



“VALORACIÓN DE LA EMPRESA ALICORP S. A. A.”

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

Presentada por:

Sr. César Augusto Osores Miranda

2015

Dedico el presente trabajo a mi familia, por su comprensión y apoyo en culminar una tarea pendiente.

Agradezco a todos los amigos que ayudaron con sus críticas y observaciones al presente documento.

Resumen ejecutivo

La empresa Alicorp es la empresa peruana más grande de consumo masivo de alimentos en el Perú. Esta empresa consiguió el nivel de financiamiento más barato de una empresa corporativa en el largo plazo mediante la emisión de bonos en el mercado internacional; sin embargo, la coyuntura la golpea ante los desequilibrios que enfrenta por la volatilidad de los precios de sus materias primas, el tipo de cambio y la tasa de interés; sus niveles de endeudamiento agravan la situación financiera de Alicorp en el corto plazo, descrito en su ratio de deuda hasta cambiar su clasificación por parte de la clasificadora de riesgo Moody's; en efecto, su situación es adversa hasta el punto de presentar resultados contables del ejercicio 2014 de insuficiencia de cumplir con sus obligaciones de corto plazo.

Los resultados de 2014 anticiparon una valoración de la empresa hacia un valor fundamental esperado reducido, más aún si por el precio de la acción al mes de octubre de 2015, de S/. 5.85, con una performance volátil durante el ejercicio del mismo año; sin embargo, en función de los datos históricos y los supuestos generados, se alcanzó el valor fundamental de la acción en S/.6.67 con datos del mes de octubre; 14% por encima del valor de mercado y un retroceso del valor de mercado acumulado en 2015 de 10% aproximadamente.

Los problemas de Alicorp S. A. A. influyen en la valoración de la empresa sobre un horizonte de análisis de diez periodos (2015-2024); no obstante, se supone la recuperación de la empresa en cuanto al logro de niveles de rentabilidad después de reperfilar su deuda de corto y de largo plazo, y manejar en forma eficiente las estrategias de cobertura de los riesgos que enfrenta. Asimismo, se plantea que el proceso de fusiones y adquisiciones se mantendrá, posiblemente no de forma intensiva; tal vez, la empresa desista de realizar compras y adquisiciones de otras empresas por un periodo amplio debido a la necesidad de consolidar su posición, y mejorar sus niveles de solvencia y madurez de sus inversiones (Valdiviezo 2015). El traslado de las sinergias y economías de escala esperadas deben materializarse en sus nuevas adquisiciones.

La posición de liderazgo y consolidación en el mercado local en la mayoría de sus productos generan que los supuestos en la valoración sean acordes a los planes planteados por la empresa; se asume que lo ocurrido durante el ejercicio 2014, la volatilidad de los precios y la inestabilidad del tipo de cambio, son hechos no recurrentes y que la trayectoria de crecimiento sino de control del gasto mejorará los resultados en el plazo proyectado. El método de valoración flujo de caja descontado a través de la tasa de descuento, costo promedio ponderado del capital, (WACC, por sus siglas en inglés), otorga una evaluación de recuperación en el corto

y mediano plazo conforme maduren sus inversiones y mejoren las expectativas de crecimiento del producto bruto interno.

La proyección de ventas se prevé en dos etapas, al 5% y 6%, respectivamente, supuesto conservador si se espera que la empresa crezca a tasas mayores; ahora bien, el impacto de la evaluación se describe por el control de los costos y gastos, y se considera 71%-73% el nivel de costo de ventas sobre el nivel de ventas, gastos administrativos alrededor de 4.5% del nivel de ventas. En resumen, la empresa no debe superar tasas de crecimiento en gastos en relación con el crecimiento de las ventas; no solo los derivados financieros impactan los resultados históricos.

Se define la rentabilidad del accionista en el primer periodo en 9,67%, calculado a través de la metodología desarrollada en la teoría del modelo de valoración de activos financieros (CAPM, por sus siglas en inglés) con un WACC de 7,64%, dicha tasa de descuento cambia a medida que varía la estructura de capital; sin embargo, las tasas de descuento por utilizar en el flujo de caja libre oscilan en un rango de entre 7% y 9% a lo largo de la vida útil. El indicador de sensibilidad, beta, se toma del beta de la industria desapalancado (Buenaventura 2015); se procede a generar el apalancamiento respectivo del beta, lo cual genera un resultado de un indicador de sensibilidad de 0,8252 para el primer periodo, pero luego, en la proyección, mantiene una performance menor a 1, lo que indica baja volatilidad ante los cambios de mercado; la prima de riesgo es reducida al incluir como riesgo de mercado el rendimiento de la Bolsa de Valores de Lima descrito en el Índice General en los últimos diez años.

El valor de la empresa se define por el valor de los flujos de caja libre a valor presente mediante la tasa de descuento WACC más el valor de último flujo a perpetuidad, también denominado valor residual. La tasa utilizada para calcular el valor residual es 3,00%; acorde con el crecimiento esperado de la economía peruana. El valor de la empresa alcanza los S/. 5.648.806.250. Para analizar el riesgo de pronóstico, se generaron escenarios sobre un modelo unidimensional; la variable que determina el escenario optimista y pesimista es el nivel de ventas en función de la tasa de crecimiento esperada del producto bruto interno inicial, 4,2%; se debe mencionar que, al generar un cambio en la variable ventas, todas las variables relacionadas se afectan para determinar el valor de la empresa en el optimista y pesimista (“¿qué pasaría si?”). Si las ventas se incrementan en 4,2%, el valor actual neto se incrementará en 4,80%; el impacto es superior a la disminución en la proyección de ventas, lo cual ratifica la sensibilidad de los cambios en las ventas en el valor de la empresa.

Índice

Índice de tablas.....	viii
Índice de gráficos	ix
Índice de anexos	x
Capítulo I. Introducción	1
1. Líneas de negocio	2
1.1 Negocio de consumo masivo	2
1.2 Alicorp Soluciones (exproductos industriales)	3
1.3 Gastronomía (ex <i>food service</i>)	3
1.4 Industrias	4
1.5 Productos nativos peruanos	4
1.6 Nutrición animal	4
2. Tipo de clientes.....	6
3. Áreas geográficas	7
Capítulo II. Análisis del macroambiente	11
1. Macroambiente internacional.....	11
2. Macroambiente regional	12
3. Macroambiente doméstico	13
Capítulo III. Descripción y análisis de la industria.....	15
1. Análisis de Porter	15
1.1 Amenaza de la entrada a la industria.....	15
1.2 Poder de negociación de los proveedores	15
1.3 Posición de negociación de los clientes	15
1.4 Amenaza de los productos sustitutos.....	15
1.5 Rivalidad de la competencia.....	16
Capítulo IV. Posicionamiento competitivo, y factores organizativos y sociales	17
1. Posicionamiento competitivo.....	17
2. Factores organizativos y sociales	20
2.1 Gobierno corporativo	20
2.2 Cultura corporativa	23
2.3 Entorno y responsabilidad social.....	24
Capítulo V. Análisis financiero y características de la inversión.....	27

1. Análisis financiero de la empresa	27
1.1 Alicorp S. A. A. y Subsidiarias.....	27
1.2 Alicorp S. A. A.....	28
1.3 Análisis de ratios: liquidez, eficiencia, rentabilidad y solvencia	32
2. Características de la inversión en la empresa	35
2.1 Tipo de inversión.....	35
Capítulo VI. Valoración	36
1. Supuestos de proyecciones.....	38
2. Costo del capital	39
3. Métodos de valorización	43
3.1 Métodos basados en el balance (valor patrimonial)	43
3.2 Métodos basados en la cuenta resultados.....	43
3.3 Método valor de los dividendos.....	44
3.4 Método de flujo de caja descontado	45
4. Justificación del uso de métodos.....	47
Capítulo VII. Análisis de riesgos	48
1. Análisis de sensibilidad.....	52
2. Análisis de escenarios	53
3. Riesgos no considerados en la valoración	54
Capítulo VIII. Resumen de inversión	55
1. Resultados.....	55
Conclusiones y recomendaciones	60
2. Recomendaciones	63

Índice de tablas

Tabla 1.	Categorías, marcas y participación de mercado 2014	5
Tabla 2.	Ventas consolidadas de la empresa Alicorp, 2014 y 2013	5
Tabla 3.	Ventas individuales de la empresa Alicorp, 2014 y 2013	5
Tabla 4.	Posición y participación de mercado de sus principales marcas	7
Tabla 5.	Presencia de Alicorp en el mundo	9
Tabla 6.	Descripción de la composición del accionariado.....	20
Tabla 7.	Composición del Directorio 2014-2016	20
Tabla 8.	Plana ejecutiva 2014.....	21
Tabla 9.	Detalle de trabajadores 2013 y 2014	22
Tabla 10.	Empresas que conforman el IBGC	22
Tabla 11.	Índices de liquidez.....	33
Tabla 12.	Índices de eficiencia	33
Tabla 13.	Índices de rentabilidad.....	34
Tabla 14.	Índices de solvencia.....	35
Tabla 15.	Costo promedio ponderado del capital - WACC.....	42
Tabla 16.	Métodos basados en cuenta resultados, PER.....	44
Tabla 17.	Método valor de los dividendos	45
Tabla 18.	Análisis de escenarios.....	54

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Composición de los ingresos de Alicorp 2014	8
Gráfico 2.	Presencia de Alicorp en el Perú.....	10
Gráfico 3.	Análisis FODA	16
Gráfico 4.	Estrategia de adquisiciones 2006-2011	19
Gráfico 5.	Composición de los ingresos por países de Alicorp 2014.....	36
Gráfico 6.	Trayectoria de la acción Alicorp 2010-2015	38

Índice de anexos

Anexo 1.	Descripción de las actividades de la empresa Alicorp.....	68
Anexo 2.	Escalas de calificación de las agencias clasificadoras de riesgo	68
Anexo 3.	Alicorp S. A. A. Balance general 2009-2014, activos (en miles de soles).....	69
Anexo 4.	Alicorp S. A. A. Balance general 2009-2014, pasivos y patrimonio (en miles de soles).....	69
Anexo 5.	Alicorp S. A. A. Estado de resultados 2009-2014 (en miles de soles).....	70
Anexo 6.	Proyecciones de Value Driver's 2015-2024	71
Anexo 7.	Alicorp S. A. A. Balance general proyectado 2015-2024, activos (en miles de soles).....	72
Anexo 8.	Alicorp S. A. A. Balance general proyectado 2015-2024, pasivos y patrimonio (en miles de soles)	72
Anexo 9.	Alicorp S. A. A. Estado de resultados proyectado 2015-2024 (en miles de soles) .	72
Anexo 10.	Alicorp S. A. A. Flujo de caja libre 2015-2024(en miles de soles).....	72
Anexo 11.	Rendimiento del accionista, Modelo CAPM.....	73
Anexo 12.	Generación de escenarios 2015-2024: Escenario pesimista (en miles de soles)	73
Anexo 13.	Generación de escenarios 2015-2024: Escenario optimista (en miles de soles).....	74
Anexo 14.	Rendimiento de mercado: Índice general Bolsa de Valores de Lima (diez años) ..	75
Anexo 15.	Tasa libre de riesgo: Rendimiento bono soberano global 2002-2015	75
Anexo 16.	Indicador de sensibilidad beta sectorial.....	76
Anexo 17.	Principales indicadores financieros	77

Capítulo I. Introducción

La denominación social de la empresa es Alicorp S. A. A., la cual se constituyó el 16 de julio de 1956 bajo la partida electrónica N° 70267718 del Registro de Personas Jurídicas de los Registros Públicos del Callao, con domicilio fiscal en Av. Argentina N° 4793, Carmen de la Legua-Reynoso, Callao, Perú. La sociedad forma parte del Grupo Romero, formado por 45 empresas distribuidas en diferentes sectores económicos y en diferentes países.

El objeto social de la sociedad es dedicarse a la industria, la exportación, la importación, la distribución y la comercialización de productos de consumo masivo, principalmente alimenticios y de limpieza, en sus más variadas formas, en especial los que corresponden a la industria oleaginosa, de jabones, detergentes, grasas industriales, café, productos cosméticos de higiene y limpieza personal, y productos afines. Asimismo, se dedica a la industria y comercio del trigo y/o cualquier cereal en sus más variadas formas de harinas, fideos, galletas, y toda clase de productos y subproductos harineros, así como a la compra, venta, transformación, distribución, importación y exportación de materias primas, frutos y productos, nacionales y extranjeros.

Conforme a la Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU), Alicorp corresponde al CIIU 1549. Además, es la empresa líder del sector en el mercado nacional y cuenta con presencia comercial en Latinoamérica, Estados Unidos y China.

Su actividad se orienta fundamentalmente al consumo masivo y desarrolla en forma permanente adquisiciones de empresas vinculadas a la actividad comercial en la cual se ubica; sin embargo, la estrategia no solo es desarrollar mejoras en los procesos y captar mayor participación de mercado con productos de mejor calidad y a un precio competitivo, sino adquirir empresas de la competencia. Desde 2010, inicio del periodo de análisis, la empresa Alicorp ha adquirido más de diez empresas tanto en el mercado local como en los mercados donde mantiene presencia. Las adquisiciones superaron los US\$ 350 millones a la fecha, y destaca la compra de Global Alimentos S.A.C. y Molino Saracolca S.A.C. por US\$ 107 millones, empresas dedicadas a la fabricación y comercialización de cereales durante 2014, de acuerdo a una estrategia agresiva de fusiones y adquisiciones de empresas (M&A) que le permite diversificar su portafolio de productos y consolidar sus marcas en el mercado nacional.

