



“VALORACIÓN DE LA CORPORACIÓN LINDLEY S.A.”

**Trabajo de Investigación presentado para optar al Grado Académico de
Magíster en Finanzas**

Presentada por

Srta. Cheryl Yueenyi Sú Lay

Sr. Eric Miguel Champac Flores

Sr. Jorge Armando Enriquez Almonte

Asesor: Profesor Jorge Eduardo Lladó Marquez

2016

Resumen ejecutivo

El presente trabajo se ocupa de la valoración de la empresa Corporación Lindley S.A. bajo el método de flujos de caja descontados (FCD). El valor fundamental de las acciones de inversión que se obtuvo fue de S/. 3,09; es decir, 12% mayor a la última cotización publicada en la Bolsa de valores de Lima al 31 de diciembre del 2015, cuando se registró la cifra de S/. 2,75. En los últimos 5 años, su máximo precio fue de S/. 3,30 en el mes de mayo 2013. El valor patrimonial calculado de la Corporación Lindley asciende a US\$ 834 millones, con 580.981.459 acciones comunes y 71.965.514 acciones de inversión. Asimismo, la compañía cuenta con un nivel de endeudamiento de mercado moderado (Ratio de deuda sobre el patrimonio de 0,795). Para la valoración, se utilizó toda la información pública disponible de la empresa como, por ejemplo, los estados financieros consolidados auditados de los últimos 5 años.

Por otro lado, el precio final calculado de la acción de inversión se obtuvo con un costo promedio ponderado del capital (WACC) equivalente a 9,59%, el mismo, que resultó de una estructura de deuda de mercado que alcanza 0,795 veces su patrimonio. El costo de la deuda (K_d) resultó 4,64%, mientras que el costo exigido por el accionista (K_e) fue de 14,56%. En el caso del método de valoración con empresas comparables por múltiplos, se obtuvo un valor fundamental de las acciones de inversión de S/. 2,46, similar al valor obtenido mediante DCF. Bajo esta metodología, se seleccionaron a las empresas embotelladoras más importantes de la región, principalmente de México y Chile. Empresas como Embotelladora Andina, Arca Continental, Organización Cultiva, Coca-Cola Femsa y Fomento Económico Mexicano. Ahora bien, es preciso indicar que la compañía Arca Continental, empresa mexicana posicionada como la tercera mayor embotelladora de Coca Cola en el mundo y la segunda embotelladora en América Latina, adquirió el 60% de las acciones comunes y el 22% de las acciones de inversión de Corporación Lindley. Además, Arca Continental pagó USD 2,36 (S/. 7,63) por cada acción común y USD 0,89 (S/. 3,03) por cada acción de inversión, algo por debajo del valor obtenido mediante DCF. La compra de acciones se realizó en dos etapas, el 10 de setiembre del 2015 y 4 de enero del 2016.

Finalmente, del informe se concluye que el precio de la acción de inversión de Corporación Lindley se encuentra subvaluada en 12%, por lo cual se recomienda comprar o mantener la posición, principalmente por la baja penetración del mercado, el potencial mercado por explotar en provincias y las sinergias que se generarían por el ingreso de Arca Continental.

Índice

Resumen ejecutivo	ii
Índice de tablas.....	v
Índice de gráficos	vi
Índice de anexos	vii
Capítulo I. Introducción	1
Capítulo II. La empresa.....	2
1. Línea de negocio	2
2. Historia.....	2
3. Grupo económico.....	2
4. Cartera de productos	3
5. Cadena de valor.....	3
6. Proceso productivo.....	4
7. Capacidad instalada.....	5
8. Accionistas	5
9. La acción	6
10. Gobierno corporativo	7
10.1 Composición del Directorio	7
11. Responsabilidad social.....	7
12. Financiamiento.....	8
13. Dividendos	8
14. Análisis FODA.....	9
Capítulo III. Descripción de la industria	10
1. Consumo per cápita de bebidas.....	10
2. Factores que afectan la demanda.....	11
3. Mercado en Lima	11
4. Mercado a nivel nacional	11
5. Participación de mercado	11
6. Entorno competitivo.....	12

Capítulo IV. Análisis financiero.....	13
1. Ventas.....	13
2. Costos.....	13
3. Indicadores de desempeño	13
4. Política de inversión.....	14
Capítulo V. Análisis de riesgos.....	15
1. Riesgos operativos	15
2. Riesgos financieros	15
3. Riesgos regulatorios.....	15
Capítulo VI. Valoración	16
Bibliografía	17
Anexos	20

Índice de tablas

Tabla 1. Estructura accionaria Lindley	6
Tabla 2. Pago de dividendos	9
Tabla 3. Precio de la acción	16
Tabla 4. Compras Arca Continental.....	22
Tabla 5. Directorio de Corporación Lindley	27
Tabla 6. Ratios financieros.....	30
Tabla 7. Cálculo del costo de la deuda (K_d)	33
Tabla 8. Cálculo del costo de capital propio (K_e).....	33
Tabla 9. Cálculo del WACC	34
Tabla 10. Principales supuestos utilizados en las proyecciones.....	35
Tabla 11. Cálculo del precio de la acción de inversión.....	37
Tabla 12. Variables utilizadas	38
Tabla 13. Matriz de correlación	39
Tabla 14. Modelo 2: Mínimos cuadrados ordinarios	40
Tabla 15. Modelo 1: Mínimos cuadrados ordinarios	40
Tabla 16. Modelo 3: Mínimos cuadrados ordinarios	42
Tabla 17. Proyección bebidas con dulce y agua 2012 – 2020 (Millones de litros).....	43
Tabla 18. Flujo de caja proyectado (miles de dólares).....	44
Tabla 19. Empresas comparables	45
Tabla 20. Ratios EV/EBITDA	47
Tabla 21. Precio por acción de inversión	47
Tabla 22. Estados financieros proyectados	49

Índice de gráficos

Gráfico 1. Cadena de valor.....	4
Gráfico 2. Capacidad instalada	5
Gráfico 3. Evolución de precio de acciones. Lindley vs. Índice (2011-2015).....	6
Gráfico 4. Evolución del consumo per cápita de bebidas en litros Perú (2009- 2014).....	10
Gráfico 5. Consumo per cápita de gaseosas en litros (2012)	10
Gráfico 6. Participación de mercado nacional en gaseosas.....	12
Gráfico 7. Participación de mercado por producto 2015	12
Gráfico 8. Precio acción de inversión	16
Gráfico 9. Estructura de ventas Corporación Lindley.....	30
Gráfico 10. Costo de producción	31
Gráfico 11. Margen operativo.....	31
Gráfico 12. ROE Y ROA	31
Gráfico 13. Capital de trabajo	32
Gráfico 14. Estado de resultados.....	32
Gráfico 15. Evolución de las variables	38
Gráfico 16. Modelo 1: Residuos	41

Índice de anexos

Anexo 1. Línea de tiempo la Corporación Lindley	21
Anexo 2. Proceso de compra de Corporación Lindley por Arca Continental	22
Anexo 3. Plantas de Lindley	25
Anexo 4. Directorio de Corporación Lindley	27
Anexo 5. Análisis FODA y Fuerzas de Porter	28
Anexo 6. Análisis financiero.....	30
Anexo 7. Valoración	33
Anexo 8. Proyección de la venta.....	38
Anexo 9. Estimado del flujo de caja libre para la firma.....	44
Anexo 10. Múltiplos comparables	45
Anexo 11. Estados financieros proyectados.....	49

Capítulo I. Introducción

La Corporación José R. Lindley S.A., conocida como Corporación Lindley, es una empresa peruana fundada en 1910, dedicada a la fabricación y distribución de bebidas no alcohólicas. Si bien es principalmente conocida por la creación de la gaseosa Inca Kola, es también la embotelladora y distribuidora exclusiva de *The Coca-Cola Company* en el Perú. Es el líder del mercado de bebidas no alcohólicas de la industria peruana, con ingresos en el 2015 de PEN 2.4 mil millones y con una participación de mercado de 51,3% de todo su portafolio con respecto a las demás empresas y una participación de 75% en bebidas carbonatadas. La compañía cotiza en la Bolsa de valores de Lima, desde el año 1998, con el nombre de su acción de inversión: CORLINI1.

Asimismo, la empresa cuenta con ocho plantas a nivel nacional que permiten embotellar y distribuir sus productos con altos estándares de calidad. Estas plantas se localizan en las siguientes ciudades: Lima, Trujillo, Arequipa, Cusco e Iquitos. Esta última perteneciente a Embotelladora La Selva S.A., empresa subsidiaria de Corporación Lindley. La cartera de productos de la compañía comprende la producción de bebidas no alcohólicas, conformada por bebidas carbonatadas, refrescos, aguas y bebidas deportivas. Las bebidas carbonatadas incluyen las marcas *Coca-Cola*, *Fanta*, *Sprite* e Inca Kola que es la bebida de producción local, líder en el Perú. Las bebidas no carbonatadas a base de zumos de frutas, agua mineral, deportivas y energizantes son las siguientes: *Frugos*, *Aquarius*, San Luis, *Powerade* y *Burn*. Las bebidas carbonatadas contribuyen aproximadamente al 75% del volumen total de ventas, mientras que el rubro de agua embotellada representa un 13% del volumen de ventas.

Hay que señalar, también, que la gestión de Corporación Lindley se centra en el crecimiento del volumen y busca capturar el potencial sin explotar de las provincias en el interior del Perú.

Recientemente, la Corporación Lindley fue adquirida por Arca Continental, empresa mexicana que es la tercera mayor embotelladora de Coca Cola en el mundo y la segunda embotelladora en América Latina. El 10 de septiembre del 2015, la Corporación Lindley anunció la fusión de sus operaciones con Arca, se acordó comprar el 60% de las acciones con derecho a voto de Corporación Lindley por total de 819 millones de dólares. Como resultado de la operación, la calificadora de riesgo crediticio *Standard & Poor's* (S&P) elevó en dos grados la calificación de la deuda corporativa de largo plazo de Corporación Lindley. Así, la estrategia de la participación de Arca Continental en el control de Corporación Lindley es beneficiarse de una mayor escala de las operaciones y un mejor perfil de crédito.

Capítulo II. La empresa

1. Línea de negocio

La Corporación Lindley es una empresa cuya actividad principal es la elaboración, embotellamiento, distribución y venta de bebidas no alcohólicas: aguas gasificadas, jugos de pulpas y néctares de frutas. Asimismo, utiliza, a través de contratos de franquicia, ciertas marcas de propiedad de empresas relacionadas al Grupo como Corporación Inca Kola Perú S.R.L, *Schweppes Holdings Limited* y *The Coca-Cola Company*.

2. Historia

Los acontecimientos más relevantes en su historia son los siguientes (ver anexo 1):

- 1910: Inician las operaciones de la fábrica La Santa Rosa de José R. Lindley e hijos en el distrito del Rímac dedicada a bebidas carbonatadas.
- 1935: Primera aparición de Inca Kola en el mercado por los 400 años de la fundación de la ciudad de Lima.
- 1999: *The Coca-Cola Company* compró por 300 millones de dólares el 49% acciones de Corporación J.R. Lindley. Posteriormente, en el 2005, la familia Lindley recompra un paquete accionario importante mediante un acuerdo comercial.
- 2015: Arca Continental, empresa mexicana dedicada a la producción, distribución y venta de bebidas no alcohólicas de las marcas propiedad de *The Coca-Cola Company*, compra el 60% de las acciones comunes de la Corporación J.R. Lindley a miembros de la familia Lindley.

3. Grupo económico

Corporación Lindley S.A. forma parte del grupo económico Arca Continental S.A.B. Asimismo, la Corporación Lindley SA tiene como empresas subsidiarias a las siguientes:

- a) **Embotelladora La Selva S.A. (ELSSA)**. Constituida el 23 de junio de 1967 en el departamento de Loreto, dedicada a la producción y comercialización de bebidas no alcohólicas en la zona de Selva. La Corporación Lindley tiene el control y la participación en la estructura de capital del 93.16%.

- b) **Empresa Comercializadora de Bebidas S.A.C. (ECOBESA).** Constituida el 5 de marzo de 2014. ECOBESA asume el proceso de comercialización del portafolio de productos en la zona centro de Lima. La Corporación Lindley cuenta con una participación del 99.99% del capital social.

4. Cartera de productos

La cartera de productos de Corporación Lindley consta de bebidas no alcohólicas clasificadas de la siguiente forma:

- **Bebidas carbonatadas:** Las principales marcas son *Fanta Kola Inglesa, Fanta, Schweppes, Inca Kola Zero, Inca Kola, Coca-Cola, Coca-Cola Zero, Sprite, Sprite Zero* y *Crush*.
- **Aguas de mesa:** Conformada por la marca San Luis.
- **Aguas saborizadas:** Conformada por la marca Aquarius.
- **Néctares de frutas:** Conformada por la marca Frugos.
- **Bebidas isotónicas:** Conformada por la marca *Powerade*.
- **Bebidas energizantes:** Conformada por la marca *Burn*.

El segmento de bebidas carbonatadas es el de mayor importancia, ya que representa el mayor volumen de ventas. Sin embargo, el resto de categorías han venido mostrando mayores tasas de crecimiento en los últimos años.

