92.96	72.95	60.31	28.91	13.43
Gloria S.A.	67.54	73.85	74.34	74.76	75.35
Laive S.A.	44.25	42.04	39.91	37.00	38.12

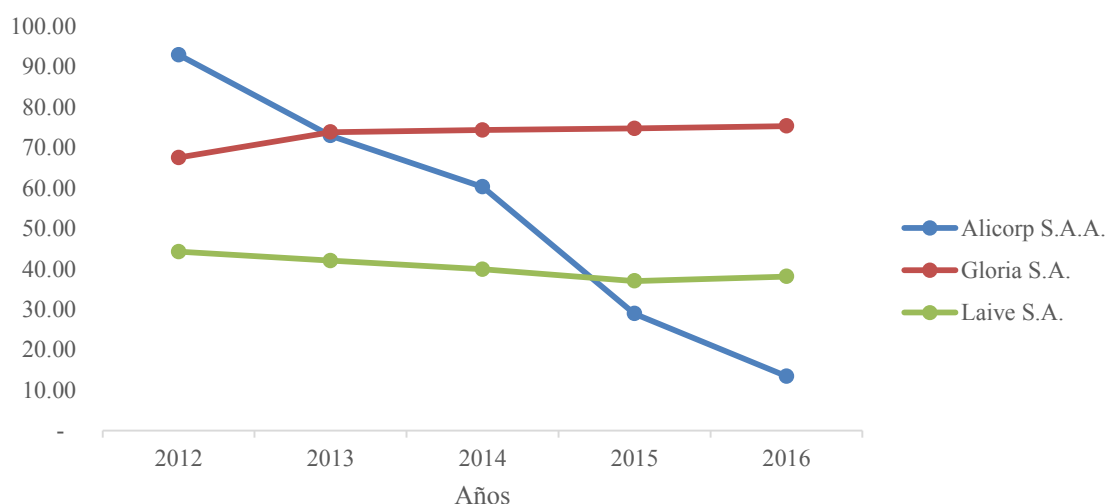


Figura 32. Ciclo de conversión de efectivo de las principales empresas del sector. Tomado de *Información financiera por periodo* (Superintendencia de Mercado de Valores, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/jMAe7B>

Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones

4.1. Conclusiones

- El sector de consumo masivo en el Perú se encuentra concentrado en cuatro grandes empresas, lo que evidencia una posible barrera para la entrada de nuevos competidores y/o un gran desafío para las empresas que intenten ingresar a dicho mercado.
- Las principales empresas del sector de consumo masivo, registran adecuados ratios financieros, tales como: altos niveles de liquidez, su estructura financiera ha mantenido los pasivos como principal fuente de financiamiento y han mejorado su gestión de cobranzas. Sin embargo la excepción es la empresa Lindley, que al 2016 es la empresa con mayor deuda y menor grado de propiedad.
- Alicorp mantiene su estrategia de triplicar el valor de la compañía: vender USD 5 billones al 2021, lo cual no lograría si solo estima crecer orgánicamente; necesita contar también con adquisiciones que la ayuden a crecer inorgánicamente.
- Alicorp ha sido el centro de atención del entorno empresarial por sus decisiones acertadas en superar el bache financiero durante los años 2014 y 2015, a pesar de un mercado desfavorable, Alicorp obtuvo buenos resultados durante el 2016, lo que hace ver que la empresa está en la capacidad para enfrentar cualquier escenario adverso, mediante la creatividad y eficiencias, lo que la hace atractiva para los inversionistas.
- La empresa ha enfocado su crecimiento en el lanzamiento de nuevas marcas de productos y el continuo crecimiento de los existentes, es decir, potenciarlos y

convertirlos en los primeros en el mercado. Por otro lado, parte de su estrategia es adquirir nuevos negocios atractivos en términos de margen.

- La capacidad productiva de Alicorp se refleja como producto del alto liderazgo que posee a nivel nacional, la diversificación de productos y el lanzamiento de productos. Todos los factores antes mencionados mostraron una solidez en los resultados al cierre del año 2016.
- A través de un adecuado manejo de los inventarios y cuentas por cobrar, Alicorp logró reducir su ciclo de conversión en efectivo al 50% aproximadamente con respecto al año anterior 2015, ello también tiene su efecto en los favorables índices de liquidez.
- En base a un riguroso análisis fundamental y la aplicación del modelo del Flujo de Caja Libre, se determina que Alicorp está valorizada en S/ 7,339,539 miles de Soles, que equivale a 12.3 veces el EBITDA y el valor de la acción asciende a S/ 8.59.
- Alicorp cuenta con un sólido equipo interno para adquisiciones, que le permite evaluar sinergias. Este contacto con la empresa tiene el objetivo de realizar una oferta en base a los aspectos analizados, como comerciales, legales, tributarios, etc., para finalmente cerrar la oferta.
- En cuanto a la administración en la innovación de productos de Alicorp, busca siempre diversificarse mediante el manejo de marcas a todo nivel con diferentes roles estratégicos: *premium*, media y económica; como por ejemplo, Bolívar, Opal y Marsella, respectivamente.
- El bajo nivel de apalancamiento, a lo cual habría contribuido el fortalecimiento de las últimas adquisiciones, tales como menor distribución de dividendos y

reducción de Capex, permite conocer el buen rendimiento de la compañía para responder ante cualquier situación desfavorable del mercado.