1. Líneas de negocio

La empresa Alicorp divide sus actividades en seis líneas de negocio:

1.1 Negocio de consumo masivo

El consumo masivo, principal actividad de la empresa, implica la producción de bienes de uso cotidiano y casero, tales como detergentes, jabón de lavar, suavizantes, aceites domésticos, fideos, galletas, harinas domésticas, margarinas domésticas, salsas de mesa, salsas para pastas, refrescos instantáneos, postres instantáneos, panetones, entre otros. En primer lugar, en la producción de detergentes, se mantiene un liderazgo absoluto en el mercado con 57,1%, debido a una adecuada estrategia de segmentación y manejo del portafolio de marcas, como Bolívar, Marsella y Opal.

En 2014, en la línea de jabón de lavar, la empresa mantuvo una posición de líder con 78,5% gracias a la estrategia de portafolio de marcas y enfoque en tamaños óptimos de presentación de acuerdo a los requerimientos de sus clientes. Cabe resaltar que en la línea de suavizantes recién ingresa en el ejercicio pasado y alcanzó un 14,9% de participación, mercado manejado por Procter & Gamble (P&G) y Colgate-Palmolive.

En la línea de aceites domésticos, sus marcas Primor y Cocinero contaban con una participación de 53,7% en diciembre de 2014; este logro se alcanzó fundamentalmente por la aceptación y posicionamiento de Primor debido a un cambio de empaques, que resaltaban aspectos del cuidado de la familia, así como a la oferta de variedades de productos en función del cuidado de la salud familiar. Asimismo, Cocinero, Capri, Cil y Friol constituyen el portafolio de productos de la empresa, de las cuales Capri mantiene liderazgo regional en el norte del país.

En fideos, la participación es de 51,7%. Se debe señalar que se trata de un récord histórico en volumen con sus marcas Don Vittorio; la estrategia se fundamentó en la diversificación de la misma marca al diferenciar los productos; en galletas, se aplicaron los mismos cambios de empaques y variedades bajo una misma marca, como fueron los casos de Casino y Tentación.

En harinas domésticas, Blanca Flor lidera con 40,8% y busca seguir creciendo en la participación de mercado con la estrategia de establecer sinergias con Sandra Plevisani, conocida empresaria repostera, en el cual se busca desarrollar campañas enfocadas en las

familias peruanas, cuyo objetivo es lograr momentos que impulsen la unión familiar juntando a sus integrantes.

En la línea de margarinas domésticas, Alicorp también mantiene liderazgo, con 63,3%, y destacan sus marcas Manty y Sello de Oro bajo la estrategia de resaltar la mejor margarina para untar, para Manty, y la margarina ideal para la cocina y repostería, para Sello de Oro.

Las salsas de mesa continúan conservando el liderazgo absoluto. Alacena mantiene el 96,4%: en salsas picantes, bajo la estrategia de cremas selectas, han logrado posicionar aún más la marca con Sanka y Uchucuta sin afectar el mercado logrado por la crema Ají Tarí. En salsas para pastas, Don Vittorio alcanzó el 19,7% en el segmento.

Finalmente, en refrescos y postres instantáneos, la empresa es líder con 57,8% y 30,5%, respectivamente; en la línea de panetones, con las marcas Blanca Flor y Sayón, alcanza el 8,9% de participación de mercado.

1.2 Alicorp Soluciones (exproductos industriales)

Esta línea de negocio comprende las harinas, las mantecas y las margarinas industriales. El mercado de harinas industriales presenta un estancamiento causado principalmente por un menor consumo de pan en Lima, por una continua disminución de peso del pan y por el cambio de consumo del pan francés por otro que contenga menos harina. El escenario es atractivo, a pesar del estancamiento por la amplitud de márgenes en el sector y un crecimiento en la participación de mercado. En el segmento de mantecas industriales, la tendencia es plana; es impulsado por el sector panadero y, por eso, se proyecta un mercado estable.

1.3 Gastronomía (ex *food service*)

Esta línea de negocios incluye salsas, arroz, congelados y aceites. Se experimenta una consolidación del liderazgo en salsas y aceites, y el desarrollo de productos orientados a congelados, aderezos y postres. Todo ello significa captar 13.900 clientes a nivel nacional debido al agresivo crecimiento de cobertura a través de la fuerza de ventas directa y exclusiva, al desarrollo de la venta telefónica y a la presencia en el canal mayorista.

1.4 Industrias

Esta línea de negocios comprende óleos, farináceos y derivados industriales. El negocio es complejo en cuanto al desarrollo de iniciativas que impulsen consolidación de las ventas; además, se hacen esfuerzos en implementar un modelo de ventas especializado por clientes para establecer relaciones de confianza y fidelización.

1.5 Productos nativos peruanos

Este segmento orientado a la exportación ha ampliado su base de clientes incorporando variedades adicionales de quinua, productos con mayor valor agregado con *claims*¹ funcionales validados por centros de investigación. El crecimiento fue de 45% en el último ejercicio con perspectivas de seguir creciendo en volúmenes al mercado local e internacional.

1.6 Nutrición animal

El segmento de nutrición animal atiende el mercado del camarón y mercado de peces con sus empresas Vitapro, en Ecuador, y Salmofood, en Chile.

Las líneas de negocio fueron ampliadas por la proyección de seguir adquiriendo empresas, con lo cual se impulsa la participación de productos ya establecidos en el mercado. La finalidad es la consolidación de los productos existentes mediante la diversificación y adquisición de empresas de la competencia.

Ante el crecimiento de productos y marcas diferenciadas, se aplicó la medida de separar las tres líneas de productos iniciales (consumo masivo, productos industriales y nutrición animal), a las seis líneas de negocio descritas (consumo masivo, industrias, Alicorp soluciones, gastronomía, productos nativos, nutrición animal).

La empresa mantiene el liderazgo en la mayoría de categorías en las que participa en el mercado y el *market share* en varios de sus productos es superior al 50% de participación de mercado; las

¹ *Claims* funcionales: Se introdujo un nuevo concepto de alimentos, que se desarrollaron específicamente para mejorar la salud y reducir el riesgo de contraer enfermedades (Naranjo 2015).

líneas que han experimentado un mayor nivel de crecimiento son las de detergentes, margarinas y aceites.

Tabla 1. Categorías, marcas y participación de mercado 2014

Categorías	Market share 2014	Principales marcas
Detergentes	57,1%	Bolívar, Marsella
Jabón de lavar	78,5%	Bolívar, Jumbo
Aceites	53,7%	Primor, Cocinero
Fideos	51,7%	Don Vittorio
Margarinas	65,3%	Manty, Sello de Oro
Mayonesa	96,4%	Alacena
Refrescos en polvo	57,8%	Negrita, Kanú

Fuente: Alicorp, 2014.

En la Tabla 1 se describen las categorías, la participación de mercado y sus principales marcas al cierre del ejercicio 2014; se busca consolidar esta característica de liderazgo de mercado en el ejercicio 2015 y ampliarla en una mayor cantidad de productos.

A continuación, en la Tabla 2 y en la Tabla 3, se presenta la participación por línea de negocio consolidada e individual en tres categorías para los ejercicios 2014 y 2013.

Tabla 2. Ventas consolidadas de la empresa Alicorp, 2014 y 2013

Ventas consolidadas (miles de soles)	2014	2013
Consumo masivo	3.562.148	3.475.923
Productos industriales	1.471.429	1.464.616
Nutrición animal	1.248.388	877.684
Otros	1.031	74

Fuente: Alicorp, 2014.

Tabla 3. Ventas individuales de la empresa Alicorp, 2014 y 2013

Ventas individuales (miles de soles)	2014	2013
Consumo masivo	2.287.283	2.146.078
Productos industriales	1.405.008	1.356.364
Nutrición animal	233.227	350.856
Otros	1.031	0

Fuente: Alicorp, 2014.

La información de las Tablas 2 y Tabla 3 destacan dos criterios para el análisis. Las ventas siguen la tendencia creciente en el mercado local e internacional, y refuerzan las cifras de

proyección de acuerdo al plan estratégico de la empresa; el segundo criterio destaca la disminución de la categoría Nutrición animal en el mercado local; sin embargo, en las cifras consolidadas se observa la tendencia creciente en ventas.

2. Tipo de clientes

Alicorp cuenta con cuatro tipos de clientes: (i) clientes mayoristas, (ii) clientes de canal de distribución exclusivo, (iii) clientes industriales y (iv) clientes de canal moderno.

- **Clientes mayoristas**

Las razones principales de la presencia del canal mayorista o de los clientes mayoristas son la complejidad administrativa que supone la atención de un elevado número de clientes, la fuerza de ventas y el manejo del flujo de pedidos.

- **Clientes de canal de distribución exclusivo**

Lo que se busca es que, mediante el canal de distribución exclusivo, los productos puedan estar disponibles para el consumidor en el mayor número de puntos de venta.

- **Clientes industriales**

La decisión de la compra de productos industriales es muy diferente a la que toma un comprador de productos de consumo, ya que el de productos industriales deberá subordinar su decisión a imperativos de carácter técnico impuestos por el uso concreto del producto.

- **Canal moderno (supermercados y autoservicios)**

El crecimiento de la capacidad de compra de la clase media en el país impulsa el crecimiento del canal moderno. El desarrollo de la economía y las nuevas alternativas de financiar al cliente final hacen que dicho canal impulse su participación en la composición de las ventas; en efecto, se espera que este canal mantenga niveles de crecimiento de acuerdo a la inversión en centros comerciales.

El cliente final es el consumidor del producto, y, para manejar a este cliente y encontrar realmente cómo cubrir sus necesidades, la empresa desarrolla un portafolio diversificado de productos en todas sus categorías de productos. Esto le permite llegar a diferentes sectores socioeconómicos. Con las estrategias de marketing, la empresa logra posicionar sus productos en el consumidor final al ofrecerle un mayor valor por producto a precios adecuados de acuerdo a la capacidad adquisitiva de la población.

Por otro lado, Alicorp desarrolla sus políticas y proyecciones a través de herramientas estratégicas de innovación de productos y procesos, y define combinaciones diversas en la conformación de los portafolios de productos, siempre acompañado de campañas de publicidad y promociones. La finalidad de la empresa es llegar al mercado con un portafolio amplio y totalmente diversificado, que signifique abarcar todos los segmentos con productos para cada tipo de nivel socioeconómico. Para ello, desarrolla campañas intensivas de mercadeo y promoción de sus productos; el presupuesto de marketing por año se ubica en un rango de 3% a 4% aproximadamente del nivel de ventas, lo que permite alcanzar y difundir sus productos en el público objetivo definido para cada producto. A continuación, en la Tabla 4, se presenta la posición y participación de mercado de las principales marcas de Alicorp.

Tabla 4. Posición y participación de mercado de sus principales marcas

Categoría	Principales marcas	Part. mercado	Posición	Competidores
Mayonesa	Alacena	96%	1	Unilever, Nestlé
Jabón de lavar	Jumbo, Bolívar, Marsella	75%	1	Locals, P&G
Nutrición animal	Nicovita	70%	1	Purina, Espalsa
Margarinas	Sello de Oro, Manty	63%	1	Unilever, Nestlé
Refrescos	Yaps, Negrita, Kanú	57%	1	Tresmontes lchetti
Aceite vegetal	Primor, Cocinero, Cil, Capri, Friol	51%	1	Molinos Río de la Plata
Detergentes	Bolívar, Opal, Marsella	54%	1	P&G
Harina industrial	Nicolini, Blanca Nieve, Inca	51%	1	Cogorno
Pasta	Don Vittorio, Nicolini, Alianza	43%	1	Carozzi
Mascotas	Mimaskot, Nutrican	36%	1	Rinti, Nestlé
Galletas	Casino, Tentación, Glacitas, Chomp	32%	1	Kraft, Nestlé

Fuente: Alicorp, 2014.

3. Áreas geográficas

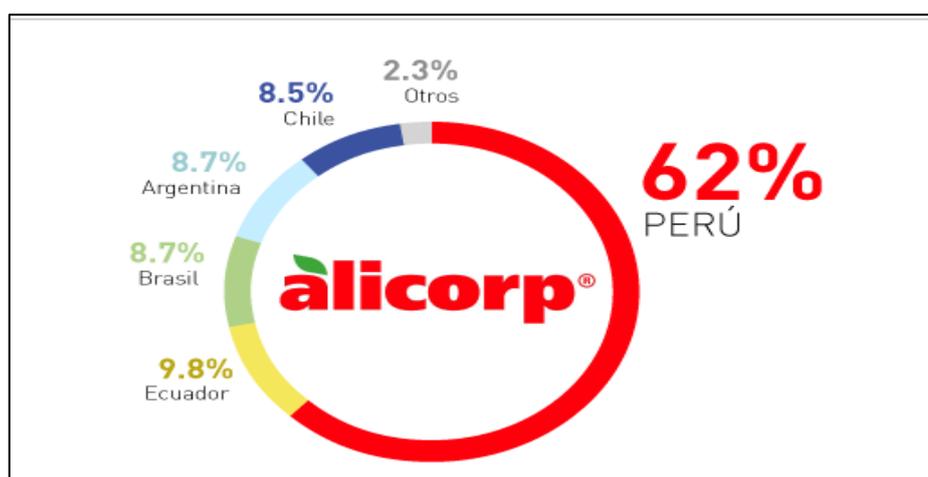
El área de influencia de la empresa comprende el ámbito nacional y el internacional. En el país, Alicorp mantiene presencia comercial en todo el territorio nacional; de hecho, posee 11 plantas industriales distribuidas en Piura, Trujillo, Lima, Callao y Arequipa; 18 almacenes; 34 distribuidores exclusivos; y 19 oficinas de venta.