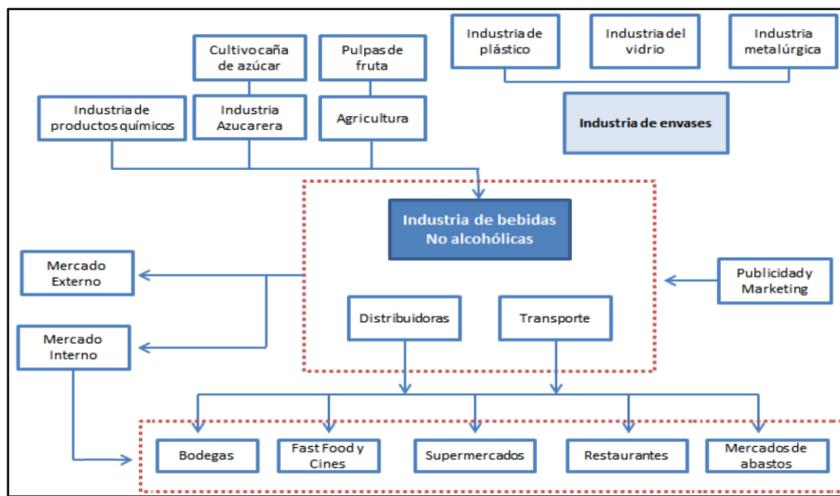
5. Cadena de valor

Se compone, principalmente, de las distribuidoras y empresas de transporte encargadas de repartir los productos hacia cada punto de venta, entre los cuales se encuentran las bodegas, *fast foods*, supermercados, restaurantes y mercados de abastos (ver gráfico 1).

La Corporación Lindley posee una red de distribuidores integrada por más de 90 centros de distribución autorizados (CDA). Este sistema es tercerizado y los contratados son responsables de vender y comercializar los productos. Es un sistema de distribución combinado, indirecto y directo, con atención a los canales claves, autoservicios, instituciones, entre otros. En este caso, se aplica un modelo comercial de negocios que está orientado al estricto control del servicio en el mercado.

Las distribuidoras se encuentran asignadas en las siguientes cuatro regiones: Lima, Centro-Oriente, Norte y Sur. A su vez, están clasificadas en relación al volumen de venta. Debido a la importancia de la red de distribución a lo largo de la cadena de valor, se asegura el cumplimiento de los objetivos de la compañía mediante: Implementación de plantas con alta tecnología, adquisición de nuevas flotas de camiones para el transporte, mejora continua en la cadena logística y capacitaciones constantes a los colaboradores.

Gráfico 1. Cadena de valor



Fuente: Corporación Lindley, 2014.

6. Proceso productivo

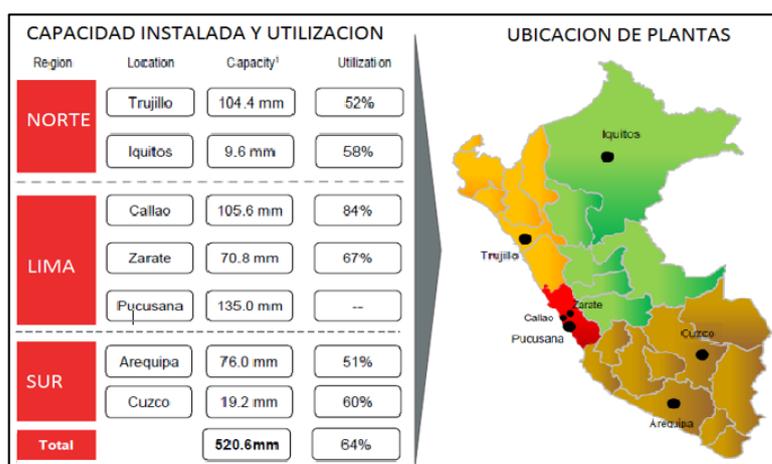
Para la producción de las bebidas gaseosas, se necesita materias primas tales como las siguientes:

- a) **Agua:** Extraída de pozos naturales, la cual es tratada, filtrada y esterilizada hasta obtener un agua apta para elaborar las bebidas gaseosas.
- b) **Azúcar:** El agua tratada en la fase anterior es mezclada con azúcar y se obtiene, así, el jarabe simple.
- c) **Concentrado:** Es la fórmula secreta de la empresa que da el sabor, aroma y color a la gaseosa. La compra de bases y concentrados se efectúan a tres empresas: Coca Cola Chile SA, Coca Cola Servicios del Perú SA y Corporación Inka Kola Perú SRL.
- d) **Gas Carbónico:** Da la característica burbujeante y refrescante a la gaseosa. Se combina con el jarabe terminado y se obtiene la gaseosa (bebida carbonatada) como producto final.

7. Capacidad instalada

La empresa cuenta con ocho plantas a nivel nacional que permiten embotellar y distribuir sus productos en las diferentes regiones (ver anexo 3). En el gráfico 3, se muestra la utilización de la capacidad instalada de cada planta. En provincias, podrá enfrentar incrementos de demanda sin hacer inversiones adicionales, debido a que está a un 50% de su capacidad instalada. En Lima, con la nueva planta de Pucusana, se podrá cubrir incrementos en la demanda.

Gráfico 2. Capacidad instalada



Fuente: Corporación Lindley, 2015

8. Accionistas

El capital social de la empresa está compuesto de la siguiente manera:

- Acciones comunes.** La empresa mantiene 580.981.459 soles que representan la misma cantidad de acciones comunes. El valor nominal de cada acción es de S/ 1,00. Las acciones comunes se dividen en tipo A, B y C (no cotizan en bolsa).
- Acciones de inversión.** Cuenta con 71.965.514 acciones de inversión que cotizan en la Bolsa de valores con el nemotécnico de CORLINI1.

En el 2015, la empresa Arca Continental realiza la adquisición, principalmente, de acciones comunes de la Corporación Lindley, obteniendo así la mayor participación (53%). Posteriormente, en enero del 2016, realiza otra compra, obteniendo una participación del 60% de acciones comunes de Corporación Lindley, mientras que *The Coca Cola Company* mantuvo un 39% en la participación del capital, según la memoria anual (Corporación Lindley 2015).

Tabla 1. Estructura accionaria Lindley

Tipo de acción	# Acciones	% Participación
Tipo A	223.774.704	39%
Tipo B	329.870.528	57%
Tipo C	27.336.227	5%
Acciones comunes	580.981.459	100%
Acciones de inversión (CORLINI1)	71.965.514	
Total acciones	652.946.973	

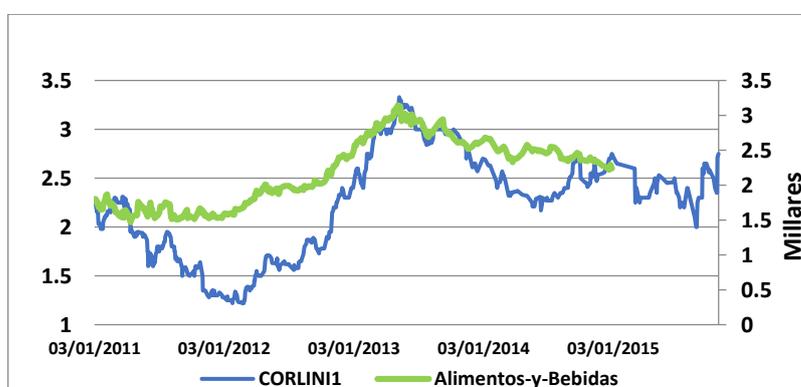
Fuente: Corporación Lindley, 2015.

Arca Continental es una empresa Mexicana con una trayectoria de más de 85 años dedicada a la producción, distribución y venta de bebidas no alcohólicas de las marcas propiedad de *The Coca-Cola Company*, siendo la segunda embotelladora de *Coca Cola* más grande de América Latina con operaciones en México, Ecuador, Argentina y Estados Unidos, atendiendo así a una población de más de 83 millones.

9. La acción

Corporación Lindley cotiza en la Bolsa de valores de Lima a través de su acción de inversión CORLINI1. La última cotización de la acción fue el 26 de octubre de 2015, y cerró en 2,75 soles por acción. En los últimos 5 años, su mayor precio fue de 3,30 soles por acción en el mes de mayo del 2013. Esta mayor cotización coincide con el mayor precio del índice sectorial de alimentos y bebidas en el Perú. Si bien el desempeño de la acción de Lindley ha sido similar al índice, la volatilidad de la acción de Corporación Lindley ha sido mayor. Sin embargo, el rendimiento del índice superó ligeramente a la acción considerando el periodo del 2011 a 2014.

Gráfico 3. Evolución de precio de acciones. Lindley vs. Índice (2011-2015)



Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de Bolsa de Valores de Lima, 2015; y Banco Central de Reserva del Perú, 2015)

Por otro lado, el precio de la acción de Corporación Lindley creció ligeramente por encima del consumo privado en el Perú entre los años 2011 al 2014. Este último indicador económico creció en 21% en ese mismo periodo. El consumo privado en el Perú ha venido desacelerándose. En septiembre del 2015, el consumo privado creció 3% en un año comparado con el 6% de crecimiento en el periodo de septiembre del 2011 a septiembre del 2012.

10. Gobierno corporativo

Corporación Lindley gestiona un programa de Gobierno Corporativo cuyo objetivo es proteger el derecho de los accionistas y de los grupos de interés, alineado a las buenas prácticas establecidas por la Superintendencia del Mercado de (SMV) y los propios controles internos, a través de la Gerencia de Auditoría Interna y las auditorías externas, realizadas por firmas de prestigio internacional. Asimismo, cuenta con un código de conducta para asegurar la buena relación entre los colaboradores con los grupos de interés.

10.1 Composición del directorio

De acuerdo con los estatutos de la sociedad, el directorio estará conformado por un número entre 7 y 9 miembros que son elegidos cada año en la Junta Obligatoria Anual de Accionistas. De tal manera, la junta del 30 de marzo del 2015 estableció en 8 el número de directores. El 10 de setiembre del 2015, Arca Continental S.A.B. de C.V. adquirió acciones comunes con derecho a voto del capital social de Corporación Lindley. A partir de esto, se reestructuró el directorio (ver anexo 4, tabla 5), la presidencia ejecutiva del directorio sigue a cargo del Sr. Johnny Lindley Suarez y en la Gerencia General al Sr. José Conrado Borda Noriega.

11. Responsabilidad social

La Corporación Lindley emite un reporte llamado Camino a la sustentabilidad (Corporación Lindley 2012), en el que muestra su desempeño empresarial en los aspectos económicos, sociales y ambientales. En los últimos dos años ha realizado diferentes acciones de responsabilidad social:

- En el aspecto ambiental, la inversión en construcción de plantas ecoeficientes, bajo los lineamientos de la norma LEED¹, como la nueva planta Trujillo.
- En la industria de bebidas, específicamente en el uso de envases de plástico PET, disminuyó el gramaje de las botellas de San Luis (envase *eco-friendly*), que logró reducir en 2410 TM el uso de PET.
- En los Centros de distribución autorizados (CDA), se dictaron más de 35.000 horas de capacitación a los 92 CDA. Además, se brindó a los canales de Bodegas 41 mil horas de capacitación en temas de *merchandising*, atención al cliente y finanzas.

12. Financiamiento

Corporación Lindley, en los últimos años, ha emitido dos bonos:

- a) **El 23 de noviembre de 2011**, se realizó la emisión internacional de bonos bajo la regla 144A/Regulación S de la Ley de Mercado de Valores de los Estados Unidos de América por un monto de US\$ 320.000.000 a una tasa fija de 6,75 por ciento y con amortización más intereses al vencimiento del 23 de noviembre de 2021.
- b) **El 9 de abril de 2013**, se efectuó otra emisión internacional de bonos, bajo la misma regulación, por un monto de US\$ 260.000.000 a una tasa fija de 4,625 por ciento y con amortización más intereses al vencimiento del 9 de abril de 2023.

Los fondos obtenidos de estas emisiones internacionales fueron utilizados para el ejercicio de la opción de rescate de las emisiones locales de bonos, la cancelación de los préstamos bancarios, y también para solventar la inversión necesaria para la construcción e implementación de las plantas industriales de Pucusana, Arequipa, Trujillo y Lima.

13. Dividendos

Desde el 2009, la Junta General de Accionistas no aprobó acuerdos sobre distribución o reparto de dividendos. En el 2013, acordó distribuir utilidades y otorgó un dividendo de S/ 0,08 por acción común y por acción de inversión (ver tabla 2).

¹ Leadership in Energy & Environmental Design es un sistema de certificación de edificios sostenibles, desarrollado por el Consejo de la Construcción Verde de Estados Unidos.

De este modo, la política de dividendos obtenida de los Hechos de importancia (Superintendencia de Mercado de Valores 2016), donde se establece la distribución de dividendos en efectivo en un porcentaje no menor al 30% de las utilidades generadas y supeditado a las necesidades de inversión y financiamiento.