4.2. Recomendaciones

- Incursionar en el sector de lácteos para que coadyuve a incrementar el valor de la empresa. La evaluación realizada concluye que genera mayor valor crear una unidad de negocio de manera orgánica que de manera inorgánica (compra de la unidad de negocio de Laive), S/ 150,763 miles versus S/ 110,059 miles. Con esta nueva unidad de negocio el valor de Alicorp pasaría de S/ 8'970,069 miles a S/ 9'120,831 miles (2% más).
- Ante la situación actual externa, considerando la administración del nuevo Gobierno de Estados Unidos de América y los constantes cambios de la política en la Reserva Federal de ese mismo país, se recomienda fortalecer las coberturas de los pasivos en moneda norteamericana para mitigar el riesgo ante un cambio brusco de la paridad del dólar americano sobre el sol peruano.
- A través del área de control de riesgos, la compañía tiene que fortalecer el estricto control de calidad de sus productos; en primer lugar, por el compromiso que tiene con la alimentación saludable con sus consumidores, y, en segundo lugar, para resguardar su propio prestigio obtenido; a fin de evitar caer en el riesgo reputacional como los acontecidos por empresas similares.
- Realizar la evaluación de todos sus proyectos en la generación de valor, considerando que Alicorp constantemente invierte en el lanzamiento de nuevos productos y en la adquisición de empresas perteneciente al sector de consumo masivo. Esto contribuirá significativamente en el incremento del valor de la empresa y, por ende, en la cotización de sus acciones.

- La compañía debe continuar con la política de reducción del costo financiero, optimización de la estructura de capital, mejoras de eficiencia operativas y desarrollar actividades y/o proyectos basados en la generación de valor.
- Continuar con la generación de mayor liquidez, producto de las eficiencias del capital de trabajo. Para el año 2016, el ciclo de conversión de caja disminuyó de 42.9 en el 2015 a 24.3 en el 2016. El incremento de la caja reduciría el nivel de apalancamiento, por ende el ratio Deuda neta/EBITDA reduciría también, logrando una eficiente gestión.
- Se recomienda en base a la estructura óptima de capital lograr un nivel de deuda en un rango de 30% a 40%, logrando así un mayor valor a la empresa, en el escenario que la empresa mantenga un nivel deuda inferior o mayor a lo recomendado se estaría destruyendo valor.
- Continuar con la política de reperfilamiento de deuda, a través de emisiones de bonos corporativos, lo cual ha significado una óptima estrategia de refinanciamiento a un menor costo financiero y atractivo para los inversionistas.

Referencias

Acción de Alicorp subió 2.5 % tras utilidad del primer trimestre (2017, mayo). *Semana Económica*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/mercados-y-finanzas/mercado-de-valores/225972-accion-de-alicorp-subio-2-5-tras-utilidad-del-primer-trimestre/>

Alicorp, ALI. (2017, 21 de octubre). *Investing.com*. Recuperado de <https://es.investing.com/equities/alicorp-technical>

Alicorp casi duplicó su utilidad neta en el 2016 (2017, febrero). *Semana Económica*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/214658-alicorp-casi-duplico-su-utilidad-neta-en-el-2016/>

Alicorp creará división de eficiencias en el segundo trimestre (2016, abril). *Semana Económica*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/187105-alicorp-creara-division-de-eficiencias-en-el-segundo-trimestre/>

Alicorp emite bonos por S/230 millones, la mayor colocación pública del 2016 realizada en soles. (2016, marzo). *Gestión*. Recuperado de <https://gestion.pe/empresas/alicorp-emite-bonos-s-230-millones-mayor-colocacion-publica-2016-realizada-soles-2156997>

Alicorp emitió bonos corporativos por S/.139 millones (2017, julio). *Semana Económica*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/235594-alicorp-emitio-bonos-corporativos-por-s-139-millones/>

Alicorp multiplicó por más de diez su utilidad neta en el segundo trimestre (2016, julio).

Semana Económica. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/195270-alicorp-multiplico-por-mas-de-diez-su-utilidad-neta-en-el-segundo-trimestre/>

Alicorp: superado el bache financiero, ¿podrá aumentar sus ingresos? (2016, noviembre).