Asimismo, dispone de plantas industriales en Ecuador, Colombia, Argentina, Chile y Brasil, y exporta a más de veinte países; sin embargo, la mayor participación de sus ventas está consolidada en el Perú. Esta participación nacional muestra una tendencia decreciente, dado que

su política de crecimiento se orienta a equilibrar sus ventas en el mercado nacional e internacional.

Al cierre del ejercicio 2014 la participación nacional se ubicó en 62% de las ventas totales; además, el mercado ecuatoriano ocupó el 9,8% de las ventas totales de la empresa; cabe indicar que, en Ecuador, se desarrollan las líneas de negocio de consumo masivo humano y animal. Por otra parte, Argentina, principal país del Mercosur, posee cinco plantas industriales y los resultados no han sido positivos en cuanto a la participación en el total de ventas debido a los riesgos y deterioro de su posición económica. A continuación, en el Gráfico 1, se observa la composición de los ingresos de Alicorp en 2014.

Gráfico 1. Composición de los ingresos de Alicorp 2014



Fuente: Alicorp, 2014.

La tendencia de participación de ventas en el mercado internacional seguirá en crecimiento de acuerdo a la estrategia de adquisiciones de empresas para lograr el incremento de ventas y el posicionamiento de sus productos en el mercado externo vía la exportación de sus productos. A continuación, en la Tabla 5, se detalla la presencia de Alicorp en el mercado internacional.

Tabla 5. Presencia de Alicorp en el mundo

País	Empresas	Actividad
Argentina	Alicorp Argentina S. C. A.	Productos de aseo personal
	Alicorp San Juan S. A.	Productos de aseo personal y el hogar
	Ítalo Manera S. A.	Pastas
	Pastas Especiales S. A.	Pastas
	Sanford S. A. C. I. F. I. y A	Fabricación de galletas
	TVBC S. C. A.	Productos de aseo personal
Colombia	Alicorp Colombia S. A.	Productos de consumo masivo
	Frigoríficos Colombianos S. A. S.	Conservación de productos, cadena de frio
Ecuador	Alicorp Ecuador S. A.	Bienes de consumo y capital
	Vitapro Ecuador Cía. Ltda.	Alimentos de consumo humano y animal
España	Alicorp Hodco España S. L.	Gestión títulos valores
Uruguay	Alicorp Uruguay S. R. L.	Mercaderías y materias primas
Brasil	Ind. Alicorp Do Brasil S. A.	Pastas, mezclas para tortas
	Pastificio Santa Amalia S. A.	Aseo personal, galletas, chocolates, gelatinas
Chile	Salmofood S. A.	Alimento para peces

Fuente: Alicorp, 2013b; 2014.

Ahora bien, la empresa mantiene el liderazgo en el mercado nacional, y cuenta con presencia comercial en Latinoamérica, Estados Unidos y China. La estrategia de la empresa es alcanzar el nivel proporcional de ventas de 50% en el mercado local y 50% en el mercado internacional; de acuerdo a su Plan Estratégico 2021, el objetivo trazado también incluye ser parte de las 250 más grandes empresas en Latinoamérica. A continuación, en el Gráfico 2, se puede observar la presencia de Alicorp en el Perú.

Gráfico 2. Presencia de Alicorp en el Perú



Fuente y elaboración: Alicorp, 2013a.

Capítulo II. Análisis del macroambiente

1. Macroambiente internacional

Las perspectivas del mundo son de estabilidad a disminución de las perspectivas de crecimiento motivadas por la desaceleración económica, la volatilidad de los precios de las materias primas y tasas de interés, acompañados del riesgo cambiario y la expectativa mundial por la incertidumbre del nivel de ajuste de la tasa de referencia de la Reserva Federal de los Estados Unidos y sus efectos en la economías emergentes. Todo ello sucede junto con la disminución del precio del petróleo, que debería beneficiar la estructura de costos y su influencia en los márgenes de las empresas, pero dicha disminución beneficia principalmente a las economías desarrolladas. En 2014, el mundo creció 3,4% y se espera que, en 2015, este crecimiento disminuya ligeramente y se ubique en 3,1% (Fondo Monetario Internacional [FMI] 2015). Las economías emergentes también mostrarán desaceleración pronunciada con niveles por debajo de 4% para América Latina: después de crecer 1,3% en 2014, se espera un retroceso en su producto en 0,3% de acuerdo a las proyecciones del FMI, motivado por la recesión en Brasil y las prevista contracción en Venezuela de sus políticas económicas; este tema dificulta las proyecciones de las empresas vinculadas a la industria del consumo masivo; adicionalmente, se espera una caída de los *commodities* (Caretas 2015).

Estados Unidos experimentó un leve crecimiento en el primer trimestre de 2015, lo que impulsa la tesis de un año de desaceleración ante la expectativa de crecimiento mayor de 2,2% a 1,4%, si se considera que la volatilidad de los mercados ante el supuesto incremento de la tasa de referencia por parte de la Reserva Federal generará posiciones de cambio en los economías emergentes de devaluación de las monedas propias (FMI 2015); esto ocasionaría presiones en la carga financiera expresada en dólares americanos. En el caso de que las empresas de consumo masivo, cuyo 70% de ventas se focaliza en el mercado local en moneda nacional y cuyos insumos son importados con una deuda en el mercado de valores en dólares americanos, definitivamente la presión en los márgenes generará escenarios negativos.

Por otro lado, la Eurozona mantiene mejores niveles de proyección de crecimiento para 2015 por los menores precios del petróleo, una actividad fiscal neutral y menores tasas de interés. Además, se mantuvo la tasa de referencia por parte del Banco Central Europeo en 0,05% y se

espera una recuperación definitiva; el único riesgo se presenta en el paquete de reformas presentado por el Gobierno griego, que lo ubica en el segmento de *default*; este riesgo europeo se definirá en los próximos meses. Las tasas de los bonos soberanos a diez años de Alemania y Francia seguirán a la baja a sus mínimos históricos, 0,08% y 0,35%, respectivamente.

Por su parte, la economía china sigue su tendencia de desaceleración. El primer trimestre de 2015, creció 7%, la tasa más baja desde 2009, y el FMI proyecta una tendencia decreciente para los años 2015, 2016 y 2017. China busca estimular su mercado con una política monetaria que disminuya la tasa de encaje para generar mayor oportunidades de inversión vía deuda, pero las medidas son insuficientes para lograr niveles de reactivación sostenida que hagan cambiar la trayectoria de crecimiento por encima del 7%.

La repercusión de los cambios en la economía china se observa en la participación en los mercados mundiales de *commodities*. Por ejemplo, en el mercado de la soya, la importación de China es de casi 60% del mercado mundial y, en el consumo de soya, 25% aproximadamente; en cambio, en el mercado del trigo, consume más de lo que importa y mantiene una participación mundial de 12%. En el caso de la soya, insumo fundamental de las empresas de consumo masivo, los niveles de precios podrían verse afectados por los desequilibrios de la desaceleración proyectada de la economía china.

2. Macroambiente regional

A nivel regional, las proyecciones para América Latina son negativas. Para empezar, la economía de la región decrecerá de 1,3% a 0,3%, lo cual será su peor desempeño desde la crisis de 2009; además, existe una probabilidad de recesión durante el periodo 2015, por lo que se deberá manejar un entorno recesivo. Por ejemplo, Brasil requerirá importantes ajustes macroeconómicos y desarrollar un menor consumo privado; asimismo, la caída de precios del petróleo, del hierro y de los granos ha generado presiones en el presupuesto público y siguen existiendo graves casos de corrupción en el nivel más alto del gobierno, lo que lleva a una débil actividad empresarial a causa de la desconfianza. El producto bruto interno (PBI) de Brasil proyectado es de -2% para 2015, con una inflación de 8%.

En realidad, la región experimenta en forma consecutiva un crecimiento débil a causa de la insuficiente confianza consumidora. Venezuela ha sufrido una contracción del 10% de su PBI, debido a los controles y las distorsiones de mercado que han intensificado la escasez de

productos básicos, además del nivel de inflación que alcanzará cifras por encima del 100% para 2015. También, Argentina sufrirá la reducción de su producción, en 0,3%, si no ejecuta sus anunciadas reformas estructurales destinadas a generar un mayor gasto público y privado.

Por otro lado, Bolivia, Paraguay y Perú proyectan rendimientos positivos para el ejercicio 2015; sin embargo, alcanzarán tasas menores a las proyectadas después de sensibilizar e incorporar los efectos de sus crisis internas y *shocks* externos vinculados a la demanda mundial de materias primas, lo cual constituye una de los principales riesgos para la región si China llega a padecer un freno drástico.

Por el lado monetario, una mayor restricción de los fondos externos cuando Estados Unidos eleve su tasa de referencia ante la recuperación de sus indicadores macroeconómicos afectará la región fundamentalmente en los niveles de endeudamiento y la importación de bienes de capital.

3. Macroambiente doméstico

En el ambiente local, existe una marcada desaceleración por el mercado internacional desfavorable (caída de los precios de exportación), así como un retroceso en la inversión privada por el *shock* de confianza de los inversionistas ante los conflictos sociales y la expectativa de la presencia del fenómeno de El Niño. Este factor extiende el periodo de calor y trae consigo menor crecimiento de producción en varios sectores de la economía. Los sectores que mantienen proyección adversa son los de minería, agricultura y manufactura.

Sin embargo, el Gobierno ha adoptado algunas medidas económicas para impulsar principalmente el consumo y la inversión, como la exoneración de descuentos a las gratificaciones de los trabajadores en forma permanente. De este modo, se busca reforzar el consumo privado y la liberación de los fondos de compensación por tiempo de servicios (CTS) de seis a cuatro sueldos como fondos de seguro al desempleo obligatorio. Existen otras medidas adoptadas que debería impulsar el consumo privado. Por el lado de la inversión privada, se redujeron las tasas de encaje, lo cual libera fondos para el mercado de créditos; además, el control de la tasa de referencia y la flexibilidad fiscal en cuanto al impuesto a la renta deberían impulsar la expectativa de crecimiento de la economía y mantener la tasa de crecimiento anunciada por el Gobierno de 3,1%, después de recortar la proyección del PBI en tres oportunidades. En conclusión, el panorama es definitivamente desalentador con componentes de

riesgo explicados por los conflictos sociales desarrollados por la falta de principio de autoridad que trasmite el Gobierno a la población en general.

Ahora bien, la caída de la inversión pública en el primer trimestre de 2015 reforzó las condiciones de no alcanzar los objetivos propuestos de crecimiento y dinamismo de la economía: se espera una fuerte recuperación en el segundo semestre del año.

Existen muchos factores que conducen al pesimismo: el consumo privado, la caída de la inversión pública, la continua desaceleración de la inversión privada y el retroceso de las exportaciones sustentado por el sector minero; adicionalmente, la ocurrencia moderada del fenómeno de El Niño agrava las perspectivas de crecimiento para el ejercicio 2015. Por ello, el Gobierno ha adoptado medidas para salvar esta adversidad esperada; por el lado monetario, no se puede mantener una posición expansiva por el riesgo de inflación, dado que la economía peruana se encuentra por encima del rango meta de entre 1% y 3%.

El tipo de cambio continúa con el *rally* de presión alcista, y se proyecta una devaluación profunda durante 2015: hasta el tercer trimestre, la devaluación alcanzó 9,46%, y, en los últimos doce meses, fue de 12,70%. Esto generará presiones en las deudas expresadas en dólares y penalizará la importación de bienes. En consecuencia, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) ha desarrollado una fuerte intervención dentro de su modelo de flotación sucia vendiendo dólares para evitar los cambios bruscos del tipo de cambio y tratar de mantener la devaluación de la moneda local, debido a la expectativa de cerrar 2015 a S/. 3,30 por dólar.

En cuanto a la tasa de referencia, esta se mantiene en 3,5%, después de ser ajustada desde 3,25%, y se migró de una política expansiva a neutral, lo que genera una probabilidad de incrementar la tasa en los próximos meses por la expectativa inflacionaria; pese a la postura adoptada, el BCRP sigue reduciendo encajes para estimular el crédito.

En resumen, se experimentan perspectivas con alto contenido de riesgo en las diferentes variables que definen el crecimiento del PBI. Tales perspectivas no solo se explican en torno a factores externos como el riesgo cambiario, las tasas de interés, la caída de los precios de los *commodities* y la desaceleración del mundo, sino también internos, que incluyen crisis de confianza, conflictos sociales y probabilidad de efectos adversos de gran escala generados por los fenómenos climáticos.

Capítulo III. Descripción y análisis de la industria

1. Análisis de Porter

1.1 Amenaza de la entrada a la industria

Las barreras son altas para entrar a la industria; por lo tanto, es baja la amenaza de entrada a la industria debido al nivel de inversión en infraestructura y capacidad instalada; además, la generación de *know how* para obtener beneficios por economías de escala es otra amenaza a la entrada a la industria. Este tipo de negocio se explica por la alta rotación de inventarios y márgenes reducidos. Asimismo, se necesitan presupuestos de inversión en mercadeo para lograr posicionamiento de marca y competir con marcas que reciben gran aceptación del público objetivo, o que se encuentran consolidadas en el consumidor final.

1.2 Poder de negociación de los proveedores

La empresa es el principal importador de trigo y soya, y ha orientado sus compras a un reducido número de proveedores, lo cual le otorga ventajas en la negociación. Sin embargo, puede obtener beneficios adicionales con respecto a precios y puntos de entrega, pese al riesgo inherente de la volatilidad de los precios de dichos *commodities*.