Tabla 2. Pago de dividendos

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Utilidad neta atribuible a propietarios	61,982	37,543	45,711	75,296	-72,396	2,799	-88,542
Pago de dividendos	-	-	-	-	52,236	-	-

Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de Corporación Lindley, 2009 - 2015)

14. Análisis FODA

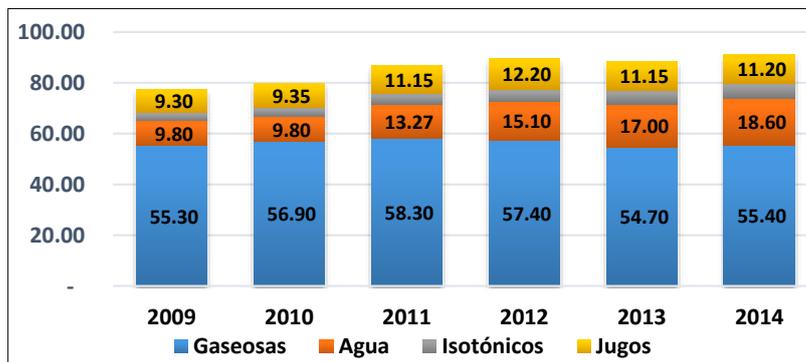
El análisis resulta positivo para la Corporación Lindley por sus accionistas internacionales como *The Coca Cola Company* y Arca Continental y una importante inversión en activos fijos, especialmente por su sistema de distribución de 8 plantas. Con un mercado potencial en provincias y el surgimiento de nuevos mercados de jugos, yogurt y bebidas saludables (ver anexo 5).

Capítulo III. Descripción de la industria

1. Consumo per cápita de bebidas

A nivel nacional, el consumo per cápita de las bebidas no alcohólicas carbonatadas se encuentra debajo de los 60 litros al año, muy por debajo comparado con otros países, como Argentina (131 litros) y Chile (121 litros) (ver gráficos 4 y 5).

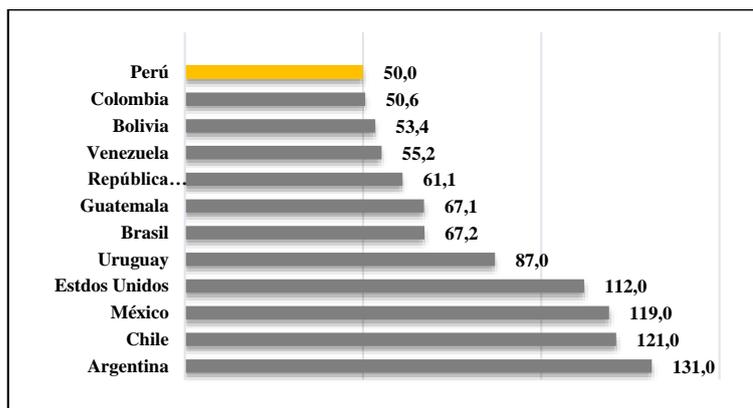
Gráfico 4. Evolución del consumo per cápita de bebidas en litros Perú (2009- 2014)



Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de EY, 2015)

El mercado peruano de las bebidas no alcohólicas está dominado, principalmente, por las bebidas carbonatadas que controlan una participación de mercado de 61%, seguido del agua embotellada con 21%, jugos en 13% y bebidas deportivas y energéticas en el 5%.

Gráfico 5. Consumo per cápita de gaseosas en litros (2012)



Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de EY, 2015)

2. Factores que afectan la demanda

El negocio de las bebidas no alcohólicas está influenciado por los siguientes factores:

- a) **El clima:** Una mayor temperatura se ve reflejada en las ventas de la industria. Evidentemente, es un factor importante para la industria.
- b) **El ingreso familiar:** El negocio de la empresa tiene una relación directa con la demanda interna y el consumo de las familias, esto impacta en el crecimiento de las ventas de la empresa.

3. Mercado en Lima

Actualmente, las líneas de mayor penetración son las bebidas carbonatadas (gaseosas) y agua sin gas. Las líneas de menor penetración son los jugos envasados y bebidas rehidratantes, debido a que son más vulnerables ante posibles recortes de gasto en los hogares. A pesar ello, a mediano plazo, cuentan con mayores perspectivas de crecimiento. Las gaseosas tienen un espacio pequeño para desarrollarse, debido a que los consumidores limeños han empezado a migrar a opciones más saludables, como el agua embotellada, los jugos y el té.

4. Mercado a nivel nacional

Actualmente, la capital concentra el 50% de las ventas totales del mercado; en provincias el consumo per cápita resulta incluso menor: alrededor de 40 litros. Por ello, la embotelladora peruana tiene en la mira el interior del país y busca fortalecer su participación en vista del gran potencial de desarrollo que se presenta en esta plaza. Tan solo el norte del país concentra hoy el 15% de las ventas de Corporación Lindley.

5. Participación de mercado

Corporación Lindley tiene una participación total del mercado de gaseosas del 72%, su competidor más cercano cuenta con el 11,6% del mercado (ver gráficos 6 y 7).

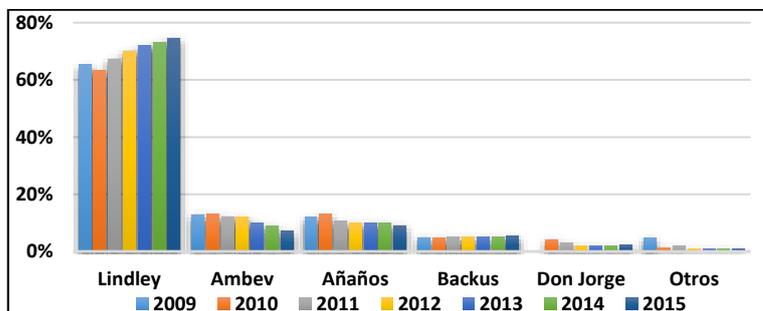
- a) **Bebidas gaseosas:** Corporación Lindley es el líder en el mercado peruano con un 72% de participación de mercado en gaseosas.

- b) **Agua:** Es el segundo segmento más importante para la Corporación Lindley en términos de las ventas. La Compañía, en el 2015, tuvo una participación del 36% del mercado peruano. Se espera que este segmento crezca considerablemente en los próximos años.
- c) **Jugos:** Es el tercer segmento más importante para Corporación Lindley en términos de ventas, en el 2015 su participación de mercado fue de 30%.
- d) **Isotónicas.-** Con una participación del 19% del mercado peruano, es el segmento de más rápido crecimiento, con unos ingresos aumentando en 30% sobre los últimos 10 años.

6. Entorno competitivo

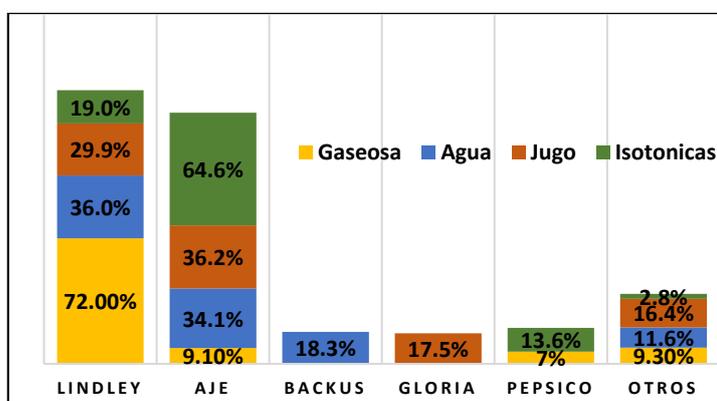
Corporación Lindley mantiene una posición favorable y el ingreso de nuevos competidores es reducido, debido a que se requiere una inversión importante y economías de escala. Los clientes pueden cambiar fácilmente, ya que los productos son similares; sin embargo, existe el posicionamiento de la marca Inka Kola. Como sustitutos de la industria de bebidas no alcohólicas se encuentran los jugos de frutas y las bebidas instantáneas.

Gráfico 6. Participación de mercado nacional en gaseosas



Fuente: Corporación Lindley, 2015.

Gráfico 7. Participación de mercado por producto 2015



Fuente: Corporación Lindley, 2015.

Capítulo IV. Análisis financiero

1. Ventas

Las ventas en volumen de la Corporación Lindley en el 2015 crecieron 4% respecto del ejercicio anterior, obteniendo un volumen de 292.5 millones de cajas unitarias. Las bebidas gaseosas representan el 80% en promedio de los ingresos de la empresa, mientras que el agua embotellada es el segundo producto más importante en venta (ver anexo 6, gráfico 9).

A nivel de ingresos por ventas brutas, obtuvo un incremento del orden del 10% alcanzando 2.448 millones de soles, como consecuencia de una mejor composición del mix de producto. En el 2014, el factor que influyó fue la desaceleración de la económica con efectos importantes en el consumo interno.

2. Costos

El azúcar representa una parte importante de los costos variables de la compañía. En el 2015, se tuvo un nivel de precios decreciente debido al incremento en la producción mundial, por lo que se espera que los precios del azúcar se mantengan bajos durante el año 2016. Otro componente en la estructura de costos es la resina que se utiliza para la elaboración de botellas plásticas, debido a que es un derivado del petróleo (ver anexo 6, gráfico 10).

3. Indicadores de desempeño

La Corporación Lindley presenta los siguientes ratios financieros (ver anexo 6, tabla 6):

- a) **Los ratios de liquidez.-** En el 2014 los pasivos corrientes fueron superiores a los activos corrientes por 58.4 millones, aunque en el 2015 la corporación se recuperó. La compañía cuenta con capacidad crediticia suficiente que le permite tener acceso a líneas de crédito en entidades financieras de primer orden bajo condiciones razonables.
- b) **Los ratios de gestión.-** Entre el 2010 y 2015 la gestión de cobro lo realizó en 30 días, la rotación del inventario fue de 65 días y el periodo de pago de 115 días en promedio. Dichos indicadores le otorgaría liquidez a la empresa (ver anexo 6, gráfico 13). Asimismo el costo de venta en promedio representa el 65% de las ventas y los gastos de venta y gastos de administración el 18% y 4%, respectivamente (ver anexo 6, gráfico 14).

- c) **Los ratios de solvencia.-** La empresa ha estado asumiendo una mayor deuda. Para el 2015, la deuda fue 3,39 veces el patrimonio y la cobertura para el servicio de la deuda es 1,41. Este último ratio se encuentra en niveles superiores al 1,16 en los últimos 6 años, excepto por el 2013, cuando se suscitó la mayor depreciación de la moneda americana.
- d) **Los ratios de rentabilidad.-** Representado por el retorno a los activos y al patrimonio, muestran un comportamiento deteriorado en los años 2014 y 2013. Esta situación se debió básicamente a las pérdidas incurridas por los diferenciales de tipo de cambio. La compañía había registrado pérdidas no mayores a 53.4 millones de soles hasta el 2012. Sin embargo, en el 2013, la Corporación Lindley registró pérdidas por 209.5 y, en el 2014, pérdidas por 164.3 millones de soles. En ambos casos, volúmenes bastante superiores a los años anteriores. Es preciso mencionar que su rentabilidad operativa se ha incrementado desde el 2010 y ha alcanzado un margen operativo de 7,7%. (ver anexo 6, gráfico 12)

4. Política de inversión

La última inversión realizada por Corporación Lindley fue de US\$200 millones para la nueva instalación de la planta embotelladora más grande del Perú. Ubicada en el distrito de Pucusana, la planta de 66 hectáreas tiene una capacidad de producción de 1.000 millones de litros de bebida al año y atenderá gran parte del mercado de Lima, la sierra central, el norte y el sur chico, regiones que concentran el 55% del volumen en el ámbito nacional. La depreciación promedio de los activos de la empresa es del 5%.

Capítulo V. Análisis de riesgos

1. Riesgos operativos

Afectada principalmente por la volatilidad de *commodities* como el azúcar, materia prima para la elaboración de bebidas, y a los precios del petróleo, afectando el costo de los envases PET. Por ello, la empresa ha adquirido contratos futuros (hacia el 31 de diciembre de 2015, el valor razonable de dichos contratos fue de S/ 2.824.000) y swaps de azúcar (*over-the-counter liquidity swaps*) para coberturar el riesgo de la volatilidad de precios en los mercados de Londres y New York.

2. Riesgos financieros

Incluyen los efectos de las variaciones en los tipos de cambio de moneda extranjera, en el crédito y la liquidez.

- a) **El riesgo de tipo de cambio.-** Los ingresos se presentan en soles. La empresa tiene contratos de *forwards* de moneda a fin de coberturar los descaldes entre sus posiciones activas y pasivas en moneda extranjera. Asimismo, en los años 2015 y 2014, la compañía suscribió *cross currency principal only swaps* por un importe de US\$100 millones con vencimiento en el año 2021, para coberturar la volatilidad en los flujos futuros y pagar el capital del bono internacional en sus respectivas fechas de amortización. El valor razonable de dichos contratos, al 31 de diciembre de 2015, ascendió a S/.108.249.000.
- b) **El riesgo de crédito.-** El riesgo es limitado debido a que deposita sus excedentes de fondos en instituciones financieras de primer orden, y establece políticas de crédito conservadoras y evalúa constantemente las condiciones del mercado.

3. Riesgos regulatorios

El mercado de bebidas está afecto al Impuesto Selectivo al Consumo y al Impuesto General a las Ventas, por lo que la decisión del Estado de elevar las tasas de impuestos puede afectar directamente la demanda de los productos, al ser éstas altamente elásticas con respecto a su precio.