Semana Económica. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/205087-alicorp-superado-el-bache-financiero-podra-aumentar-sus-ingresos/>

Alicorp S.A.A. (2015). *Reporte anual 2015*. Recuperado de

<https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/reportes-financieros/memoria-anual.html>

Alicorp S.A.A. (2016). *Reporte anual 2016*. Recuperado de

<https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/reportes-financieros/memoria-anual.html>

Alicorp S.A.A. (2017). *Presentación corporativa*. Recuperado de

https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/ckfinder/files/PresentacionCorporativa%201T17_julio.pdf

Alicorp S.A.A. (2017). *Memoria anual 2016*. Recuperado de <https://>

http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa21400_QUxJQ09SQzE.html

Alicorp S.A.A. (2017, 20 de octubre). *Nuestra visión, visión, pilares y valores*. Recuperado

de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/nosotros/vision-mision-y-valores.html>

Asociación de Ganaderos de Lima. (2017, 22 de abril). *Estadísticas*. Recuperado de

<http://www.asganaderoslima.org/estadisticas>

- Banco Central de Reserva del Perú. (2017). *Reporte de inflación: panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2017-2018*. Lima, Perú: Banco Central de Reserva del Perú.
- Chu, M. (2014). *Fundamentos de finanzas*. Lima, Perú: Fondo Editorial de la UPC.
- Class & Asociados S.A. (2015). *Fundamento de clasificación de riesgo. Gloria S.A.*
Recuperado de <http://www.classrating.com/Gloria.pdf>
- Fitch: Alicorp está en posición para crecer inorgánicamente (2017, abril). *Semana Económica*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/225426-fitch-alicorp-esta-en-posicion-para-crecer-inorganicamente/>
- García, C. (2014, 5 de marzo). *La recompra de acciones ¿estrategia acertada o no?*
Recuperado de <https://es.tradingfloor.com/articulos/la-recompra-de-acciones-estrategia-acertada-o-no-291112289>
- Grajales, D. (2008). Medición y análisis de un modelo para determinar la estructura óptima de capital. *Soluciones de Postgrado*. Recuperado de <http://repository.eia.edu.co:8080/bitstream/11190/623/1/RSO00007.pdf>
- International Financial Reporting Standards. (2017). *Normas NIIF. Parte A*.
- Laive. (2017, 21 de octubre). *Conoce nuestras marcas*. Recuperado de <http://laive.com.pe/laive/>
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. (2017). *Marco macroeconómico multianual 2018-2021*. Recuperado de <https://goo.gl/ZGmPHG>
- Moody's mantuvo la calificación de Alicorp en Baa3, con perspectiva estable (2016, mayo). *Semana Económica*. Recuperado de [http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-](http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/225426-fitch-alicorp-esta-en-posicion-para-crecer-inorganicamente/)

empresas/consumo-masivo/188828-%ef%bb%bf%ef%bb%bfmoodys-mantuvo-la-calificacion-de-alicorp-en-baa3-con-perspectiva-estable/

Paz, G. (2013, 17 de julio). *¿Emitir deudas o acciones? Esa es la cuestión*. Recuperado de <https://www.forbes.com.mx/emitir-deuda-o-acciones-esa-es-la-cuestion/>

Perú se ubica entre los países con menor consumo per cápita de leche al año. (2016, mayo). *Gestión*. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/peru-se-ubica-entre-paises-menor-consumo-per-capita-leche-al-ano-2162091>

Ricra, M. (2013). Estructura óptima de capital. *Revista Actualidad Empresarial*. Recuperado de <https://goo.gl/gHQg8W>

Robles, C. (2012). *Fundamentos de administración financiera*. Recuperado de <https://goo.gl/8aubdk>

Ross, S. Westerfield, R. y Jaffe, J. (2012). *Finanzas corporativas*. Recuperado de: <https://rosirismendoza.files.wordpress.com/2014/04/libro-finanzasross.pdf>

Ruberto, G. (2017, 9 de agosto). A contracorriente: Alicorp sube meta de crecimiento, pese a desaceleración del sector. *Semana Económica.com*. Recuperado de <https://goo.gl/X98wJ5>

Subsecretaría de Pesca y Acuicultura. (2017). *Informe sectorial de pesca y acuicultura*. Recuperado de http://www.subpesca.cl/portal/618/articles-98182_documento.pdf

Superintendencia del Mercado de Valores. (2016). *Información financiera por periodo*. Recuperado de <https://goo.gl/dzLunf>

Superintendencia del Mercado de Valores. (2017). *Información financiera*. Recuperado de <https://goo.gl/2unwX3>

Utilidad de Alicorp creció 46 % en el primer trimestre (2017, abril). *Semana Económica*.

Recuperado de <http://semanaeconomica.com/articulo/sectores-y-empresas/consumo-masivo/225742-utilidad-de-alicorp-crecio-46-en-el-primer-trimestre/>

Utilidad neta de Alicorp aumentó 22 % en el tercer trimestre (2016, noviembre). *Semana*

Económica. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/articulo/sectores-y-empresas/consumo-masivo/204156-utilidad-neta-de-alicorp-aumento-22-en-el-tercer-trimestre/>

Utilidad de Alicorp creció 71 % en el segundo trimestre. (2017, julio). *Semana Económica*.

Recuperado de <http://semanaeconomica.com/articulo/sectores-y-empresas/consumo-masivo/237171-utilidad-de-alicorp-crecio-71-en-el-segundo-trimestre/>

Ventas del Grupo Gloria caen en S/50 millones por caso Pura Vida. (2017, julio). *Gestión*.

Recuperado de <https://gestion.pe/empresas/ventas-grupo-gloria-caen-s-50-millones-caso-pura-vida-2196489>