1.3 Posición de negociación de los clientes

El consumidor final tiene un bajo nivel de negociación, lo que le permite a la empresa trasladar el incremento de sus costos por insumos al consumidor final de muchos de sus productos. Los canales modernos (supermercados) cuentan con un mayor poder de negociación que los clientes finales debido al tamaño y su importancia como canal, lo cual vuelve más complejo generar posiciones ventajosas en la negociación, sobre todo en los aspectos de precio y formas de pago, que pueden generar presión en los márgenes esperados.

1.4 Amenaza de los productos sustitutos

Los productos sustitutos son una amenaza permanente debido a la amplitud del portafolio que se maneja y la orientación a todos los niveles socioeconómicos. La amplitud de mercado y los

perfiles de los consumidores generan nichos de mercados para colocar productos sustitutos, y los constantes niveles de inversión en investigación y desarrollo del mercado masivo de consumo en productos alimentarios, orientados a mejorar la salud, generan mejores productos a precios competitivos; por consiguiente, se trata de escenarios de reducción de la lealtad de los consumidores. Otro de los puntos es afrontar los ciclos de los productos.

1.5 Rivalidad de la competencia

Los principales competidores del sector industrial de alimentos son empresas multinacionales, como P&G, Unilever, Kraft y Nestlé, y empresas locales que disputan posicionamiento de mercado con marcas fuertes; por ello, este tipo de mercado se define como un mercado de alta competencia, en el cual la innovación y el valor agregado de los productos marcan la pauta de la disputa de los puntos de mercado.

A continuación, en el Gráfico 3, se observa el análisis de fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas (FODA) elaborado para ampliar la identificación de las ventajas y riesgos de la empresa.

Gráfico 3. Análisis FODA



Fuente: Elaboración propia, 2015.

Capítulo IV. Posicionamiento competitivo, y factores organizativos y sociales

1. Posicionamiento competitivo

Para lograr posicionarse en el mercado, la empresa busca alcanzar la mayor cantidad de segmentos posibles; no obstante, es difícil medir sus niveles de competencia con empresas locales. Por ello, el análisis radica en llevar a cabo el análisis de la competencia a través de líneas de productos ante la diversificación de productos de su portafolio. La empresa compete en tres grandes bloques a pesar de que la división se ha incrementado a seis bloques; sin embargo, se pueden resumir sus bloques de mercado en consumo masivo, productos industriales y nutrición animal. Además, se debe resaltar que la demanda de productos vinculados al sector depende del crecimiento del PBI. Sus grandes competidores directos son P&G, Nestlé, Kraft Foods y Unilever, empresas transnacionales con expectativas de crecimiento y expansión no solo en el país, sino en las diferentes regiones del mundo donde mantienen presencia.

La estrategia fundamental de posicionamiento competitivo es crecer con adquisiciones e integración para alcanzar la meta de facturar US\$ 5.000 millones en 2021 y convertirse en una de las 250 empresas más grandes de Latinoamérica. El crecimiento en el mercado implica desarrollar estrategias de plataformas priorizando el crecimiento por categorías, a fin de consolidar el portafolio con oportunidades de crecimiento que impliquen el retorno del capital en un plazo adecuado, y el desarrollo de las capacidades de compra de *commodities*, distribución y ventas, gestión de marcas, y adquisiciones con apalancamiento adecuado a cada realidad geográfica.

La empresa cuenta con cuatro ventajas competitivas bastante marcadas, las cuales se basan en el posicionamiento de mercado y en el crecimiento de largo plazo:

- Compra de *commodities* ejerciendo control de riesgo: La soya y el trigo representan una parte importante de la compra de insumos y el abastecimiento, y la volatilidad de sus precios obliga a diseñar planteamientos y estrategias de riesgos que permitan lograr adquisiciones en posiciones ventajosas para maximizar rentabilidad.

- Ventas y distribución mediante la estrategia *go to market*²: Esta ventaja es fundamental al momento de ejercer control y posicionamiento permanente. Los centros de distribución y amplia cobertura permiten abastecer de productos a los puntos de venta mejor que la competencia a través de distribuidores exclusivos, mayoristas, almacenes y oficinas de venta.
- Adquisiciones bajo la estrategia M&A³: Estas generan sinergias en las adquisiciones y, sobre todo, retorno del capital en plazos adecuados.
- Manejo de marcas: Se desarrollan marcas sólidas con una participación mayor al 40% del mercado; además, se observa un crecimiento de la capacidad adquisitiva de la clase media emergente en el país, lo cual es objetivo de la empresa y, para ello, existe un portafolio diversificado de acuerdo al nivel socioeconómico (NSE). La innovación genera nuevos mapas, así como el cambio de los hábitos de consumo provoca que se enfoque la estrategia en desarrollar productos a la medida en función del segmento de mercado para lograr el total dominio del mercado con variedad de productos a niveles de precios accesibles.

Siempre se debe aplicar en forma permanente la renovación de la marca respecto de su presentación para lograr que el cliente identifique valor en los productos que siempre consume; las marcas sólidas lo conducen al desarrollo de adyacencias, es decir, a categorías de productos adyacentes.

La empresa, después de aplicar sus ventajas competitivas, logra posicionarse como número uno en varios segmentos con participaciones superiores al 50% siempre presentando un portafolio mixto en cada nicho de mercado: los resultados son positivos y se mantienen con el objetivo de trasladarlos a otras regiones de Latinoamérica donde posee presencia industrial. En efecto, en el país, ha logrado ubicarse en forma sólida y ha rezagado en muchos segmentos a las empresas competidoras.

² En dirección de marketing, *go to market* u orientación al mercado es una estrategia de negocio cuyo objetivo principal es generar una ventaja competitiva y ganar en el mercado en que compite a fin de lograr que la propuesta de valor suceda en el punto de venta como fue planeada.

³ M & A (siglas de *mergers and acquisitions*) se refiere a un aspecto de la estrategia corporativa que se ocupa de la combinación y adquisición de otras compañías, así como de otros activos. La decisión de realizar una fusión o una adquisición es una decisión de tipo económico; específicamente, consiste en una decisión de inversión.

En la región, Alicorp no mantiene la performance similar a la desarrollada en el país, debido esencialmente a la maduración y desarrollo de las marcas que se comercializan. Mantiene segmentos de participación expectantes, pero los niveles no son mayoritarios, como ocurre en Argentina y Ecuador.

Para lograr posicionamiento y crecimiento, Alicorp se apoya en la ventaja de adquisiciones de empresas. Durante los ejercicios 2012 y 2014, alcanzó los US\$ 430 millones en compras en la región, y destacan las adquisiciones de Salmofood (Chile), Industrial Teal (Perú), Santa Amalia (Brasil) y Global Alimentos (Perú). Las ventas de adquisiciones hasta 2011 representaron 22%; con las nuevas adquisiciones, la expectativa de crecimiento en ventas refuerza la tesis de alcanzar ventas en 2021 de US\$ 5.000 millones mediante la compra de empresas.

Asimismo, existe la orientación a explorar nuevos mercados, como México y El Caribe, como consecuencia de su estrategia de crecimiento vía M&A. A continuación, en el Gráfico 4, se observa la estrategia de adquisiciones durante el periodo 2006-2011.

Gráfico 4. Estrategia de adquisiciones 2006-2011



Fuente y elaboración: Alicorp, Presentación Corporativa 2013a

2. Factores organizativos y sociales

2.1 Gobierno corporativo

La empresa está comprometida con cumplir con los principios del gobierno corporativo, con que se garantizan los principios de equidad, responsabilidad y transparencia hacia los accionistas, inversionistas y grupos de interés relacionados con la sociedad. Por ello, Alicorp ha sido reconocida como una de las diez empresas con buenas prácticas de gobierno corporativo por la Bolsa de Valores de Lima y cuenta con 1.450 accionistas comunes y 1.575 accionistas de inversión. El capital social de la empresa asciende a S/. 847.191.731, representado por 847.191.731 acciones comunes de S/. 1.00 de valor nominal cada una. En la Tabla 6, se presentan los accionistas comunes con más del 5% de participación.

Tabla 6. Descripción de la composición del accionariado

Accionistas	Saldo	Porcentaje	Nacionalidad	
BIRMINGHAM MERCHANT S. A.	93.547.435	11,04%	Panameña	-
AFP INTEGRA S. A.	90.268.017	10,65%	Peruana	Grupo Inversiones Suramericanas
PROFUTURO AFP	66.088.984	7,80%	Peruana	The Bank of Nova Scotia
GRUPO PIURANO DE INVERSIONES S. A.	66.001.799	7,79%	Peruana	Grupo Romero
PRIMA AFP S. A.	62.330.474	7,36%	Peruana	Credicorp Ltd.
ATLANTIC SECURITY BANK	46.761.267	5,52%	Gran Caimán	Credicorp Ltd.

Fuente: Alicorp, 2014.

La estructura de gobierno se encuentra conformada por la Junta General de Accionistas, que se celebra todos los ejercicios y cuyos acuerdos son documentos de acceso público. A continuación, en la Tabla 7, se enumeran las personas que conforman el Directorio.

Tabla 7. Composición del Directorio 2014-2016

Directorio	Cargo
Dionisio Romero Paoletti	Presidente
Luis Enrique Romero Belismelis	Vicepresidente
José Antonio Onrubia Holder	Director
Calixto Romero Guzmán	Director
Ángel Manuel Irazola Arribas	Director
José Raymundo Morales Dasso	Director
Aristides de Macedo Murgel	Director
Fernando Martín Zavala Lombardi	Director
Jorge Luis Brake Valderrama	Director
Manuel Antonio Romero Belismelis	Director suplente
Rafael Ernesto Romero Guzmán	Director suplente

Fuente: Alicorp, 2014.

Se debe destacar la definición del director independiente, quien es elegido por su prestigio profesional y no se encuentra vinculado con la administración de la sociedad ni con los accionistas principales de la empresa. El Directorio actual cuenta con cuatro directores independientes, lo cual garantiza la neutralidad y el perfil profesional en la dirección de la empresa. Asimismo, la estructura de la alta gerencia de la sociedad se encuentra conformada por siete miembros (ver Tabla 8).

Tabla 8. Plana ejecutiva 2014

Nombre	Cargo
Paola Sachi Giurato	Gerente general
Diego Rosado Gómez de la Torre	Vicepresidente de Finanzas, Administración y Sistemas
Jaime Eduardo Buitrich Velayos	Vicepresidente de Suply Chain Corporativo
Hugo Carrillo Goyeneche	Vicepresidente de Negocios de Productos Industriales
Patricio David Jaramillo Saá	Vicepresidente de Consumo Masivo Perú
Salvador Renato Falbo	Vicepresidente de Consumo Masivo Internacional
Paola Ruchman Lazo	Vicepresidente de Recursos Humanos Corporativo

Fuente: Alicorp, 2014.

En este contexto, es necesario mencionar los cambios anunciados por la empresa. Con respecto a la composición de la plana gerencial, a partir del mes de noviembre, el gerente general será el Sr. Alfredo Pérez Gubbins, quien proviene de otra empresa del Grupo Económico. Asimismo, el vicepresidente de Finanzas, Administración y Sistemas ha sido relevado del cargo. No se conocen con detalle razones específicas, pero sí existen desacuerdos con la gestión realizada por los resultados obtenidos en el último ejercicio.

Por otro lado, dentro del marco del buen gobierno corporativo, existe una orientación a la transparencia y la comunicación: se resaltan los hechos de importancia de la empresa, se desarrollan mecanismos que permiten a los accionistas incorporar nuevos puntos a debatir en las Juntas Generales de Accionistas y se han establecido políticas de información a los accionistas.

La política de dividendos está aprobada por la sociedad, y establece que esta distribuirá dividendos una vez por ejercicio, los cuales deben ser acordados por la Junta General de Accionistas. Estos dividendos no serán menores al 10% de las utilidades del ejercicio, serán distribuidos en efectivo y se determinan en función de los requerimientos de inversión y de la situación financiera de la empresa. En los últimos años, la empresa viene desarrollando un plan agresivo de compras de empresas mediante la estrategia M&A, pero, para 2015, tiene planeado invertir US\$ 50,6 millones.

En relación con el personal que integra la empresa, este se distribuye en función de las categorías de trabajadores permanentes y trabajadores temporales; con respecto a la fabricación estacional de algunos productos, la empresa cumple con las normas legales vinculadas a beneficios sociales y todos los gastos relacionado con el manejo de personal; al cierre del ejercicio 2014, los trabajadores permanentes ascendieron a 2.715 personas y los trabajadores temporales, a 586 personas. A continuación, en la Tabla 9, se muestra la distribución del personal.

Tabla 9. Detalle de trabajadores 2013 y 2014

	2014	2013	Variación
PERMANENTES			
Funcionarios	11	12	-1
Empleados	984	836	148
Obreros	1,720	1,870	-150
TEMPORALES			
Empleados	48	26	22
Obreros	538	487	51

Fuente: Alicorp, 2014.

La empresa forma parte del índice del buen gobierno corporativo (IBGC), el cual se define como un indicador estadístico que refleja el comportamiento de los precios de una cartera compuesta por las acciones más representativas de las empresas emisoras que cumplan adecuadamente los principios de buen gobierno para las sociedades peruanas destacando sus indicadores de liquidez establecido por la Bolsa de Valores de Lima. El IBGC es un índice de capitalización en el cual los pesos de las acciones en la cartera se obtienen sobre la base de la capitalización bursátil ajustados por el nivel de buen gobierno corporativo obtenido. En la Tabla 10, se presentan las empresas que forman parte del IBGC.