Capítulo VI. Valoración

Se consideraron dos métodos de valoración para calcular el valor de la Corporación Lindley al 31 de diciembre del 2015 (ver anexo 7), el método de flujo de caja descontados (ver anexo 9) y el método de empresas comparables con múltiplos (período de pronóstico de 5 años). Para la valoración, se asumieron supuestos de proyección en sus ventas, costos, gastos e inversión. Esto último, mediante el uso de información que data del 2009 hasta el 2015 (ver anexo 7, tabla 10), con el propósito de crear una proyección al 2020.

Primero, se tomó en cuenta el costo de deuda ponderado es de 4,64% (Kd), dos bonos internacionales, con tasas internas de retorno (TIR) de 4,558% y 4,713%, respectivamente. De este modo, representa el 97% de la deuda de la empresa. Luego, el costo del accionista (Ke) - tasa de retorno que exige al accionista por el riesgo que asume-, que es de 14,56% (ver anexo 7, tabla 8). Finalmente, el WACC. -tasa de descuento de los flujos para evaluar la empresa-, que es de 9,59% (ver anexo 7, tabla 9). Asimismo, el valor fundamental de la acción de inversión a través del método de flujo de caja descontado (FCD) es de S/3,09.

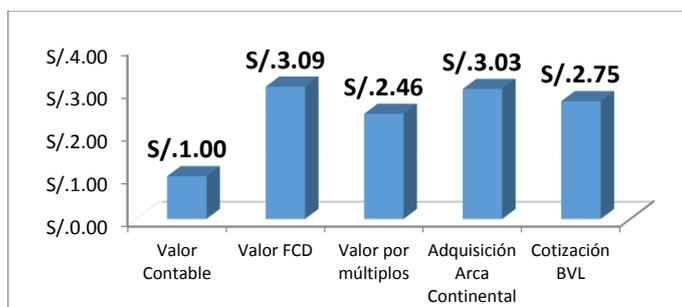
Tabla 3. Precio de la acción

V. patrimonial	Nº acciones comunes	Nº acciones inversión	Precio acción inversión
S/ 3.007.246.736,58	580.981.459	71.965.514	S/ 3,09

Fuente: Elaboración propia, 2015. (Sobre la base de Corporación Lindley, 2009 - 2015)

Por el método de empresas comparables con múltiplos, se obtuvo un valor similar que el del precio de la acción de inversión de S/. 2,46. El cual fue calculado utilizando un valor total de la compañía de US\$ 1.198,88 millones y una mediana del múltiplo (EV/EBITDA) de 10,52, según estadísticas (Bloomberg, 2016) (ver anexo 10, tabla 21). En el gráfico a continuación, se muestra el detalle del precio de la acción de inversión.

Gráfico 8. Precios acción de inversión



Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de Bloomberg, 2015; Bolsa de valores de Lima, 2015; Corporación Lindley, 2009 - 2015).

Bibliografía

Arca Continental. (2014). *Notas sobre los Estados Financieros Consolidados Al 31 de diciembre de 2013 y 2012*. Monterrey: Arca Continental, S. A. B. de C. V.

Banco Central de Reserva del Perú. (diciembre de 2015). *Estadísticas económicas*. Obtenido de Banco Central de Reserva del Perú: <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/mensuales>

Bloomberg. (2016). Estadísticas. *Estadísticas*. Lima, Lima.

Bolsa de valores de Lima. (diciembre de 2015). *Cotizaciones del Día*. Obtenido de Bolsa de Valores de Lima: http://www.bvl.com.pe/neg_rv_alfa.html

BTG Pactual Chile. (2015). *Fixed Income Research Corporacion Lindley*. Santiago de Chile: BTG Pactual Chile S.A.

Corporación Lindley. (01 de enero de 2009 - 2015). EEFF Auditados. *EEFF Auditados*. Lima, Lima, Perú: Corporación Lindley S.A.

Corporación Lindley. (2011). *Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2010 y de 2009 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Lima: Corporación Lindley S.A.

Corporación Lindley. (2013). *Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2012 y de 2011 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Lima: Corporación Lindley S.A.

Corporación Lindley. (2014). *Corporación Lindley S.A. Memoria Anual 2014*. Lima: Corporación Lindley S.A.

Corporación Lindley. (2014). *Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2013 y de 2012 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Lima: Corporación Lindley S.A.

Corporación Lindley. (2015). *Corporación Lindley S.A. Memoria Anual 2015*. Lima: Corporación Lindley S.A.

Corporación Lindley. (01 de julio de 2015). *Corporate Presentation*. Lima, Lima, Perú.

Corporación Lindley (2015). *Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2014 y de 2013 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Lima: Corporación Lindley S.A.

Corporación Lindley (2016). *Estados Financieros consolidados 31 de diciembre 2015 y 31 de diciembre 2014*. Lima: Corporación Lindley S.A.

Crespo, P. J. (2016). José Borda, Los Nuevos 100. *G de Gestión*, 19-25.

Damodaran, A. (September 2009). *Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies*. New York: Stern School of Business.

EY (2015). *Guía de negocio e inversión en el Perú 2015 - 2016*. Lima: EY Perú Library.

IESE Universidad de Navarra (1999). *Introducción a la Valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables*. Barcelona-Madrid: Universidad de Navarra.

IESE Universidad de Navarra (mayo de 2002). *Optimal Capital Structure: Problems with the Harvard and Damodaran Approaches*. Barcelona-Madrid: Universidad de Navarra.

INEI (2016). *Estadísticas*. Obtenido de INEI: www.inei.gob.pe

Invex Banco (2015). *Análisis Arca Continental, S.A.B. DE C.V.* . México: Invex.

Maximixe (2014). *Riesgo de mercado - Aguas*. Lima: Maximixe Consult S.A.

Maximixe (2014). *Riesgo de mercado - Jugos, néctares y refrescos de fruta*. Lima: Maximixe Consult S.A.

Maximixe. (2015). *Riesgo de mercado - Gaseosas*. Lima: Maximixe Consult S.A.

Morningstar (2016). *Quantitative Equity Report Corporacion Lindley SA CORLINII*. Chicago: Morningstar.

Société Générale (2015). *Rating Action CORP LINDLEY INVESTMENT GRADE – LATIN AMERICA*. París: Société Générale group.

Standard & Poor's Ratings Services (2015). *Corporacion Lindley Upgraded To 'BBB' From 'BB+', Off Watch Positive On Acquisition By ARCA Continental; Outlook Stable*. Estados Unidos de Norteamérica: Standard & Poor's.

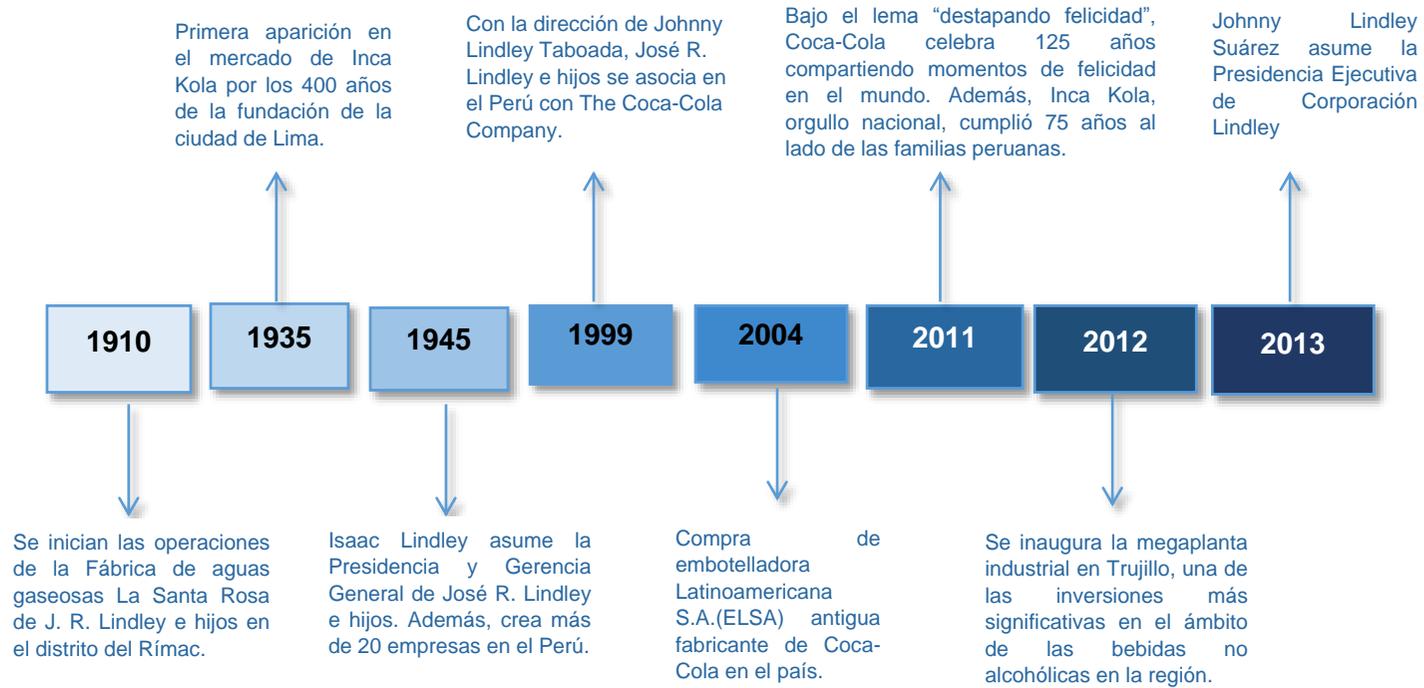
Semana Económica (Setiembre 2015). *Familia Lindley vende participación en Corp. Lindley a Arca y se convierte en su socio*: Lima

Superintendencia de Mercado de Valores (2016). *Hechos de importancia SMV*. Obtenido de SMV: www.smv.gob.pe

Superintendencia de Mercado de Valores (2016). *Mercado de Valores SMV*. Obtenido de SMV: www.smv.gob.pe

Anexos

Anexo 1. Línea de tiempo la Corporación Lindley



Fuente: Corporación Lindley, 2014

Anexo 2. Proceso de compra de Corporación Lindley por Arca Continental

La transacción contó con la aprobación de *The Coca-Cola Company*, tanto como la de los Consejos de Administración de ambas empresas. La compra dio origen a la Alianza Corporación Lindley – Arca Continental.

El presidente del Consejo de Administración de Arca Continental, Manuel Barragán expresó que "la unión de dos empresas ganadoras con una sólida cultura organizacional impulsará la estrategia de generación de valor que hemos implementado a lo largo de nuestra historia, y nos permitirá fortalecer la competitividad y el liderazgo de nuestros productos en la región, como siempre, en un marco de sustentabilidad y responsabilidad social" (Semana Económica 2015).

Entre los acuerdos de la venta se sostiene lo siguiente: El Presidente del Directorio de Corporación Lindley, Johnny Lindley Suárez, ocupará una posición en el Directorio de Arca Continental y una posición en el Consejo Consultivo para Arca Sudamérica. Asimismo, José Borda seguirá a cargo de la Gerencia General de la empresa, que mantendrá su nombre comercial.

Las acciones de serie A, de la serie B y de la serie C tienen los mismos derechos y obligaciones, con algunas diferencias:

- La serie A es la que nombra al gerente financiero, dos directores titulares y a los alternos, los cuales pertenecen a *Peru Beverage Limitada SRL* subsidiaria de *The Coca-Cola Company*.
- Las de serie B y C nombran al gerente general y al resto de directores, los cuales pertenecen a la familia Lindley en especial a Johnny Lindley Taboada.

Tabla 4. Compras Arca Continental

Compras ARCA CONTINENTAL			
Acciones comunes	# de acciones	Importe USD \$	USD \$ x acción
1 Compra 10/09/2015	308.847.336	758.700.000	\$2,46
2 Compra 4/01/2016	38.441.001	60.352.372	\$1,57
Total	347.288.337	819.052.372	\$2,36

Compras ARCA CONTINENTAL			
Acciones inversión	# de acciones	Importe USD \$	USD \$ x acción
1 Compra 4/01/2016	1.286.024	1.144.561	\$0,89
2 Compra 23/03/2016	14.515.728	12.918.998	\$0,89
Total	15.801.752	14.063.559	\$0,89

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores, 2016.

La Corporación Lindley se encuentra en la implementación de un plan estratégico para el año 2020, alineado a los objetivos de *The Coca-Cola Company*. Este plan tiene como principal objetivo la reconfiguración de la red logística y la red de distribución, incluyendo la planta de Trujillo y Pucusana que actualmente se encuentran en operación, así como los nuevos centros de distribución en Huachipa y Villa El Salvador. Además, se cuenta con un plan de sinergias para el periodo ente los años 2016 y 2018 trabajado con Arca Continental. Este plan incluye tres tipos de sinergias: (1) de ingresos, que permitirá entrar en categorías de productos donde Arca Continental ya tiene conocimientos y tecnologías; (2) sinergias de estrategias, como el manejo más eficiente de descuentos y bonificaciones, de estructuras, de procesos informáticos, entre otros; y, por último, (3) sinergias de procesos de costos, donde utilizará la ventaja de pertenecer a una empresa cinco veces mayor, para renegociar contratos y mejorar la eficiencia de los recursos.