Tabla 10. Empresas que conforman el IBGC

Empresa	Nemónico	Peso (%)
Credicorp Ltd.	BAP	21,77
BBVA Banco Continental	CONTINC1	20,70
Alicorp	ALICORC1	18,34
Graña y Montero	GRAMONC1	9,54
Ferreycorp	FERREYC1	8,26
Buenaventura	BVN	7,44
Cementos Pacasmayo	CPACASC1	5,34
Milpo	MILPOC1	5,09
Edegel	EDEGELC1	2,42
Edegel	RELAPAC1	1,09

Fuente: Bolsa de Valores de Lima, 2015a.

2.2 Cultura corporativa

La cultura corporativa de Alicorp busca establecer un compromiso con el cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo, la integración entre sus trabajadores y funcionarios, y su proyección de transparencia hacia la sociedad en su conjunto. Esta cultura corporativa se basa en estilos de dirección y direccionamiento estratégico para alcanzar el objetivo de ubicarse dentro de las 250 empresas más grandes de Latinoamérica; además, se enfoca en los valores y creencias relacionadas con el liderazgo, lo que se define como la capacidad de desarrollar y dirigir los equipos de trabajo orientándolos de acuerdo con la visión y misión de la empresa.

La cultura corporativa se desarrolla sobre los siguientes valores:

- **Anticipación:** Es una forma efectiva de planificar todas y cada una de las acciones de la empresa, y su positiva proyección en todas y cada una de las fases de operación.
- **Responsabilidad:** Se trata de saber responder al compromiso de desempeñar cada puesto de trabajo desarrollando en forma eficaz y eficientemente las funciones del mismo.
- **Comunicación e información:** Son instrumentos que contribuyen al mejor conocimiento externo de la empresa a mejorar las relaciones entre su personal, y las empresas e instituciones vinculadas a la industria.
- **Respeto:** Es el sentimiento que induce a tratar con cortesía a todos aquellos con quienes se relacionan: familia, amigos, compañeros de trabajo, clientes, autoridades, etc., para facilitar el desarrollo pleno de las personas y la organización.
- **Equidad:** Es el trato justo e imparcial para todos, lo cual contribuye a crear un ambiente de trabajo propicio al desarrollo de las capacidades del personal y a la prestación de servicios de excelente calidad.
- **Identidad:** Se trata de siempre sentirse orgullosos de pertenecer a la empresa, convencidos de que los objetivos personales armonizan con los de la empresa.

La organización establece una estructura jerárquica con normas y pautas de actuación rígidas, de manera que todo se debe desarrollar conforme a las mismas. Para evitar la incertidumbre, en

caso de cambio de estructura, se comunica en forma inmediata la reorganización a toda la empresa, se realiza una serie de reuniones presenciales en las cuales cada vicepresidente explica a su equipo los cambios y se envía a todo el personal un informe especial sobre la nueva estructura.

La empresa Alicorp desarrolla e implementa el modelo de gestión por competencias, que se propone conseguir un superior desempeño del personal mediante la gestión y desarrollo de las competencias críticas para cada puesto de la organización.

Se trabaja dentro de la organización la relación Alicorp-cliente, en relación con las horas trabajadas sin accidentes de acuerdo a un sistema de calificaciones que van desde “Bronce”, cuando supera las 200 mil horas, hasta “Diamante”, cuando supera los ocho millones de horas sin accidentes. Además, se incentiva la participación en el programa de reconocimiento por planta y almacén. Se realizan campeonatos interplantas con invitados especiales, lo que fomenta en forma permanente las relaciones entre los trabajadores.

La tecnología no se encuentra ajena a los estándares de generar cultura corporativa dentro de la empresa; por ello, se implementó el sistema de gestión del conocimiento en planificación (KM) y la mesa de ayuda de infraestructura con Telefónica (con *software* propio y procesos alineados a las mejores prácticas); además, se ampliaron los servicios de mesa de ayuda SAP a otras aplicaciones (SMAD, Conversando con la Gerencia y Encuestas), y se relanzó el servicio como Mesa de Ayuda de Aplicaciones.

2.3 Entorno y responsabilidad social

La proyección de la empresa se desarrolla en generación de valor y bienestar, tanto en los consumidores finales como la sociedad en su conjunto, distribuidos en tres grandes temas: (i) medio ambiente y seguridad, (ii) salud y nutrición, y (iii) desarrollo socioeconómico.

- Medio ambiente y seguridad
 - Reducción de materiales de envase: La finalidad es disminuir los desechos y generar ahorro con el buen uso de recursos; los departamentos de envases buscan en forma

permanente reducir el uso de PET⁴, optimizar el rediseño de las cajas, envases con el objetivo de reducir no solo los materiales, sino el peso del producto.

- Gestión ambiental: La empresa Alicorp ha identificado y gestiona el impacto ambiental de sus operaciones; aplica el sistema de gestión ambiental de la norma ISO 14000⁵, cumple con la legislación existente y las operaciones se enmarcan dentro de las normas internacionales de protección ambiental.
- Reciclaje: Existe un compromiso permanente con el medio ambiente en el uso de materiales reciclados y se fomenta con los proveedores, por lo que se sigue la política de adquirir en la mayoría de los casos, insumos y/o productos a empresas que contengan distintos porcentajes de material reciclado en su elaboración.
- Ahorro de energía: Se realiza una evaluación permanente de los equipos industriales que se utilizan en el proceso de producción en cada una de las plantas; el objetivo es operación óptima con ahorro de energía.
- **Salud y nutrición**
 - Radio Saludable: Existen programas de radio, cuya radioemisora se denomina Radio Saludable, en los que se busca desarrollar temas que impulsen la disminución de los índices de la desnutrición infantil, con la difusión de conocimientos sobre la alimentación y el cuidado de los niños en las diferentes edades que marcan la etapa de crecimiento y desarrollo. Esta iniciativa se encuentra en alianza con la Asociación Mundial de Radios Comunitarias para América Latina y el Caribe (AMARC ALC); además, cuenta con el apoyo del Gobierno a través de las Direcciones de Salud. Los radiocomunicadores transmiten, sobre todo en zonas rurales con altos índices de desnutrición, mensajes educativos de cómo se debe llevar a cabo la alimentación de la población infante; para ello, se ha capacitado a más de 1.100 radiocomunicadores, personal de centros de salud y estudiantes de comunicación a fin de lograr efectividad en la transmisión de las herramientas de cómo disminuir los índices de desnutrición infantil en el país.

⁴ El tereftalato de polietileno, politereftalato de etileno, polietilentereftalato o polietileno tereftalato (más conocido por sus siglas en inglés PET, *polyethylene terephthalate*) es un tipo de plástico muy usado en envases de bebidas y textiles. Algunas compañías manufacturan el PET y otros poliésteres bajo diferentes marcas comerciales; por ejemplo, en los Estados Unidos y el Reino Unido usan los nombres de Mylar y Melinex.

⁵ La norma ISO 14000 es una norma internacionalmente aceptada que expresa cómo establecer un Sistema de Gestión Ambiental (SGA) efectivo.

- Asociación Perú Vive Bien: En este programa, cuyo objetivo es mejorar la calidad de vida, se trabaja la promoción de hábitos de vida saludables de la población; se aplica en el programa educativo para escuelas Crecer Bien para así llegar a más de 60.000 niños en Lima, Huancavelica, Huancayo y Tarapoto.
- Panqui: Este producto, que se trata del pan de quinua elaborado a partir de la mezcla de trigo con quinua, se desarrolla como una contribución más saludable y nutritiva, y como una alternativa del pan que la población comúnmente conoce. Su objetivo es lograr un producto más nutritivo a través de un sabor delicioso y textura suave, lo cual lo vuelve ideal para toda la población.
- Desarrollo socioeconómico
 - Cadenas productivas: Se impulsa el desarrollo de cadenas productivas de trigo *durum* (valles de Majes y Tambo) y de quinua (valles Pedregal y Majes), se busca adquirir las cosechas de los agricultores de la zona bajo un compromiso establecido, y se financian fertilizantes y asesoría técnica especializada.
 - Capacitación laboral juvenil: Mediante el Programa de Capacitación Laboral Juvenil (CLJ), se busca formar jóvenes para que se inserten en el mercado laboral en diferentes actividades de producción. Esta labor se realiza en alianza con el Servicio Nacional de Adiestramiento en Trabajo Industrial (Senati) y se encuentra dirigida a jóvenes de 18 a 22 años de edad de escasos recursos y sin experiencia laboral que no hayan culminado sus estudios técnicos y/o universitarios.

Por otro lado, en la empresa existe una visión de largo plazo. Sus proyecciones de ventas siguen el objetivo de triplicar, al ejercicio 2021, las ventas al ejercicio, y generar valor a los accionistas, e índices de bienestar a sus trabajadores y público en general. Para alcanzar el objetivo de triplicar estas ventas al 2021, se plantean tres ejes:

- Promoción de vidas saludables en todas las familias
- La reducción y mitigación de todos los impactos en el medio ambiente
- Desarrollo de capacidades para generar valor en la cadena de producción

El reporte de sostenibilidad es una herramienta de transparencia con todos los grupos de interés, dado que la empresa informa sus objetivos de corto y largo plazo desde una perspectiva

económica, social y ambiental ,y se realiza bajo estándares del marco de la Iniciativa de Reporte Global (GRI, por sus siglas en inglés) para la elaboración de memorias de sostenibilidad que incluyen la guías y protocolos recomendados por GRI; este tipo de reportes incluye un proceso exhaustivo de identificación y análisis de los grupos de interés descritos a través de clientes, proveedores, acreedores, accionistas, gobierno, trabajadores, etc.

Capítulo V. Análisis financiero y características de la inversión

1. Análisis financiero de la empresa

El procedimiento empleado para realizar el análisis financiero consta de dos partes: en primer lugar, se presenta Alicorp S. A. A. y Subsidiarias, y, en segundo lugar, Alicorp S. A. A. La finalidad del proceso es proporcionar un enfoque global de la corporación, puesto que la evolución, la maduración y el desarrollo de sus inversiones fuera del país influyen en su situación local (Ross *et al.* 2000); además, si se considera que mantiene como objetivo de largo plazo distribuir el nivel de ventas en forma equitativa en el mercado local e internacional, no solo se justifica el análisis de la posición nacional, sino de todo el conjunto.

1.1 Alicorp S. A. A. y Subsidiarias

Las ventas netas durante 2014 alcanzaron S/. 6.282.995, cifra mayor en 8,40% con respecto al ejercicio 2013, con lo cual se mantiene un promedio de crecimiento en los últimos cinco años de 14,29%; ello refleja la incorporación de las adquisiciones de empresas en Brasil, Chile, Argentina y Colombia. Este hecho se ratifica en la evolución de las ventas internacionales de 16,9% con relación a 2013 y una posición creciente en la participación global de 38,8%. Asimismo, la utilidad bruta alcanzó el 8,3% de crecimiento, impulsado por los márgenes de la empresa Global Alimentos S. A. C., que fue adquirida durante el ejercicio 2014.

Los problemas se presentan cuando se inicia el análisis de su estructura operativa. Pese a que se argumenta que no es un hecho recurrente, la pérdida por operaciones con derivados de materias primas impactan en los resultados operativos en S/. 207 millones; si se retirara su efecto, el margen operativo de 2014 alcanzaría 8,9% (se alcanza, en realidad, el 5,6% de las ventas en el 2014 frente al 10,6% de 2013). Estos instrumentos financieros se utilizan para disminuir la volatilidad de los precios de las materias primas que son utilizadas como insumos del negocio, y es un punto débil la dependencia del trigo y la soya (60% del costo de ventas), pues son *commodities* sujetos a variaciones de precios permanentes, lo cual obliga a la empresa a tomar riesgos de cobertura.

En relación a los gastos de ventas y gastos administrativos, en 2014, estos crecieron en S/. 149 millones; este incremento se sustenta en la plaza local, la cual representa el 80% de tal aumento en publicidad, sueldos, alquileres y consultorías.

La estructura financiera también experimentó crecimiento. Los gastos financieros aumentaron en 26% (S/. 91 millones con respecto a 2013), cifra sustentada por mayores intereses por préstamos y sobregiros bancarios. Por otro lado, la diferencia en cambio afectó la posición financiera en S/. 40 millones; sin embargo, la política aplicada de cobertura por la volatilidad del tipo de cambio mitigó los efectos de la devaluación del sol y de otras monedas con la cual la empresa realiza operaciones comerciales.

Ahora bien, los resultados operativos y financieros agravan la situación de los indicadores de rentabilidad: la utilidad neta se desplomó en 96,2% en relación con el ejercicio 2013, lo cual representa el 0,2% del nivel de ventas.

En términos de capital de trabajo, este fue afectado por las mayores obligaciones financieras que influyeron en la liquidez de la empresa: el fondo de maniobra se redujo en 60%; el ratio corriente se redujo de 1,84 en 2013 a 1,17 en 2014. Además, los niveles patrimoniales siguieron la misma tendencia, -3,6%, a causa del reparto de dividendos por S/. 102 millones y la utilidad neta de S/. 12.000.000.

1.2 Alicorp S. A. A.

El análisis financiero de la empresa se desarrolla a partir del estado de resultados; en 2014, sus ventas crecieron ligeramente en 1,90% con respecto a 2013 y representan el 62% de las ventas consolidadas. Asimismo, las exportaciones sufrieron un retroceso de 15% y representan el 8,6%

de las ventas netas; este indicador experimenta una trayectoria decreciente en los últimos ejercicios.