La adquisición de la empresa por la compañía mexicana Arca Continental es beneficiosa, ya que le permitirá a la compañía lograr mayores sinergias, ya que la empresa mexicana cuenta con presencia y experiencia en grandes mercados como México y Estados Unidos. Además, también posee un portafolio más amplio de productos que los comercializados, actualmente, por la Corporación Lindley, como, por ejemplo té y productos vitaminizados. Adicionalmente, Arca Continental cuenta con un manejo eficiente de los descuentos y bonificaciones, lo cual tiene como resultado que sus precios puedan ser distintos de territorio a territorio y por temporadas. En relación con sus sistemas, Arca Continental toma medidas de seguridad para proteger la integridad de sus sistemas. Por último, Arca Continental cuenta con experiencia en el manejo de los recursos humanos. En el 2003, Arca Continental realizó una reestructuración organizacional que resultó en una empresa más delgada y ágil.

De acuerdo con una entrevista realizada al gerente general, José Borda, en el mes de marzo del 2016 por la revista G del diario Gestión, Corporación Lindley se encuentra en la implementación de un plan estratégico para el año 2020 alineado con los objetivos de *The Coca-*

Cola Company. Este plan tiene como principal objetivo la reconfiguración de la red logística y la red de distribución, incluyendo la planta de Trujillo y Pucusana que, actualmente, se encuentran en operación, así como los nuevos centros de distribución en Huachipa y Villa El Salvador. Además, se cuenta con un plan de sinergias para los años 2016 al 2018 trabajado con Arca Continental, que incluye tres tipos de sinergias: (1) de ingresos, que permitirá entrar en categorías de productos donde Arca Continental ya tiene conocimientos y tecnologías; (2) sinergias de estrategias, como el manejo más eficiente de descuentos y bonificaciones, de estructuras, de procesos informáticos, entre otros; y (2) sinergias de procesos de costos, donde utilizará la ventaja de pertenecer a una empresa cinco veces mayor, renegociando contratos y mejorando la eficiencia de los recursos.

Anexo 3. Plantas de Lindley

a) Región Lima

- **Planta Rímac.-** Fundada en 1910, es la planta de mayor antigüedad. Embotella en PET y en vidrio retornable y no retornable. Sus líneas más modernas pueden producir hasta 1000 botellas por minuto. Además de atender la demanda en Lima, la planta también abastece a la sierra y selva central del Perú.
- **Planta Callao.-** En la planta se produce la mayor parte de los productos en vidrio retornable y en menor proporción productos en plástico retornable y vidrio no retornable. Las líneas modernas pueden producir hasta 1200 botellas por minuto y cuenta con un sistema de soplado de botellas PET en línea. La planta atiende a Lima, la sierra y selva central del Perú
- **Planta Huacho.-** La planta se ubica en la provincia de Huaura, en ella se realiza el procesamiento de la pulpa de fruta para la producción de *Frugos* y para la exportación a diversos países. Esta planta procesa la fruta de manera aséptica, con lo cual las pulpas producidas no requieren almacenaje en frío para su exportación. Atiende la demanda en Lima, la sierra y selva central del Perú.
- **Planta Zárate.-** Se embotellan productos sensibles no carbonatados como néctares, isotónicas, aguas o bebidas de fruta. En estas instalaciones, se encuentran las envasadoras de *Tetrapack* para los productos de la marca *Frugos* y las envasadoras de agua en bidones. Atiende la demanda en Lima, la sierra y selva central del Perú.
- **Planta Pucusana.-** Es una nueva planta ubicada en el distrito de Pucusana, cuenta con una capacidad de producción de hasta 1000 millones de litros para abastecer el 55% del consumo peruano de refresco al año. La inversión realizada fue de US\$ 200 millones. Se inauguró a fines del año 2015.

b) Región norte

- **Planta Trujillo.-** Se inauguró en el 2013 con una inversión de US\$ 125 millones en su construcción. La instalación cuenta con la certificación LEED en nivel oro en el país, certificación para edificios sostenibles que reconoce la construcción de espacios responsables con el medio ambiente, cuyo diseño permite el uso eficiente de los recursos naturales. La mega planta abastece desde Ancash hasta Tumbes, así como la sierra y selva norte: Cajamarca, San Martín y Amazonas.

c) **Región sur**

- **Planta Arequipa.-** La planta de Arequipa atiende a la creciente demanda de Moquegua, Arequipa, Tacna y Puno. También produce bidones, plástico y vidrio.
- **Planta Cuzco.-** La planta de Cusco atiende a los mercados de la sierra y selva sur, incluyendo Cuzco y Madre de Dios. Produce bidones, plástico y vidrio.

d) **Región oriente**

- **Planta Iquitos.-** En Iquitos los productos se fabrican a través de Embotelladora La Selva, subsidiaria de Corporación Lindley. Esta planta produce PET y vidrio retornable, y atiende los mercados de la selva.

Anexo 4. Directorio de Corporación Lindley

Tabla 5. Directorio de Corporación Lindley

Directorio del 10 de septiembre al 31 de diciembre de 2015	
Nombre	Cargo
Johnny Robinson Lindley Suárez, Peruano	Presidente del Directorio
Francisco Rogelio Garza Egloff, Mexicano	Director
Guillermo Aponte Gonzales, Colombiano	Director
Arturo Gutiérrez Hernández, Mexicano	Director
Jorge Humberto Santos Reyna, Mexicano	Director
John Murphy, Irlandés	Director
Alfredo Rivera, Hondureño	Director
Xiemar Zarazúa, Mexicano	Director
Jean Claude Michel Tissot Ruiz	Director alterno
Emilio Jesús Marcos Charur	Director alterno
Alejandro Gonzáles Quiroga	Director alterno
Jaime Miguel Sánchez Fernández	Director alterno

Fuente: Corporación Lindley, 2015.

Anexo 5. Análisis FODA y fuerzas de Porter

a) Análisis FODA

Fortalezas	Debilidades
<p>Contar como accionistas a empresas internacionales como <i>The Coca Cola Company</i> y Arca Continental</p> <p>Adecuada gestión gerencial</p> <p>Cuenta con una importante inversión en activos fijos, especialmente en su sistema de distribución a nivel nacional, como, por ejemplo, 8 plantas.</p> <p>Poseer la licencia exclusiva de <i>The Coca Cola Company</i> para embotellar, distribuir y vender sus productos</p> <p>Sólida presencia en el mercado peruano con su marca líder Inca Kola. Además, tener una cartera diversificada de marcas para diferentes sectores como gaseosas, aguas, jugos y energizantes.</p>	<p>Alto nivel de endeudamiento por los bonos internacionales emitidos</p> <p>Vulnerable al movimiento del tipo de cambio con ventas en PEN y servicio de deuda en dólares</p> <p>Vulnerabilidad a la volatilidad en el precio de las materias primas como azúcar y el PET</p> <p>El precio de venta de los productos Coca Cola es más alto que la competencia. Debido a su costo de producción, especialmente por el pago del uso de la fórmula secreta, lo cual reduce su rentabilidad.</p> <p>La marca Inca Cola no ha logrado expandirse en el exterior.</p>
Oportunidades	Amenazas
<p>Bajo nivel de consumo per cápita de gaseosas en el país</p> <p>Mercado en provincia por explotar</p> <p>Surgimiento de nuevos mercados de jugos, yogurt y bebidas saludables</p>	<p>Estacionalidad en la demanda de bebidas influenciada por el clima</p> <p>Sector sensible al precio y a la economía del país, especialmente con el PBI y la canasta básica</p> <p>Ingreso de nuevos productos de bebidas de bajo precio, desarrolladas por la competencia.(AJE y Pepsico)</p> <p>Tendencia a consumir bebidas más saludables, sin azúcar</p>

b) Fuerzas de Porter

i. Amenaza de nuevos competidores:

El ingreso de nuevos competidores es reducido debido a que se requiere una inversión importante y economías de escala para la elaboración, embotellamiento y distribución de las bebidas. Adicionalmente, el posicionamiento en los consumidores de las marcas *Inca Kola* y *Coca Cola* impide que nuevas marcas ingresen al mercado y logren mantenerse en el tiempo. Caso especial es el grupo Añaños con su marca Kola Real, que ingresó al mercado vendiendo a precios bajos, y con ello haciendo poco atractivo el ingreso de nuevas empresas en el sector.

ii. Poder de negociación de los proveedores

El insumo más importante es el proceso productivo es el azúcar, que al ser un *commodity*, su precio es determinado en el mercado internacional y supeditado a las volatilidades del mercado. La Corporación Lindley diversifica la adquisición del azúcar al adquirir a dos grandes proveedores mediante contratos y, a la vez, en menor volumen con otros proveedores con el fin de mejorar las condiciones de negociación.

iii. Poder de negociación de los clientes

Si bien es que cierto las marcas *Inca Kola* y *Coca Cola* están muy bien posicionadas, el factor bajo precio es determinante al momento de realizar la compra. Por ello, en el mercado interno, los clientes pueden cambiar fácilmente de proveedor, ya que los productos son similares y existe el competidor directo AJEPER que provee los mismos productos.

iv. Amenaza de productos o servicios sustitutos

La industria de bebidas no alcohólicas se encuentra altamente diversificada. Esta cuenta con aguas, néctares y bebidas isotónicas, con lo que cubren gran parte de la demanda de bebidas. Como sustitutos de la industria de bebidas no alcohólicas se encuentran, por ejemplo, los jugos de frutas y las bebidas instantáneas.

v. Rivalidad entre los competidores existentes

Existe un alto grado de rivalidad entre los competidores del área, pero Corporación Lindley posee la mayor participación de mercado.

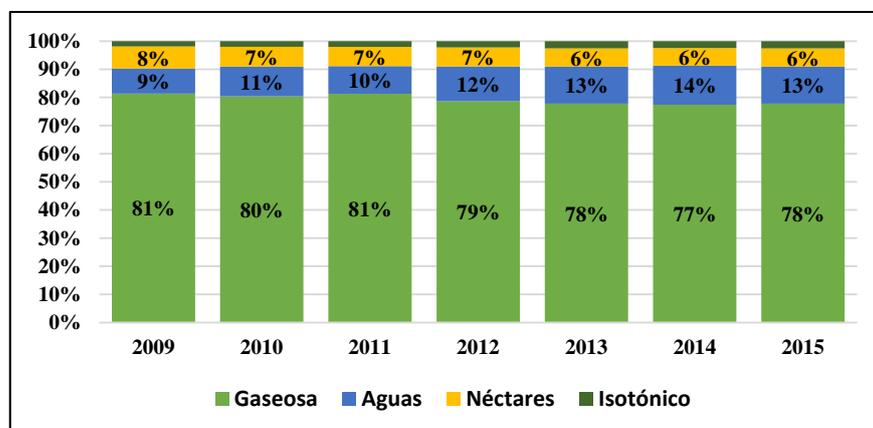
Anexo 6. Análisis financiero

Tabla 6. Ratios financieros

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Liquidez							
Liquidez general	0,82	0,85	1,48	1,03	1,29	0,93	1,01
Liquidez prueba ácida	0,26	0,25	0,92	0,57	0,70	0,36	0,53
Gestión							
Cuentas x cobrar	18,33	19,75	25,36	26,25	30,51	34,33	30,40
Cuentas x pagar	57,05	63,88	68,34	77,57	130,50	148,31	138,43
Margen bruto	31%	30%	28%	32%	33%	33%	37%
Margen operativo	8,13%	7,21%	6,57%	7,60%	7,33%	7,68%	9,08%
Solvencia							
D/E	0,83	0,75	1,55	1,41	2,65	2,80	3,39
EBITDA	71.275	77.771	80.215	107.236	101.006	105.714	113.994
EBITDA/Deuda	1,63	1,37	1,77	1,30	1,93	2,41	3,56
Cobertura de gastos financieros	3,06	3,39	1,83	1,46	0,82	1,24	1,12
Cobertura de servicio de deuda	1,11	1,04	1,23	0,82	0,71	1,07	1,11
Rentabilidad							
ROA	4,7%	2,8%	1,9%	3,0%	-2,3%	0,1%	-2,5%
ROE	11,8%	7,0%	6,4%	9,7%	-11,3%	0,4%	-15,1%

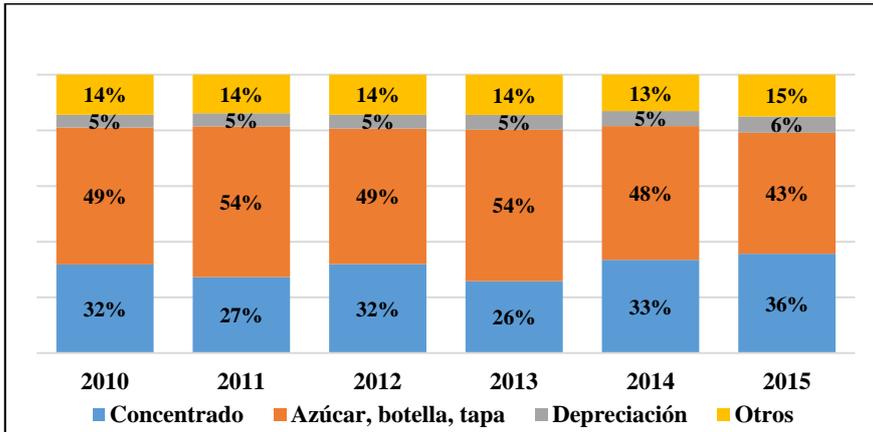
Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de Corporación Lindley, 2009 - 2015)

Gráfico 9. Estructura de ventas Corporación Lindley



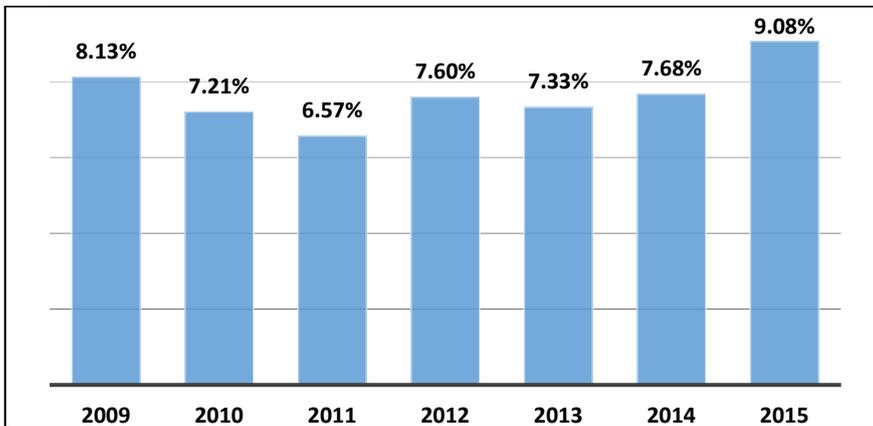
Fuente: Corporación Lindley, 2009 – 2015.