La ventas en el periodo 2009-2014 crecieron 5,41% en promedio manteniendo alta volatilidad en el factor de crecimiento de un ejercicio respecto al anterior; no obstante, el costo de ventas sí conservó estabilidad con relación a las ventas netas: en 2014, alcanzó 73,47% y, en el periodo 2009-2014, 73,17% en promedio. En ese sentido, se puede interpretar estabilidad en el manejo de costos, lo cual se refleja en la utilidad bruta en cuanto a las ventas de 26% como un resultado histórico; estos resultados denotan el adecuado manejo en el proceso productivo en función del nivel de ventas. Además, se debe destacar que el consumo masivo en el Perú se caracteriza por tener pocos competidores, pero importantes en tamaño, volumen de ventas y poder en el mercado. Los factores que definen la trayectoria de ventas recae en la capacidad adquisitiva de la población, el crecimiento del PBI y el crecimiento del universo de consumidores; entre los factores externos, la dependencia de los precios de los insumos, particularmente de la soya y el trigo, influye en los precios de los productos y, por ende, ante una variación de precios en forma positiva, los flujos de ventas se ven afectados.

El problema identificado de la empresa es su estructura operativa y su estructura financiera. A pesar de que las ventas crecieron en una tasa irrelevante, el manejo del costo de ventas no influye en la utilidad bruta generada históricamente; tal es el caso de la utilidad de la estructura operativa, que cae en 64,9% respecto de 2013 y solo representa el 3,6% del nivel de ventas, situación explicada por la pérdida por las operaciones con derivados de S/. 207 millones de pérdida. En la plaza local, Alicorp S. A. A. representa el 83% de dicha pérdida; sin considerar dicho efecto, la utilidad operativa alcanzaría el 8% del nivel de ventas; sin embargo, durante el periodo 2009-2014, dicho indicador se ubica alrededor de 11,5%. En conclusión, a pesar de retirar el efecto de las operaciones con derivados, la utilidad operativa alcanza resultados por debajo del promedio de los últimos seis años.

Los gastos de ventas y distribución, y gastos de administración explican e impulsan el deterioro de la utilidad operativa; en promedio histórico, alcanzan resultados de 11% y 4%, respectivamente, del nivel de ventas, y, al cierre del ejercicio 2014, los gastos de ventas y distribución, y gastos de administración llegaron a cifras alrededor de 13,5% y 4,61%, respectivamente. La estrategia de marketing de la empresa es ofrecer el mayor valor a sus consumidores a precios accesibles, enfocada en desarrollar estrategias de (i) innovación de productos y procesos, y (ii) de combinación de productos, precios, publicidad y promociones;

esta actividad maneja un presupuesto de alrededor de 3,5% del nivel de ventas netas como política y puede aplicar acciones de mercadeo diferenciadas en diferentes segmentos.

Los gastos financieros continúan con su tendencia creciente. Durante el ejercicio 2014, la variación fue de S/. 38 millones con respecto a la de 2013; la carga financiera por mayores intereses por préstamos y sobregiros deterioró los niveles de rentabilidad de la empresa, y, considerando el periodo 2009-2014, los gastos financieros desarrollaron en promedio una cifra 1,43%; sin embargo, en 2014, alcanzó 3,07% del nivel de ventas y marcó una cifra máxima de gastos financieros en la trayectoria de la empresa en S/. 120 millones por ejercicio.

Los resultados descritos en el Estado de Pérdidas y Ganancias concluyeron en una utilidad neta en 2015 de S/. 10,4 millones (0,3% de las ventas netas), que experimenta un retroceso de 96% con respecto al año anterior.

El total del activo asciende a S/. 5.289 millones y crece a un ritmo de 16% anual por la estrategia de M&A (Sudarsanam 1996), adquisición de empresas, y la cuenta inversiones en subsidiarias y asociadas creció en 43% en 2014. El impacto principal se debió la compra de Global Alimentos S.A.C. y Molino Saracolca S.A.C. por un precio de US\$ 107 millones, empresa que se dedica a la elaboración de cereales bajo la marca Ángel.

El problema principal que se encuentra en el activo se encuentra vinculado a la liquidez de la empresa. El efectivo de la empresa se deteriora en 58% y su participación respecto al total del activo en 0,3%, y su valor promedio de participación se ubica alrededor de 4% del activo total. Este es el primer indicio desde el análisis de la liquidez: la empresa presenta un deterioro significativo de su capital de trabajo, y existe presión en los fondos de corto plazo de acuerdo al análisis vertical y horizontal.

Por otro lado, las cuentas por cobrar experimentaron una caída de 11% y el nivel de inventarios, de 2% respecto de 2013; sin embargo, existió una mejor administración de la efectividad de cobranza y el control de inventarios acorde a la proyección establecida de mantener el 15% del nivel de ventas como relación promedio y óptima para el giro del negocio. Además, se observó un incremento del activo corriente en 13% explicado por el incremento del fondo de garantía para operaciones con derivados (S/. 204 millones) y la adquisición de instrumentos derivados (S/.61 millones) con respecto a 2013.

En el activo no corriente, las inversiones en subsidiarias y asociadas representan la cuenta más significativa debido a la aplicación de la estrategia desarrollada por compras de empresas y los resultados alcanzados por dichas empresas vinculadas.

Los principales activos fijos de la empresa se encuentran en las plantas industriales del Callao, Piura y Arequipa. La planta Copsa, que elabora aceites, grasas alimenticias, salsas y jabones, y se ubica en el Callao, posee un valor contable de S/. 357 millones; la planta Faucett, también del Callao y que se dedica a la elaboración de harinas, pasta y galletas, alcanza un valor contable de S/. 386 millones; en Arequipa, las plantas logran un valor de S/.76 millones.

Por el lado del pasivo corriente, las obligaciones financieras han desempeñado una función relevante. Esta cuenta alcanzó la cifra de S/. 577 millones en 2014 (S/.69 millones en 2013); tal situación genera presión en los fondos corrientes y las operaciones se financian fundamentalmente con recursos de corto plazo, lo cual produce que el capital de trabajo sea deficiente. Definitivamente, la empresa no posee la capacidad de cumplir con sus obligaciones inmediatas, posición que obliga a reestructurar urgentemente sus deudas a plazos de mayor duración. Otro de los aspectos que deterioran la situación del fondo de maniobra son las cuentas por pagar: se proyectó reducirlas de 15% a 9% del nivel de ventas; sin embargo, la realidad se desarrolla bajo otra tendencia: desde el 2011, cuando se propuso como objetivo corporativo esta reducción de cuentas, se ha alcanzado hasta un 25% del nivel de ventas, record histórico en dicha cuenta contable. El problema fundamental de la empresa son los instrumentos derivados y la excesiva posición de apalancamiento, lo cual distorsiona su posición de liquidez a niveles de no contar con capacidad de cumplir obligaciones de corto plazo.

En cuanto a las obligaciones financieras de largo plazo, estas se explican por la emisión de bonos corporativos en el mercado internacional durante el ejercicio 2013 por US\$ 450 millones; la empresa posee la autorización del Tercer Programa de Bonos Corporativos de Alicorp por un monto máximo en circulación de S/. 1.000 millones o su equivalente en dólares estadounidenses.

A nivel patrimonial, el capital social sigue su misma estructura, el mismo número de 847.191.731 acciones comunes y 7.388.470 acciones de inversión a valor nominal de S/. 1; asimismo, es relevante el reparto de utilidades mediante dividendos por S/. 102 millones y la utilidad del ejercicio de S/. 10,4 millones, motivos que explican la reducción del nivel patrimonial en 3,73% con respecto a 2013.

Esta situación agrava la situación de liquidez de la empresa (Brealey y Myers 1993), porque se generan menos utilidades en el ejercicio que el monto repartido amparado en la política de dividendos que se deben repartir una vez al año. Definitivamente, se aplicaron a los resultados acumulados para proceder a pagar los dividendos a los accionistas.

1.3 Análisis de ratios: liquidez, eficiencia, rentabilidad y solvencia

La liquidez se refiere a la facilidad y rapidez con la cual los activos se pueden convertir en efectivo (Brealey y Myers 1993). Estos indicadores miden la capacidad de la empresa de cumplir sus obligaciones de corto plazo; la financiación del capital de trabajo, de acuerdo a la prueba corriente (activo corriente/pasivo corriente), y la prueba ácida (activos corriente-inventarios-gastos pagados por adelantado-activos clasificados para la venta) indican la presión en la caja que la empresa atraviesa después del deterioro de su liquidez del ejercicio 2014 con respecto al ejercicio 2013 (ver Tabla 11). Este hecho se explica por el incremento de las obligaciones financieras derivadas por préstamos que generan altos niveles de intereses; asimismo, el incremento de las obligaciones con derivados y el manejo inadecuado de las cuentas por cobrar presionan la actividad corriente hasta contar con la presentación de un capital de trabajo negativo, es decir, una posición de liquidez que limita su capacidad de cumplir con obligaciones en el corto plazo: no existe solvencia de corto plazo. A continuación, en la Tabla 11, se presenta la liquidez de Alicorp en los años 2014 y 2013.

Tabla 11. Índices de liquidez

Índices de liquidez	2014	2013
Prueba corriente	0,91	1,67
Prueba ácida	0,58	0,96

Fuente: Alicorp, 2014.

Los niveles de eficiencia presentados a través del margen bruto (ganancia bruta/ ingresos de actividades ordinarias) mantienen resultados históricos; no se presenta alteración en cuanto al manejo de sus costos de ventas. La situación se agrava cuando se incorporan los gastos operativos del negocio, lo que ratifica la posición inicial; los gastos de ventas y de distribución, así como los gastos administrativos y gastos por operaciones de derivados con materias primas, distorsionan los resultados operativos en relación con los años anteriores: de manejar aproximadamente 10%, esta cifra cae a 4% en 2014; este resultado es consecuente con la

perspectiva contable descrita de la empresa en el último año, en el cual la empresa se aleja de sus resultados proyectados por gastos operativos. Se debe indicar que los gastos de venta, administrativos y generales se manejan de acuerdo a un presupuesto establecido; sin embargo, el embalse se debe principalmente a factores de gestión: el gasto por colocar productos se incrementó en 20% en relación con el crecimiento de ventas, que alcanzó aproximadamente 2%; el deterioro de los niveles de eficiencia se complementó con los indicadores de rentabilidad. A continuación, en la Tabla 12, se presenta la eficiencia de la empresa en los años 2014 y 2013.

Tabla 12. Índices de eficiencia

Índices de eficiencia	2014	2013
Margen bruto	0,27	0,26
Margen operativo	0,04	0,10

Fuente: Alicorp, 2014.

La situación rentable de Alicorp mantiene una evolución negativa en el último ejercicio; no obstante, desde una perspectiva financiera, siempre se ha considerado compleja la medición de la rentabilidad, debido a que una empresa podría sacrificar rentabilidad presente por rentabilidad futura. Posiblemente, muchos productos necesitan reforzar su posición y recién se materializarán los márgenes esperados dentro de un determinado plazo; sin embargo, la estrategia de compra de empresas indica incorporar empresas al grupo que mantengan cierto posicionamiento en el mercado, y la inercia debería ser más fuerte en el nivel de ventas. Las distorsiones a la rentabilidad mediante los tres factores, gastos operativos, derivados y endeudamiento, provocan que el rendimiento sobre el patrimonio (ROE) y rendimiento sobre los activos (ROA) expresen resultados muy por debajo de empresas similares: el sector mantiene ROE y ROA de 15% y 7%, aproximadamente; la situación de la empresa es débil, pues los indicadores de rentabilidad ratifican la caída de la utilidad por acción (Ross *et al.* 2000), y su resultado obtenido afecta a los accionistas y a todos los acreedores. A continuación, en la Tabla 13, se presentan los índices de rentabilidad de la empresa en los años 2013 y 2014.

Tabla 13. Índices de rentabilidad

Índices de rentabilidad	2014	2013
Rentabilidad sobre patrimonio	0,01	0,15
Rentabilidad sobre ingresos	0,002	0,082
Rentabilidad sobre activos	0,001	0,072

Fuente: Alicorp, 2014.

Los cambios en la estructura de capital benefician a los accionistas si el valor de la empresa aumenta (Ross *et al.* 2000), ya sea en el caso de que haya financiado las operaciones con deuda o de que los accionistas hayan aportado capital; cualquiera de los eventos es importante para una empresa si finalmente los cambios de la estructura de capital generarán mayor riqueza a los accionistas. Por otro lado, la plana ejecutiva de la empresa deberá elegir la estructura de capital que considere que producirá valor más alto a Alicorp; se ha inclinado por endeudar a la empresa para lograr mejores resultados. El valor contable se incrementa, pero se explica por la compra de empresas y la creación de un fondo de garantía a las operaciones con derivados contables; no existen mejoras en los indicadores de gestión y el nivel de endeudamiento patrimonial (total pasivos/total patrimonio) solo genera efecto en la posición de liquidez. Se trataría, entonces, de una etapa de ajuste de las nuevas inversiones; sin embargo, los niveles de apalancamiento solo deterioran más el valor de la empresa. A continuación, en la Tabla 14, se presentan los índices de solvencia de la empresa.

Tabla 14. Índices de solvencia

	2014	2013
Endeudamiento patrimonial	1,53	1,01
Endeudamiento de largo plazo / activo fijo	1,28	1,20
Relación deuda/ total recursos	60,50%	50,10%

Fuente: Alicorp, 2014.

En resumen, los ratios financieros ratifican la posición financiera débil de la empresa. Los fondos líquidos son insuficientes para financiar el capital de trabajo desde una perspectiva contable; la rentabilidad también es insuficiente a los indicadores históricos, y la situación empeora ante el reparto de utilidades acumuladas. Los indicadores de solvencia y la eficiencia describen una reestructuración de pasivos en forma inmediata y acciones adecuadas en cuanto a la cobertura de precios futuros de las materias primas que conforman su costo de ventas. Existen presupuestos de gastos de acuerdo al proceso de investigación que son regulados en función de los niveles de ventas; sin embargo, no se aplican desde el análisis contable y los resultados son adversos a los datos proyectados en sus planes de largo plazo.

2. Características de la inversión en la empresa

2.1 Tipo de inversión

Alicorp S. A. A. es la empresa comercializadora de productos de consumo masivo más grande del país; además, es líder en una serie de categorías de su portafolio de productos y su posicionamiento mantiene una estructura consolidada. En este contexto, se ha propuesto un plan de desarrollo ambicioso que destaca por sus metas corporativas:

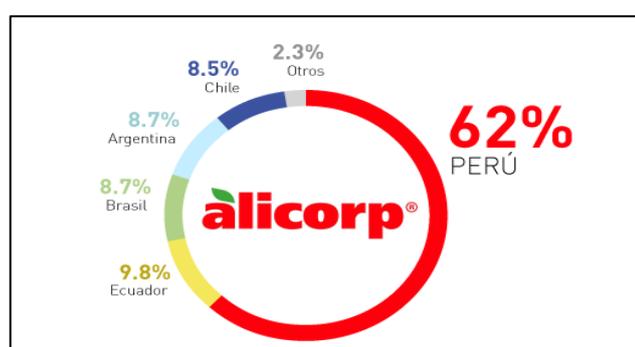
- Lograr US\$ 5,000 millones de ventas netas incluido subsidiarias.
- Alcanzar un beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA, por sus siglas en inglés) de US\$ 700,000
- Distribuir el nivel de ventas totales en 50% en el mercado local y 50% en el mercado externo

Integrar las 250 empresas más grandes de Latinoamérica. Así, se puede entender la magnitud de la estrategia por desarrollar en forma consecuente durante los próximos diez años. Debido a que, en la actualidad, Alicorp alcanza ventas globales por US\$ 2.000 aproximadamente, mantiene una sólida red de distribución; desarrolla una estrategia de ventas de plataforma; presenta una diversidad de productos en categorías similares; sigue una tendencia en el exterior y localmente de M&A (Sudarsanam 1996) que le permite seguir diversificando su portafolio; y existe optimismo en alcanzar sus objetivos de largo plazo, lo cual se refleja en la tendencia de sus ventas. Sin embargo, existe una serie de riesgos para pensar que la probabilidad de éxito no obtenga niveles de certeza absoluta por su dependencia de muchos factores complejos de proyectar y cubrir en el largo plazo, que se detallarán en el Capítulo VII.

El tipo de inversión se enfoca en consolidar el posicionamiento de Alicorp en el mercado, y en ampliar el portafolio de inversiones y de productos para crecer en el país y en el exterior con exportaciones, y desarrollar presencia comercial e industrial en otros mercados. Por ello, la proyección es seguir la tendencia de compras de empresa sólidas y consolidadas que mantengan concordancia con los objetivos que persigue la empresa respecto del logro de sinergias y reducción de costos a través de la generación de economías de escala. Los objetivos de inversión son claros desde el punto de vista corporativo, pero, en el ejercicio 2014, el deterioro de todos sus indicadores ha provocado que se modifique la estrategia de crecimiento hasta consolidar y reestructurar su posición de liquidez.

Los ingresos de la empresa se diversifican tanto localmente como en las diferentes regiones donde mantiene presencia. El objetivo de la repartición es viable en las ventas locales; en el sector externo, los problemas presentados posiblemente retrasen los objetivos en el largo plazo. Por ello, se espera que las situaciones ocurridas en 2014 no sean recurrentes; si no, los objetivos serán complicados de alcanzar en el largo plazo. A continuación, en el Gráfico 5, se muestra la composición de los ingresos de Alicorp en 2014.

Gráfico 5. Composición de los ingresos por países de Alicorp 2014



Fuente: Iburguren, 2015

Capítulo VI. Valoración

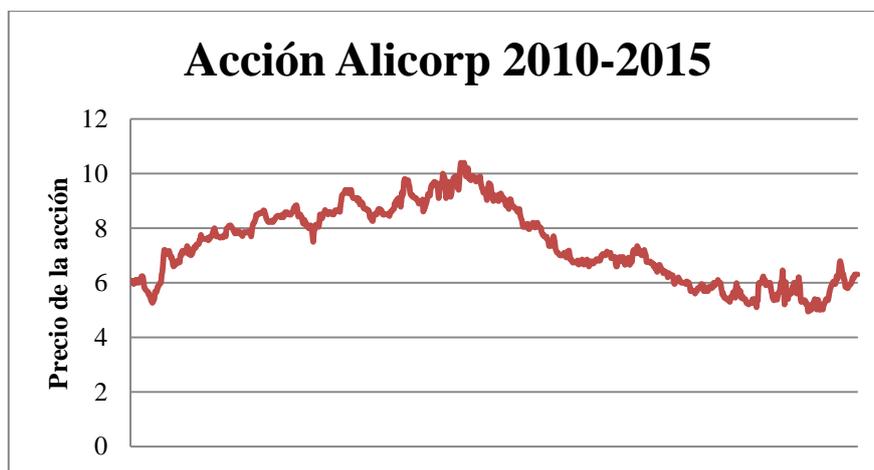
La valoración de Alicorp S. A. A., después de llevar a cabo un estudio de las operaciones y actividades realizadas por la empresa en los últimos cinco ejercicios, supone el método de valoración de flujos descontados (Fernández 2008), que se explica en el presente capítulo. Además, se ejecutan procesos de valoración contable de la empresa y definición del valor de mercado para llevar posteriormente un análisis comparativo de los resultados obtenidos.

Al 31 de diciembre de 2014, el capital social estaba representado por 847.191.731 acciones comunes con un valor nominal de S/. 1.00 por acción. Estas acciones comunes se encuentran inscritas en la Bolsa de Valores de Lima y, en la misma fecha, su valor de cotización era de S/.7,40 por acción (en cambio, el 31 de diciembre de 2013 era de S/. 9,10 por acción); además, a fines de 2014, alcanzaba un valor de mercado de S/. 6.269.218.809. Ahora bien, la tendencia decreciente de su cotización refleja la percepción de los inversionistas con respecto al deterioro de sus indicadores de deuda, tal como los seguidores de la escuela técnica describirían: “El mercado descuenta todo” (Brealey y Myers 1993). La línea del desempeño de la acción de Alicorp en los últimos cinco años permite analizar su volatilidad de precios en un rango de S/.

4,50 hasta sobrepasar la barrera de los S/. 10,00 soles por acción; asimismo, el proceso de adquisiciones otorga potencial de crecimiento, que aún no se reflejó en el último tramo de la trayectoria del precio de la acción de Alicorp (ver Gráfico 6). Desde la presente perspectiva de análisis, el giro del negocio está fuertemente influenciado por el crecimiento del PBI; Alicorp no solo necesita crecer en compras de empresas para incrementar la proyección de ventas, sino sincerar su estructura financiera; además, no requiere comprar rápidamente si puede consolidar y crecer sin dificultades por su participación y solidez, principalmente en el mercado nacional.

En la actualidad, pese a indicios de recuperación en octubre de 2015, el precio de Alicorp muestra una tendencia a la baja hasta que logre rectificar su posición de deuda y sus estrategias de cobertura de riesgo de tipo de cambio y precio de sus materias primas. La calificación de desempeño mantiene una posición de recuperación después de alcanzar puntos mínimos de cotización en su línea de soporte; se espera que, en el siguiente ejercicio, se conserve nuevamente la posición de *market outperform* (recomendación de los analistas para una acción, de la cual se espera que su rendimiento sea superior al del mercado).

Gráfico 6. Trayectoria de la acción Alicorp 2010-2015



Fuente: Bolsa de Valores de Lima, 2015a.

Elaboración: Propia.

Las acciones de inversión comprenden 7.388.470 acciones con un valor nominal de S/. 1,00 cada una; además, el valor de cotización asciende a S/. 2,55 al 31 de diciembre de 2014 y, en el ejercicio 2014, la acción de inversión se cotizaba en S/. 4,00. Este análisis de mercado de las

acciones de Alicorp manifiesta la alta volatilidad de su precio ante un deterioro de su estructura financiera; por tanto, por lo menos en el periodo analizado, es una acción con trayectoria volátil.

1. Supuestos de proyecciones

Los supuestos de proyecciones son los siguientes:

- El horizonte o vida útil del análisis comprende diez años, comprendidos entre 2015 y 2024.
- Se utiliza la metodología de flujos de caja descontados (Fernández 2008).
- La tasa de descuento por emplear es costo promedio ponderado del capital WACC (Fernández 2011); el valor de las acciones y el valor de la deuda se calculan a valores de mercado.
- El valor residual de la empresa emplea una tasa de crecimiento de 3% a perpetuidad (cálculo de la tasa de crecimiento g).
- La tasa de crecimiento de la empresa considera un efecto no solo de su posición local, sino también de su presencia internacional, debido al perfil y objetivo de compensación en el nivel de ventas (Beltran y Cueva 2011). Se supone una tasa de crecimiento en dos etapas a partir del año base del promedio de los últimos seis años. El perfil es conservador, 5% en el periodo de convergencia (2015-2021) y es de 6% para el periodo de expansión (2022-2024). En los últimos años, la empresa Alicorp y subsidiarias han crecido en promedio 7,43%.
- La posición de liderazgo de la empresa se mantiene durante la vida útil del periodo de análisis.
- El costo de ventas se mantiene en un nivel entre 72% y 73% del nivel de ventas; este supuesto es histórico, tal como lo muestran los estados financieros en el periodo 2009-2014.
- Los gastos generales mantienen una tasa de alrededor de 15% de las ventas; este indicador se reduce durante el horizonte de análisis de acuerdo al plan estratégico de la empresa.
- La caja se deteriora y se asume un supuesto de caja reducida hasta normalizarse en el periodo 2017.
- Las cuentas por cobrar y las existencias se relacionan con las ventas y el costo de ventas histórico; el supuesto es mantener la trayectoria con un impulso decreciente; las cuentas por cobrar y las existencias se ubican alrededor de 13% y 14% respectivamente.
- La relación cuentas por pagar sobre costo de ventas debe alcanzar el 15% aproximadamente al final de la vida útil de la proyección.
- Las inversiones en activos fijos (CAPEX), conforme al promedio ejecutado en los últimos ejercicios, se mantiene alrededor de S/.150.000.000.

- La palanca financiera porcentaje de los recursos propios sobre los recursos totales, cambia en el horizonte de proyección, en el cual la deuda en los primeros cinco años es la principal fuente de financiamiento del horizonte a valores contables.
- Los cambios de gobierno no afectan la situación de mercado; cabe decir que, en el periodo de análisis, ocurrirá un cambio de gobierno.
- El costo de la deuda incluye las tasas de todas las fuentes de financiamiento, sean estas el producto de la intermediación indirecta o del levantamiento de fondos en el mercado de capitales.
- El método de cálculo del rendimiento del accionista se basará en la teoría de valuación de activos financieros o teoría *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) (Fernández 2011). Se considera beta de la industria desapalancada (Thompson Reuters 2015) para luego apalancarla a medida que cambia la estructura de capital en cada periodo y definir el beta del proyecto.
- La tasa libre de riesgo (Rf) se asume en 4,27% respecto a las emisiones de bonos soberanos globales desde el ejercicio 2002 hasta 2015, mediante regresión lineal de los rendimientos promedios anuales, el dato se obtiene como el primer valor de la regresión por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO). Se consideró inicialmente la tasa de rendimiento de la última colocación de bonos globales, sin embargo, se toma en cuenta para la determinación del rendimiento del accionista el primer valor de la regresión lineal.
- El rendimiento de mercado se define como el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima en los últimos diez años. Hasta junio 2015 el rendimiento del mercado de valores peruano expresado en el IGBVL fue 12.35%; al mes de octubre de 2015 el IGBVL alcanzó un rendimiento en los últimos 10 años de 8.03%, cifra considerada como supuesto para determinar la prima de riesgo.
- La tasa de impuesto a la renta incluye la legislación vigente de 28% hasta el 2016, y de 27% para el 2017 y 2018, hasta alcanzar el 26% en adelante.
- Se realiza el análisis de sensibilidad y generación de escenarios sobre la base unidimensional a través de la variación del nivel de ventas en 4,2% de la empresa para generar escenario optimista y pesimista, en función de la proyección de crecimiento del PBI.

2. Costo del capital

La tasa de descuento de un proyecto deberá siempre considerar constituirse en el rendimiento esperado de un activo financiero de riesgo comparable (Sapag 2011); si una empresa usa deuda, la tasa de descuento que se deberá aplicar es el costo promedio ponderado del capital (CPPC o

WACC, por sus siglas en inglés), debido a que incorpora el impacto no solo del costo del financiamiento, sino también de la estructura del capital de la empresa.