Gráfico 10. Costo de producción



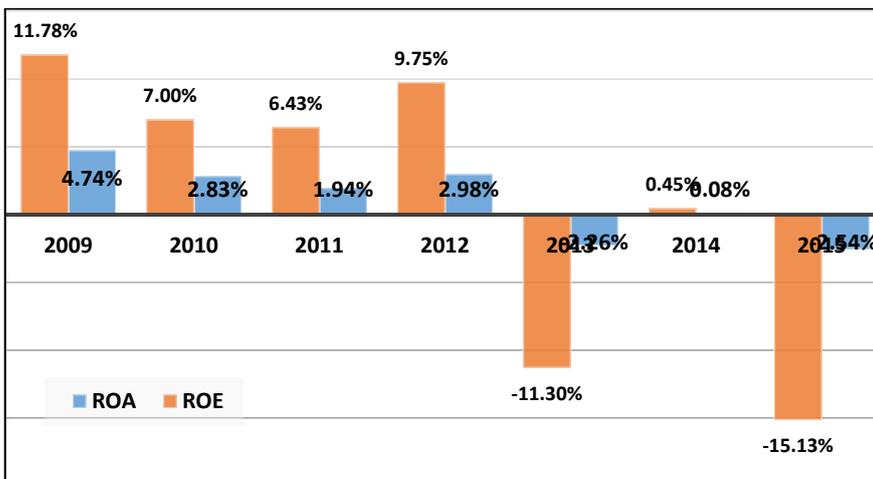
Fuente: Corporación Lindley, 2009 – 2015.

Gráfico 11. Margen operativo



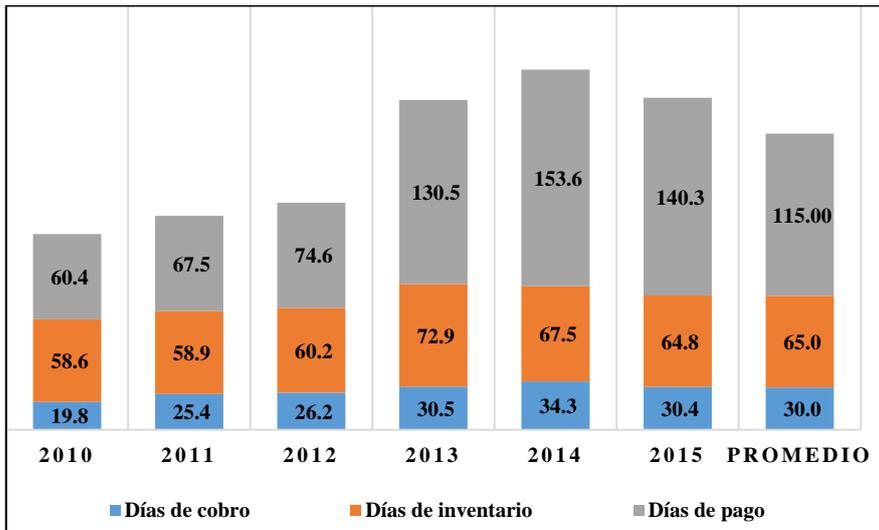
Fuente: Corporación Lindley, 2009 – 2015.

Gráfico 12. ROE Y ROA



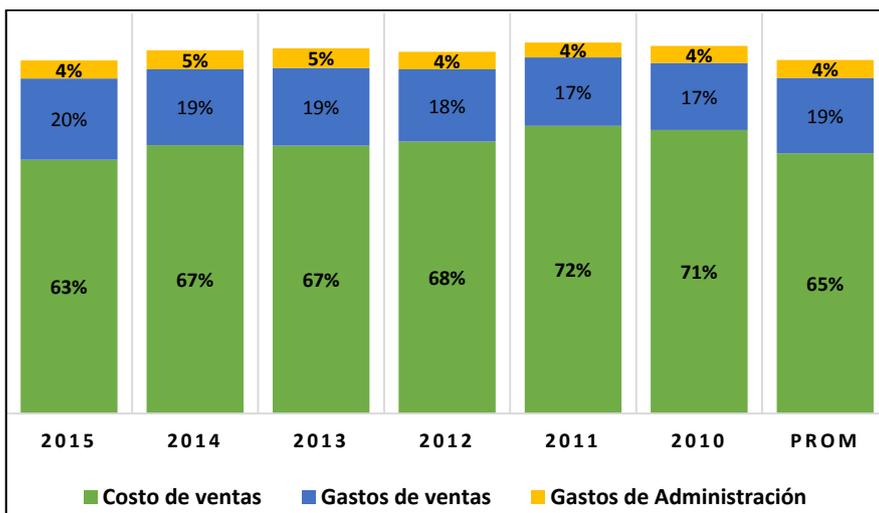
Fuente: Corporación Lindley, 2009 – 2015.

Gráfico 13. Capital de trabajo



Fuente: Corporación Lindley, 2009 – 2015.

Gráfico 14. Estado de resultados



Fuente: Corporación Lindley, 2009 – 2015.

Anexo 7. Valoración

Para la valoración mediante el FCD se utilizó el Flujo de Caja Libre para la Firma (FCFF). Este método es adecuado para la compañía, debido a que la empresa no va a cambiar su estructura de capital por los bonos internacionales emitidos. El FCD se define como el saldo disponible para pagar a los accionistas y para cubrir el servicio de la deuda (intereses de la deuda + principal de la deuda) de la empresa, después de descontar las inversiones realizadas en activos fijos y en necesidades operativas de fondos (NOF).

1. Cálculo del costo de la deuda (kd)

Tabla 7. Cálculo del costo de la deuda (Kd)

ISIN/Identif.	Emisor	Moneda	P. Limpio (%)	TIR % (Yield)
USP31442AA77	CORP LINDLEY SA	USD	111.424	4,558
USP31442AC34	CORP LINDLEY SA	USD	101.293	4,713
Costo de financiamiento bonos largo plazo				4.63%
Valor de mercado de los bonos				615,287,532
Costo de financiamiento de arrendamiento financiero				7%
Valor de arrendamientos financieros				2,700,587
Valor de mercado de la deuda				617,988,119
Costo final de financiamiento ponderado				4.64%

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores, 2016.

2. Cálculo del costo del accionista (Ke)

La información ha sido obtenida al 31 de diciembre 2015.

Tabla 8. Cálculo del costo de capital propio (Ke)

1.1 Cálculo del Beta

Valor de Mercado de la Deuda USD \$	617,988,119	(Deuda con terceros a valor presente)
MKT cap (000) USD	777,091,965	(Patrimonio a precio de mercado)

D/E	79.53%	(Valor de mercado deuda / Equity)
Tasa impuesto	28%	(Tasa Impuesto a la Renta)
Beta desalancado	1.12	(Fuente Damodaran, Beta para mercados emergentes)
Beta re apalancada	1.75	(Formula = Beta desalancado*[1 + D/E*(1-t)])

1.2 Costo de capital actual (Ke)

Tasa libre de riesgo	2.97%	(Bonos Tesoro de EEUU a 30 años)
Beta re apalancado	1.75	
Prima por riesgo	4.54%	(Geométrica de acciones vs. t-bonds más largo plazo 1928-2015)
Riesgo soberano por <i>spread</i>	2.36%	(EMBIG PERU)
Volatilidad relativa de acciones	1.53	Lambda (Damodaran, September 2009, pág. 17) ²
Costo de capital propio (Ke)	14.56%	Ke

Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de Corporación Lindley, 2009 - 2015)

3. Cálculo del WACC

Tabla 9. Cálculo del WACC

Porcentaje Deuda y Capital

Deuda USD \$ (Mercado)	617.988.119	
MKT cap (000) USD \$	777.091.965	Mercado (a diciembre 2015)

WACC actual

Deuda/Deuda+Capital	44,3%	D/(D+E)	
Capital/Deuda+Capital	55,7%	E/(D+E)	
Tasa impuesto	28%	T	
Costo de la deuda	4,64%	Kd	(Comprende Bonos emitidos y arrendamiento bancario)

² Es un método que permite medir la exposición de la empresa al riesgo país de manera diferenciada a la exposición que presenta en otros países. Una forma de medir es recurriendo a los precios de las acciones y como ésta se comporta en relación a los movimiento en el riesgo país. Para el caso de la presente valuación se utilizó el desempeño del índice de referencia es IGBVL de Perú de Standar and Poors contra un bono peruano con vencimiento al 2037 (Fuente: Damodaran, A. (September 2009). Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies. New York: Stern School of Business).

Costo de capital 14,56% **Ke** (Costo de capital propio -Ke)

WACC 9,59%

Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de Corporación Lindley, 2009 - 2015)

4. Supuestos de la proyección

Para la valoración de la Corporación Lindley, se procedió a realizar la proyección de sus ventas, costos, gastos e inversión en activo fijo hasta el año 2020, teniendo como información histórica los años desde el 2009 hasta el 2015.

Tabla 10. Principales supuestos utilizados en las proyecciones

Variable	Principales supuestos
Ventas	Se realizaron las proyecciones por línea de negocio de forma separada, dimensionando el mercado potencial de bebidas sobre la base del consumo privado peruano, Índice de precios y producción nacional de bebidas gaseosas y aguas, extraída de los informes del INEI.
Costos	<p>Se toma como base 64% de los costos sobre las ventas para las proyecciones de los siguientes años. Como se puede apreciar en el gráfico 16, la Corporación Lindley ha ido disminuyendo sus costos de venta de forma progresiva desde el año 2010, obteniendo en el año 2015 un nivel de costos del 63%, mucho menor al año 2014 (67%), producto de la implementación de la nueva planta de Pucusana. Se estima un nivel de costos del 62% a partir del año 2020, producto también de las sinergias con Arca Continental.</p> <p>Los costos son afectados principalmente por los precios del azúcar, para lo cual Corporación Lindley cuenta con instrumentos de cobertura.</p> <p>A nivel de los costos, estos tuvieron una evolución favorable debido al bajo precio de los insumos críticos, como el azúcar, debido a la sobre oferta mundial que desde el 2013 ha afectado negativamente su cotización; y la resina, derivado del petróleo que se encuentra en sus mínimos históricos.</p>
Gastos	Los gastos de ventas representa 18% sobre las ventas, y los gastos de administración el 4%. Se mantendrán estos valores para la proyección suponiendo que las variables son controlables y gestionadas para que se mantengan.
Inversiones	<p>En provincia, Corporación Lindley cuenta con una capacidad de producción utilizada del 60% en promedio. En el caso de Lima, se realizó la inauguración de la planta de Pucusana.</p> <p>Desde el año 2010 se inició un proceso de inversión en infraestructura en las plantas de Trujillo, Pucusana, y queda pendiente los centros de distribución en Huachipa y Villa El Salvador. En la inauguración de la nueva planta de Pucusana, el gerente general de la Corporación Lindley, José Borda, destacó que se invertirá en promedio en los siguientes años US\$ 70 millones en activos fijos. A partir del año 2020 se considera inversiones anuales de US\$ 30 millones principalmente para mantenimiento de los activos fijos.</p>

Variable	Principales supuestos
Sinergias con Arca Continental	<p>El ingreso de Arca Continental a Corporación Lindley influirá significativamente en los ingresos y costos. Ambos tienen identificadas tres tipos de sinergias:</p> <p>Ingresos.- Les permitirá ampliar su cartera de productos donde Arca Continental ya tiene conocimiento y tecnología.</p> <p>Procesos de costos.- Se utilizará la ventaja de pertenecer a una empresa cinco veces mayor que Corporación Lindley para permitir la renegociación de contratos y tener una mayor capacidad de inversión para mejorar la eficiencia de los recursos.</p> <p>Estratégicas.- Manejo más eficiente de descuentos y bonificaciones, de estructuras, de procesos informáticos, entre otros.</p>
“g”	Tasa de crecimiento para la perpetuidad equivalente a 2,68% , que permite igualar el ratio EV/EBITDA del año terminal de Corporación Lindley con el de las empresas comparables.

Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de Corporación Lindley, 2009 - 2015)

5. Precio de la acción de inversión

Para el cálculo del precio de la acción de inversión se utiliza la siguiente relación:

$$\text{Valor Patrimonial} = \text{Precio Acciones Comunes} * \# \text{ Acciones Comunes} + \text{Precio Acciones de Inversión} * \# \text{ Acciones de Inversión}$$

Las acciones comunes de la Corporación Lindley no cotizan en la bolsa de valores, por ello no es posible establecer una relación directa entre el precio de sus acciones comunes y de inversión. Por este motivo, a modo de comparación se buscó una empresa que cumpla los siguientes requisitos: tenga acciones emitidas tanto comunes y de inversión, que coticen ambas acciones en la bolsa de valores y que el número de acciones emitidas sea proporcional a las acciones emitidas por Corporación Lindley.

Así, se consigue que la empresa Pacasmayo cumpla con los requisitos descritos. El factor de 1,46 establece la relación entre el precio de la acción de inversión y común, y da como resultado el valor de S/. 3,09 para la acción de inversión de Corporación Lindley.

Tabla 11. Cálculo del precio de la acción de inversión

Cálculo de precio Acción de inversión						
	No Acciones	%	Factor	Precio Calculado	Precio Del Mercado	Precio por Arca
Acciones Tipo A	223.774.704	34%		S/. 4,51		S/. 7.63
Acciones Tipo B	329.870.528	51%		S/. 4,51		S/. 7.63
Acciones Tipo C	27.336.227	4%		S/. 4,51		S/. 7.63
Acciones Comunes	580.981.459	89%	1,04	S/. 4,51		S/. 7.63
Acciones de Inversión	71.965.514	11%	0,71	S/. 3,09	S/. 2.75	S/. 3.03
Total Acciones	652.946.973	100%	146%	146%		
V. Patrimonial	S/. 2.843.935.851		146%	-		
Precio Promedio Acción calculado		S/ 4,36				

Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de Corporación Lindley, 2009 - 2015).

Anexo 8. Proyección de la venta

Para elaborar la proyección de la demanda, se elaboró un modelo econométrico que permitiera proyectar la demanda de bebidas no alcohólicas en el Perú y que, además, contara con las propiedades de un buen estimador. Para ello, se utilizaron las siguientes variables:

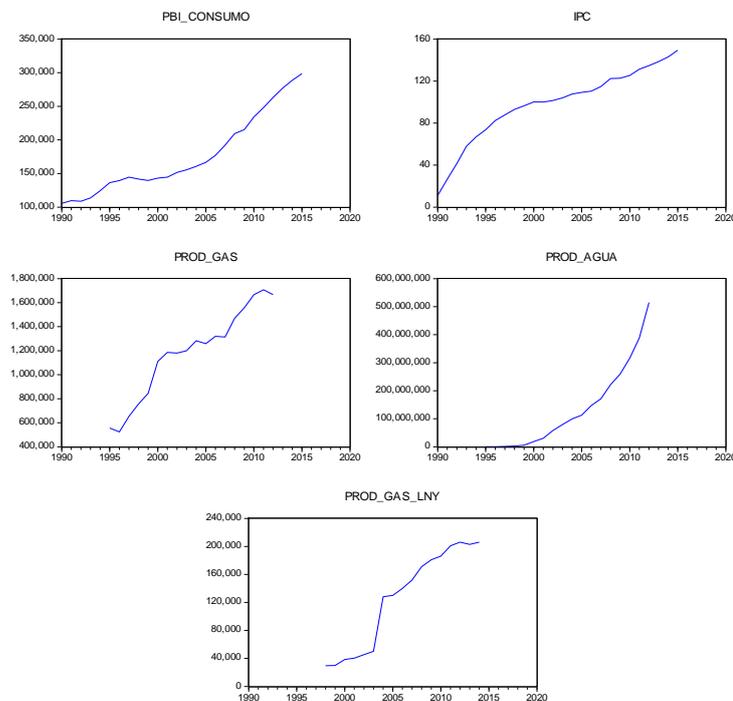
Tabla 12. Variables utilizadas

Descripción	Variable
Consumo privado peruano (millones de soles del 2007)	PBI_CONSUMO
Índice de Precios del Perú fin de Periodo (Base Dic. 2001=100)	IPC
Elaboración de bebidas gaseosas con dulce - Total Perú (miles lt.)	PROD_GAS
Elaboración de agua embotellada de mesa - Total Perú (miles lt.)	PROD_AGUA
Elaboración de gaseosas - Total Lindley (miles lt.)	PROD_GAS_LNY

Fuente: INEI, 2016.

El consumo privado y el índice de precios servirán como variables exógenas que permitirán explicar las variables elaboración de bebidas nacional (con y sin gas) de la Corporación Lindley (con gas). En el siguiente gráfico se muestra la evolución de las mismas:

Gráfico 15. Evolución de las variables



Fuente: INEI, 2016.

Para todas las variables, se evidencia un crecimiento sostenido desde 1990. Solo en el caso de la producción de gaseosas se muestra un comportamiento irregular entre los años 2000 y 2008; además, la producción de la Corporación Lindley presenta un fuerte crecimiento en el año 2003. Un primer paso para la proyección de las variables endógenas fue determinar si las variables presentaban algún tipo de relación entre sí. Esta relación se evaluó a través de la matriz de correlación que se presenta a continuación:

Tabla 13. Matriz de correlación

	PBI_CONSUMO	IPC	PROD_GAS	PROD_AGUA	PROD_GAS_LNY
PBI_CONSUMO	1.000000	0.985092	0.909117	0.987320	0.924081
IPC	0.985092	1.000000	0.950578	0.972103	0.953922
PROD_GAS	0.909117	0.950578	1.000000	0.895402	0.905369
PROD_AGUA	0.987320	0.972103	0.895402	1.000000	0.897708
PROD_GAS_LNY	0.924081	0.953922	0.905369	0.897708	1.000000

Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de INEI, 2016).

La matriz muestra que existe una alta correlación entre las variables elegidas. La relación más resaltante es la que se da entre la producción de agua y el producto bruto interno de consumo (0.988752) y la relación entre el índice de precios del consumidor y la producción de gaseosas (0.968164). Adicionalmente, la correlación entre la producción de gaseosas de Lindley y las variables independientes (PBI_CONSUMO e IPC) es mayor que la de la producción nacional (PROD_GAS).

Modelos

Para la proyección se ha convenido comparar 2 modelos lineales con miras a encontrar el que mejores propiedades presente. Estos son los siguientes:

Modelo 1: $prod_gas = F(ipc, pbi_consumo, q)$

Modelo 2: $prod_gas_lny = F(ipc, pbi_consumo, q)$

Es preciso mencionar que se incorporó en los modelos una variable “q” que recogiera los cambios en las tendencias de las variables, es decir, un quiebre estructural.

Luego de revisar los resultados, el modelo 2 presentó una alta bondad de ajuste, variables significativas y ausencia de autocorrelación de los residuos. Sin embargo, dicho modelo presenta heterocedasticidad, que es la evidencia de que la varianza de sus residuos es irregular.

En las siguientes tablas y gráficos se muestra los resultados.

Tabla 14. Modelo 2: Mínimos cuadrados ordinarios

Dependent Variable: PROD_GAS_LNY

Method: Least Squares

Date: 04/11/16 Time: 19:34

Sample (adjusted): 1998 2014

Included observations: 17 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IPC(-5)	1683.429	804.5806	2.092306	0.0566
PBI_CONSUMO(-5)	0.288480	0.418267	0.689704	0.5025
C	-121284.2	40366.39	-3.004583	0.0101
Q	65327.37	18168.62	3.595616	0.0033
R-squared	0.926818	Mean dependent var	125771.8	
Adjusted R-squared	0.909930	S.D. dependent var	70552.12	
S.E. of regression	21173.91	Akaike info criterion	22.96125	
Sum squared resid	5.83E+09	Schwarz criterion	23.15730	
Log likelihood	-191.1706	Hannan-Quinn criter.	22.98074	
F-statistic	54.87961	Durbin-Watson stat	2.017370	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de INEI, 2016).

Por otro lado, el modelo 1 demostró tener las propiedades deseadas, de heterocedasticidad, significancia de las variables, bondad de ajuste y ausencia de auto-correlación de los residuos.

En las siguientes tablas y gráficos se muestra los resultados.

Tabla 15. Modelo 1: Mínimos cuadrados ordinarios

Dependent Variable: PROD_GAS

Method: Least Squares

Date: 04/11/16 Time: 20:14

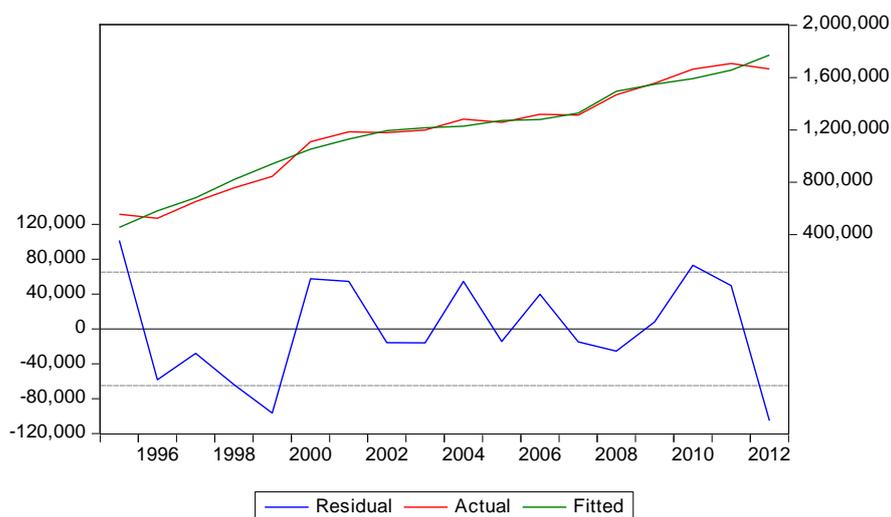
Sample (adjusted): 1995 2012

Included observations: 18 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-204399.6	201650.7	-1.013632	0.3280
IPC(-5)	6863.353	1285.964	5.337128	0.0001
PBI_CONSUMO(-5)	5.516198	2.113270	2.610267	0.0206
Q	127393.5	58652.66	2.171999	0.0475
R-squared	0.975580	Mean dependent var	1180647.	
Adjusted R-squared	0.970348	S.D. dependent var	377603.9	
S.E. of regression	65023.01	Akaike info criterion	25.19600	
Sum squared resid	5.92E+10	Schwarz criterion	25.39386	
Log likelihood	-222.7640	Hannan-Quinn criter.	25.22328	
F-statistic	186.4359	Durbin-Watson stat	1.741647	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de INEI, 2016)

Gráfico 16. Modelo 1: Residuos



Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de INEI, 2016).

Para el caso del agua, se obtuvo el siguiente modelo y resultados con propiedades esperadas.

Tabla 16. Modelo 3: Mínimos cuadrados ordinarios

Dependent Variable: PROD_AGUA

Method: Least Squares

Date: 04/11/16 Time: 21:00

Sample (adjusted): 1996 2012

Included observations: 17 after adjustments

Convergence achieved after 18 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.34E+09	2.22E+08	-6.030747	0.0001
PBI_CONSUMO(-4)	2649.565	872.4878	3.036793	0.0103
IPC(-4)	9914370.	2572649.	3.853759	0.0023
Q_AGUA*@TREND	2613665.	1393778.	1.875238	0.0853
AR(1)	0.764897	0.027118	28.20616	0.0000
R-squared	0.988687	Mean dependent var	1.43E+08	
Adjusted R-squared	0.984916	S.D. dependent var	1.52E+08	
S.E. of regression	18679812	Akaike info criterion	36.56371	
Sum squared resid	4.19E+15	Schwarz criterion	36.80878	
Log likelihood	-305.7916	Hannan-Quinn criter.	36.58807	
F-statistic	262.1787	Durbin-Watson stat	1.715065	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.76			

Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de INEI, 2016).

Proyección

Para la proyección de la producción se convino en rezagar las variables del producto bruto interno del consumo y el índice de precios del consumidor con el fin de no tener que proyectar estas variables. Los modelos utilizados para las proyecciones fueron los modelos 1 (producción de bebidas con dulce) y 3 (producción de agua embotellada de mesa), ambos en millones de litros.

Tabla 17. Proyección bebidas con dulce y agua 2012 – 2020 (Millones de litros)

	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>
Bebidas con dulce	1,592	1,658	1,772	1,919
Variación anual	0.07	0.03	-0.02	0.15
Agua	316,463	388,336	514,842	529,823
Variación anual	0.22	0.23	0.33	0.03
	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>
Bebidas con dulce	1,953	2,074	2,192	2,300
Variación anual	0.02	0.06	0.06	0.05
Agua	602,626	697,608	772,038	847,918
	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>
Variación anual	0.14	0.16	0.11	0.10
	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	
Bebidas con dulce	2,404	2,498	2,595	
Variación anual	0.05	0.04	0.04	
Agua	923,602	1'013,276	--	
Variación anual	0.09		--	

Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de INEI, 2016; Corporación Lindley, 2009 - 2015)

Para la proyección de las ventas de gaseosas se utilizó la participación de mercado de Lindley del año 2015 de 72%.

Anexo 9. Estimado del flujo de caja libre para la firma

Tabla 18. Flujo de caja proyectado (miles de dólares)

	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas					
Gaseosas	\$609,963	\$650,807	\$691,946	\$725,099	\$731,352
Agua	\$107,610	\$121,578	\$136,124	\$153,393	\$171,616
Isotónicos	\$40,792	\$47,877	\$55,027	\$63,326	\$75,441
Jugos	\$48,604	\$50,366	\$52,090	\$53,951	\$56,275
Total ventas	\$806,969	\$870,628	\$935,187	\$995,769	\$1,034,684
Costo de ventas	-\$516,460	-\$557,202	-\$598,520	-\$637,292	-\$662,198
Utilidad bruta	\$290,509	\$313,426	\$336,667	\$358,477	\$372,486
Gastos de administración	-\$32,279	-\$34,825	-\$37,407	-\$39,831	-\$41,387
Gastos de ventas	-\$153,324	-\$165,419	-\$177,686	-\$189,196	-\$196,590
Utilidad operativa	\$104,906	\$113,182	\$121,574	\$129,450	\$134,509
Impuestos	-\$29,374	-\$30,559	-\$32,825	-\$33,657	-\$34,972
(+) Beneficios después de impuestos	\$75,532	\$82,623	\$88,749	\$95,793	\$99,537
% Rentabilidad operativa	9%	9%	9%	9%	10%
(+) Depreciación del periodo	\$34,699	\$38,199	\$41,699	\$45,199	\$46,699
(-) Capital de trabajo	-\$21,967	-\$10,514	\$10,342	-\$14,272	-\$2,078
(-) Inversiones CAPEX	-\$70,000	-\$70,000	-\$70,000	-\$70,000	-\$30,000
Flujo de caja libre (FCFF)	\$18,264	\$40,308	\$70,790	\$56,719	\$114,157
Valor terminal					\$1,792,268

VPFF	\$215,537,871
V.P. Terminal	\$1,153,212,961
(+)Cash	\$83,236,070
(-) Deuda	\$617,988,119
V. Patrimonial	\$833,998,783

Fuente: Elaboración propia, 2016. (Sobre la base de Corporación Lindley, 2009 - 2015)

Anexo 10. Múltiplos comparables

El método de múltiplos comparables consiste en valorizar una empresa con el objetivo de hallar su valor de mercado por analogía con el valor de mercado de compañías similares. La información ha sido obtenida al 31 de diciembre 2015.

Análisis y selección de las compañías comparables

Para la selección de las compañías, se buscó utilizar ciertos factores que permitan compararlas. Debido a que Corporación Lindley S.A. es una compañía peruana, se buscaron compañías similares dentro del sector, con una similar actividad económica. Así, se identificaron las siguientes compañías como principales competidores: Ajegroup y Ambev Perú (Maximixe 2015).

Sin embargo, debido a que estas compañías no cotizan en bolsa, finalmente, se desestimaron para el análisis. De esta manera, se optó por seleccionar a empresas similares en el extranjero, pero que operen dentro del mercado de América Latina. Con este propósito, se utilizaron los siguientes factores de selección para compañías comparables:

- Compañías que cotizan en la bolsa de valores
- Compañías que realizan la misma actividad y/o una actividad similar que Corporación Lindley S.A.
- Compañías que operan en América Latina
- Compañías cuyos precios de acciones hayan estado al alza en el último año
- Compañías con un mismo *mix* de negocios o productos

Tabla 19. Empresas comparables

Compañía	País	Actividad principal	Market Cap (USDMM)	Cotización al alza	Mix de productos
Corporación Lindley	Perú	Consumo / Bebidas	618.36*	√	√
Embotelladora Andina	Chile	Consumo / Bebidas	2,611.55	√	√
Arca Continental	México	Consumo / Bebidas	9,784.32	√	√
Coca-Cola Embonor	Chile	Consumo / Bebidas	735.35		√
Organizacion Cultiba	México	Consumo / Bebidas	976.66	√	√
Coca-Cola Femsa	México	Consumo / Bebidas	16,039.25	√	√
Fomento Económico Mexicano	México	Consumo / Bebidas	33,569.53	√	√
Cia Cervecerias Unidas	Chile	Consumo / Bebidas	4,088.21		

* Se ha tomado la información de Market Cap de Corporación Lindley al 1Q 2016, al no contar con información del 4Q 2015 por no presentar cotizaciones al cierre de dicho trimestre.

Fuente: Bloomberg, 2015.

Del total de empresas, se desestimó a Coca-Cola Embonor S.A. y Cía. Cervecerías Unidas S.A. debido a que, en el último año, el precio de sus acciones no ha seguido el mismo comportamiento al alza que las demás empresas del rubro.

A continuación, se describe brevemente cada una de las compañías seleccionadas:

- **Embotelladora Andina**

Está dentro de los tres mayores embotelladores de Coca-Cola en América Latina. Coca-Cola Andina tiene la franquicia para producir y comercializar los productos Coca-Cola en ciertos territorios de Argentina (a través de Embotelladora del Atlántico), Brasil (a través de Rio de Janeiro Refrescos) y Chile (a través de Embotelladora Andina) y en todo el territorio de Paraguay (a través de Paraguay Refrescos).

- **Arca Continental**

Empresa dedicada, a través de sus subsidiarias, a la producción, distribución y venta de bebidas refrescantes principalmente de las marcas propiedad de *The Coca-Cola Company*, además de marcas propias y de terceros. Arca se formó en el año 2001 mediante la integración de tres de los grupos embotelladores más antiguos de México y se constituyó como segundo embotellador de productos Coca-Cola en México y América Latina.

- **Organización Cultiba**

Compañía holding con participación mayoritaria en Grupo GEPP, S.A.P.I. de C.V., una de las embotelladoras líderes en México de bebidas carbonatadas y no carbonatadas, así como garrafones de agua. Esta embotella y distribuye de manera exclusiva las marcas de PepsiCo en México, así como marcas propias y de terceros. GEPP cuenta con 44 plantas de embotellado en México y es la única embotelladora con cobertura nacional de distribución.

- **Coca-Cola Femsa**

Embotelladora y distribuidora de bebidas en América del Norte, Sur y Central. En algunos países Femsa también elabora agua, cerveza y otros productos.

- **Fomento Económico Mexicano**

Compañía que, a través de sus subsidiarias, produce y distribuye bebidas no alcohólicas en Latinoamérica como parte del sistema Coca-Cola.

Definición del múltiplo

Para la selección del múltiplo de cotización, se consideraron los ratios más utilizados en la práctica, así como el más adecuado considerando que las compañías seleccionadas se encuentran ubicadas en distintos países dentro de América Latina. De igual manera, para la

valoración se seleccionó el ratio EV/EBITDA, pues, entre sus beneficios, se encuentra que este ratio permite comparar compañías que no están en la misma zona geográfica. Asimismo, no depende del grado de apalancamiento de cada una de las empresas. En la Tabla 20, se muestran los ratios para cada una de las empresas.

Tabla 20. Ratios EV/EBITDA

Nombre	País	EV/EBITDA
Corporación Lindley	Perú	8.34
Embotelladora Andina	Chile	8.61
Arca Continental	México	13.29
Organización Cultiba	México	7.74
Coca-Cola FEMSA	México	10.52
Fomento Económico	México	14.98

Fuente: Bloomberg, 2016.

Como resultado de la utilización de este método, se obtuvo un valor del precio de la acción de inversión de S/. 2,46. Este precio fue calculado utilizando un valor total de la compañía de US\$ 1.198.88 millones y la mediana del múltiplo (EV/EBITDA) de 10.52. A continuación los resultados:

Tabla 21. Precio por acción de inversión

Descripción	Valor
EV/EBITDA (mediana)	10,52
EV (US\$MM)	1.198,88
Precio acción inversión S/.	2,46

Fuente: Bloomberg, 2015.

Precio de la Acción.- Con el método de empresas comparables por múltiplos, el precio por acción de inversión de Corporación Lindley calculado es de S/. 2,46, el cual es similar al precio calculado mediante el método del FCD.

Anexo 11. Estados financieros proyectados

Tabla 22. Estados financieros proyectados (Millones de USD)

Estado de Resultados											
Cuentas	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Ingresos	548	655	804	757	745	718	807	879	953	1,030	1,115
- Costo de los bienes vendidos	385	471	547	506	500	455	-516	-563	-610	-659	-691
Ingreso bruto	162	184	257	250	246	263	290	316	343	371	424
- Gastos operativos	-114	-136	-180	-184	-177	-178	-186	-202	-219	-237	-256
Otros ingresos / gastos	-20	-23	-26	-81	-76	-123	-10	-11	-12	-13	-14
- Ganancia (pérdida) operativa neta	-9	-5	-16	-11	-12	-20	-14	-15	-16	-17	-19
- Ganancia (pérdida) por gasto de int	-6	-4	11	3	-9	-26	4	4	5	5	5
- Ganancias (pérdidas) por tipo de ca	-5	-14	-21	-75	-55	-68	0	0	0	0	0
- Otros	-1	-1	1	2	-	-9	-1	-1	-1	-1	-1
Resultado antes de impuestos	29	25	52	-15	-7	-38	95	103	112	121	153
- Impuestos	-11	-8	-22	-11	8	12	-33	-36	-39	-42	-43
Resultado despues de impuestos	17	17	30	-26	1	-26	62	67	73	79	109
Total acciones	653	653	653	653	653	653	653	653	653	653	653
EBITDA	78	80	107	101	106	114	140	152	166	179	167
Hoja de balance											
Cuentas	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Activo corriente total	169	306	210	367	276	248	198	212	321	317	387
+ Caja y activos líquidos	15	133	16	124	33	83	10	50	73	86	117
+ Inversiones de corto plazo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Cuentas por cobrar	34	57	59	68	73	47	86	59	98	71	112
+ Inventarios	73	79	101	101	84	78	92	93	108	109	118
+ Otros activos corrientes	47	38	34	75	86	40	10	10	42	51	40
Activo no corriente total	437	567	693	762	849	772	748	755	775	774	772
+ Activo fijo neto	281	405	506	576	696	624	621	618	616	614	612
+ Otros activos no corrientes	156	162	186	186	154	148	127	137	159	160	160
Pasivo corriente total	199	207	290	296	296	247	255	213	279	185	246
+ Cuentas por pagar	81	95	137	225	181	164	214	157	220	143	203
+ Prestamos de corto plazo	46	22	49	21	27	8	20	20	20	20	20
+ Otras obligaciones de corto plazo	71	90	104	51	88	75	21	36	39	22	23
Pasivo no corriente total	162	403	399	619	617	602	453	453	443	453	445
+ Obligaciones de largo plazo	140	389	382	590	582	580	430	430	430	430	430
+ Otras obligaciones de largo plazo	22	14	17	29	35	22	23	23	13	23	15
Patrimonio total	245	264	303	229	213	171	238	302	374	454	467
+ Capital social	232	242	256	234	218	191	198	194	193	195	198
+ Resultado retenidos y otros	14	6	6	2	-0	10	10	10	10	10	10
+ Ganancias o pérdidas	-1	15	41	-7	-6	-31	31	98	170	249	260
+ Intereses de participaciones no cont	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivo más patrimonio total	606	873	993	1,144	1,126	1,020	946	968	1,095	1,092	1,158
Flujo de caja											
Cuentas	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Ingreso neto	17	17	30	-26	1	-26	62	67	73	79	109
+ Depreciación y amortización	42	37	46	46	48	49	32	32	32	32	31
+ Otros ajustes distintos de caja	7	-24	24	56	5	67	30				-50
+ Cambios en patrimonio	-11	77	-24	24	24	47	-	-	-	-38	-
Flujo de caja operativo	55	107	75	99	79	137	123	99	104	72	91
+ Disposición de activo fijo	15	12	10	1	17	2	41	41	41	41	40
+ CAPEX	-58	-131	-114	-180	-181	-74	-70	-70	-70	-70	-70
+ Otras actividades de inversión	0	0	-90	64	12	0	-30	-30	-30	-30	-30
Flujo de caja de Inversión	(43)	(119)	(194)	(116)	(152)	(72)	-59	-59	-59	-59	-60
+ Dividendos pagados	0	0	0	-19	0	0	0	0	-22	0	0
+ Incremento en las obligaciones de la	25	634	164	259	0	15					
+ decremento en las obligaciones de la	-22	-452	-144	-89	-9	-27	-150	0	0	0	0
+ Incremento en capital											
+ Decremento en capital							12	0	0	0	0
+ Otras actividades de financiamient	-8	-16	-26	-26	0	0					
Flujo de caja de financiamiento	(5)	167	(5)	125	(9)	(12)	-137	0	-22	0	0
Flujo de caja neto	7	155	(124)	109	(82)	54	-73	40	23	13	31

Fuente: Proyecciones de elaboración propia (Corporación Lindley, 2009 - 2015).