Para definir la tasa de descuento y actualizar los flujos proyectados, se utilizará el WACC, que incluye el costo de cada una de las fuentes de financiamiento de la empresa a través del rendimiento de la deuda y el rendimiento del accionista; para este último dato, se utiliza el modelo de valuación de activos, comúnmente descrito como modelo CAPM, que se define de la siguiente forma:

$$R_e = R_f + \beta_{im} * (R_m - R_f)$$

Donde:

R_e : Rendimiento del accionista

R_f : Tasa libre de riesgo

β_{im} : Beta, indicador de sensibilidad

R_m : Rendimiento de mercado

Para definir la tasa libre de riesgo (R_f), se utiliza los rendimientos promedio anuales de las emisiones de bonos soberanos globales desde el ejercicio 2002 hasta 2015, para definir el dato supuesto se utiliza la metodología de regresión lineal a través de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), considerando el dato inicial de la proyección como la tasa libre de riesgo para la evaluación, sobre la base de datos según se describe en la Oficina de Deuda Pública del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF 2015);

Para el cálculo de beta, se ha utilizado el análisis de los precios de la acción de la empresa en el periodo 2010-2014; los resultados encontrados para la empresa son cercanos a los encontrados para la industria de acuerdo al supuesto utilizado (Buenaventura 2015); en ese sentido, se determina utilizar el supuesto de beta de la industria para realizar el cálculo del rendimiento del accionista mediante la teoría CAPM.

$$B_{im} = \text{Cov}(R_i, R_m) / \sigma^2(R_m)$$

Donde:

$\text{Cov}(R_i, R_m)$: Covarianza entre el rendimiento del activo y el rendimiento del mercado

$\sigma^2(R_m)$: Varianza del mercado

En un primer término, se realiza el cálculo del indicador de sensibilidad a partir de los datos históricos de la rentabilidad de la acción de la empresa en el periodo 2010-2014 en forma diaria de acuerdo a la información de la Bolsa de Valores de Lima; el beta para empresa en dicho periodo es 0,4722. Sin embargo, los periodos de baja frecuencia de negociación obligaba a considerar una alternativa con respecto de la definición del indicador y los días de no cotización distorsionaban los resultados; por ello, se optó por definir beta de la empresa (promedio simples de betas desapalancados) en 0,5841 al mes de octubre de 2015 como fuente secundaria elaborada por la Facultad de Ciencias Administrativas y Económicas de la Universidad Icesi (2015), de Cali, Colombia, bajo los criterios de la *Global Industry Classification Standard* (GICS) y la fuente de datos primarios de Thomson Reuters.

Para incorporar el beta a la teoría CAPM, se procedió a obtener un indicador apalancado en función del criterio de la estructura de capital de acuerdo a la proyección de las variables establecidas a valores de mercado.

Por otro lado, se definió el rendimiento de mercado (R_m) a través del rendimiento del Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL), de acuerdo al reporte S&P Dow Jones Índices elaborado para los últimos diez años. Este dato es importante para definir la prima de riesgo. Existen varios enfoques, uno de ellos es el índice S&P 500, que consideraba que el rendimiento de mercado se ubicaba alrededor de 5,5% y 6%, luego, se incrementó a 7%; sin embargo, se prefirieron los supuestos y criterios de largo plazo debido a dos razones explicativas: (i) los horizontes de corto plazo tienden a alcanzar cifras muy altas o negativas, y (ii) el costo de oportunidad de largo plazo refleja los riesgos no diversificables, es decir, de los propios administradores de la empresa y no únicamente de la variabilidad de la economía en general.

La prima de riesgo se ubica en 3.76% ($R_m - R_f$), luego se asumió la tasa libre de riesgo en 4.27% y el rendimiento de mercado en 8.03%, se intenta plasmar los supuestos en función a los rendimientos alcanzados durante el periodo de análisis.

El componente de riesgo sistemático mediante el riesgo país se incorpora al rendimiento esperado del accionista, si bien, algunos autores consideran esta incorporación de 230 puntos básicos una evaluación desde una plaza diferente, en el presente análisis se incorpora a la definición de la tasa de rendimiento de los accionistas.

La tasa de descuento se calcula a partir de la metodología WACC (Fernández 2011):

$$WACC = R_d (1-t) * D / (E + D) + R_e * E / (E + D)$$

Donde:

R_d : Rendimiento de la deuda

t : Tasa de impuestos

D : Monto de la deuda (valor de mercado de la deuda)

E : Aporte de los accionistas (valor de mercado de las accionistas)

R_e : Rendimiento de los accionistas

La definición de la tasa de descuento ponderada utiliza la estructura del capital en función de la valoración de mercado de la deuda y del aporte de los accionistas según las siguientes fórmulas:

$$E_0 = VA_0 (CFact ; Re)$$

$$D_0 = VA_0 (CFdt ; Rd)$$

Los resultados toman como año base el ejercicio 2014 para llevar a cabo la proyección del flujo de caja libre y la definición de la estructura de capital, que contribuyen para determinar la tasa de descuento ponderada. La tasa ponderada inicial WACC es de 7,64%; sobre la base de la información del ejercicio 2014, y la proyección de los estados financieros, el balance general y los estados de resultados se llevó a cabo de acuerdo a los supuestos establecidos; el rango a lo largo de la vida útil se establece entre 7% y 9% conforme a la estructura de financiamiento, la cual se orienta a la utilización de deuda en forma relevante conforme se describe en la Tabla 15.

Tabla 15. Costo promedio ponderado del capital de Alicorp – WACC

	WACC = $R_d * (1-t) * D / (A+D) + R_e * (A+D)$										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
FCF		-138,248	242,869	184,924	278,650	318,098	358,316	395,532	436,751	448,965	494,679
Tasa Impositiva		28%	28%	27%	27%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
Intereses	120,513.12	139,237.19	139,965.02	166,934.88	161,448.08	162,047.99	163,000.18	164,320.36	166,046.12	168,212.01	158,179.25
Acciones a Valor Mercado (E)	5,777,554	6,336,399	6,950,632	7,634,265	8,383,505	9,209,282	10,118,555	11,120,186	12,224,083	13,441,328	14,770,925
Deuda (D)	2,785,808	2,608,423	2,668,980	3,034,891	2,974,250	3,034,417	3,099,993	3,171,420	3,249,841	3,336,069	3,151,567
DO = VA0(CFdt; Kdt)	869,947	1,009,184	1,149,149	1,316,084	1,477,532	1,639,580	1,802,580	1,966,901	2,132,947	2,301,159	2,459,338
D/(D+E)	33%	29%	28%	28%	26%	25%	23%	22%	21%	20%	18%
WACC Final FCL		7.64%	7.87%	8.14%	8.08%	8.26%	8.36%	8.46%	8.56%	8.66%	8.68%

Fuente: Elaboración propia, 2015.

3. Métodos de valorización

Existe una serie de métodos para valorar una empresa. Se pueden señalar los métodos contables, que solo utilizan valores históricos; la base de sus procedimientos de valoración son el balance general y estado de resultados.

3.1 Métodos basados en el balance (valor patrimonial)

Este tipo de métodos se basa en la determinación del valor patrimonial de la empresa e implica análisis estáticos (Ross *et al.* 2000). No pueden proporcionar una perspectiva futura del desenvolvimiento de la empresa, el valor del dinero en el tiempo, la celebración de contratos o la gerencia, que no se pueden observar directamente en los estados contables. Estos métodos incluyen el método del valor contable, el del valor contable ajustado, el del valor de liquidación y el del valor sustancial.

El método del valor contable se refiere al valor en libros del capital más las reservas; para la presente investigación, se define como año base el ejercicio 2014.

Valor contable = capital + reservas

Valor contable = S/. 847.192 + S/. 7.388 + S/. 169.438 + S/. 61.607 = S/. 1.085.625.000

3.2 Métodos basados en la cuenta resultados

La metodología común en función de los resultados de la empresa es el valor de los beneficios PER⁶, que define el valor de las acciones multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado relación precio ganancia (PER, por sus siglas en inglés).

Valor de las acciones = beneficio anual de la empresa x PER

Tabla 16. Métodos basados en cuenta resultados, PER

En miles de soles	2015 ^e	2014	2013
Beneficio por acción	0,033	0,010	0,373

⁶ El PER de una acción representa el múltiplo del beneficio por acción que se paga en el mercado de valores. Si el beneficio por acción el año pasado alcanzó S/. 3 por acción y el precio de la acción fue S/. 30, el PER será S/. 10; en algunas oportunidades, se toma el beneficio por acción previsto para el siguiente ejercicio.

Cotización de la acción	5,85 / 6,67 ^e	7,40	9,10
Beneficio anual empresa	27.655	10.421	317.907
PER	202	740	24,39
Valor de las acciones	4.464.701 / 5.648.806	6.269.218	7.709.444

Fuente: Elaboración propia, 2015.

Los resultados alcanzados se asemejan al valor obtenido mediante la metodología flujo de caja descontados; entonces, se sigue la tendencia decreciente desde el ejercicio 2013, tal como se observa en la Tabla 16.

Este método basado en la cuenta resultados sobre la base de una perspectiva se considera estática; sin embargo, el ratio PER se relaciona con el mercado de valores, la rentabilidad exigida por los accionistas y el crecimiento medio estimado para el *cash flow* generado por la empresa; esta relación permite determinar si la valoración de una empresa es adecuada, y se podrán emitir juicios de valor iniciales sobre una infravaloración o una sobrevaloración (Ross *et al.* 2000).

3.3 Método valor de los dividendos

Un inversionista adquiere una acción fundamentalmente porque espera un flujo de pagos futuros expresados en los dividendos⁷; en ese sentido, el método consiste en encontrar el valor actual de los dividendos que se esperan obtener. Solo a través de la rentabilidad exigida por las acciones o el coste de los recursos propios, los accionistas podrán sentirse adecuadamente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente, se empleará el concepto de la perpetuidad *g* crecimiento constante y se utilizará la siguiente fórmula para aplicar la metodología:

$$\text{Valor de la acción} = DPA_1 / (K_e - g)$$

Donde:

DPA_1 = Dividendo por acción del siguiente periodo

K_e = Rentabilidad exigida a las acciones

g = Tasa de crecimiento constante

⁷ Otros flujos que reciben las acciones son la recompra de acciones y derechos de suscripción, pero, cuando se generan ampliaciones de capital para emitir derechos de suscripción, el precio de la acción disminuye en una proporción aproximada al valor de derecho.

Tabla 17. Método valor de los dividendos

En miles de soles	2015 ^e	2014	2013
DPA_t	0,12 ^e	0,12	0,12
K_e	7,64%	8,70%	19,99%
Tasa de crecimiento	3,0%	3,8%	3,8%
Valor de las acciones	2,58	2,44	0,74

Fuente: Elaboración propia, 2015.

Se puede concluir que una empresa que reparte la mayor cantidad de dividendos reduce su capacidad de crecimiento y, posteriormente, su cotización. Esto se debe a que el dinero obtenido no se utiliza en nuevas inversiones; este efecto lo descuenta el mercado, como lo argumentan los partidarios de la escuela técnica. El valor de la empresa es inferior en todos los casos al comparar con la metodología del flujo de caja descontado (ver Tabla 17).

3.4 Método de flujo de caja descontado

El método empleado para la valoración es el método de flujos descontados a través de una tasa de descuento definida por el WACC; esta tasa no es un coste ni una tasa exigida por los accionistas, sino un promedio ponderado entre un coste y una rentabilidad exigida (Fernández 2011). Este proceso de valoración es interactivo, y en él se descuentan flujos de caja libres a una tasa definida por el WACC para calcular el valor de una empresa; además, se considera la definición de la estructura de capital para cada periodo proyectado.

El supuesto de la metodología empleada es que una empresa determina su valor en el tiempo en función de la generación de flujos de caja libre sobre una inversión definida; no obstante, el valor de una empresa es una aproximación subjetiva que se define de acuerdo a los supuestos que se generen; de hecho, el precio de la empresa es la realidad en un proceso de negociación. El proceso de valoración se constituye en una estimación del valor que nunca llegará a ser exacta, sino que depende de la empresa, la coyuntura de transacción y el método utilizado.

En nuestro caso, el método utilizado es el de flujos de caja descontados, un método dinámico que considera el valor del dinero en el tiempo; la aplicación de este método utiliza el flujo de caja libre, que es generado por las operaciones de la empresa sin tener endeudamiento; el flujo de caja libre es el dinero que queda disponible para la empresa después de cubrir las necesidades operativas de fondos y las necesidades de reinversión en activos fijos.

El proceso es encontrar el valor de la empresa a un periodo de análisis que, en el presente caso, es diez años (2015-2024) sumando el valor actual de los flujos de caja libre (VA FCF) más el valor actual del valor residual (perpetuidad) (VA Residual).

$$\text{Valor empresa} = \text{VA FCF} + \text{VA Residual}$$

El flujo de caja libre (FCF) se determina a partir de la proyección de ventas en función de los criterios y supuestos utilizados; después de hallar el margen operativo bruto, se descuenta la depreciación para definir el beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT); los intereses e impuestos permiten alcanzar el margen neto; se adiciona nuevamente la depreciación y se restan las necesidades de fondos operativos y de reinversión a través del CAPEX; finalmente, el resultado es el FCF.

El valor actual del valor residual completa los elementos para determinar el valor de la empresa, considerando una tasa de crecimiento a perpetuidad de 3,00%, cercana a la tasa esperada de crecimiento del sector de 3,5%. Esta tasa es inferior a la proyección de las ventas, que consideraba un rango entre 5% y 6% durante toda la vida útil de la valoración, en la cual se trata de resaltar la posición conservadora del análisis.

Después de encontrar el valor de la empresa en S/. 5.648.806.250, se calcula el valor de la acción; si mantiene 847.192.000 de acciones comunes que conforman el capital social de la empresa, el valor de la acción, de acuerdo a los resultados de la valoración, se define en S/. 6,67 por acción, precio superior a la cotización en el mercado de valores (Bolsa de Valores de Lima), que, al mes de octubre de 2015, era de S/. 5,85 soles por acción, lo cual produce un valor de mercado de la empresa de S/. 4.464.701.000. Esto conduce a generar una posición de compra de acciones de la empresa porque existen, de acuerdo a los supuestos, perspectivas de crecimiento con respecto al incremento de la cotización de la acción, luego de atravesar una situación de coyuntura adversa por el efecto del deterioro de sus indicadores de deuda ratificados por las clasificadoras de riesgo al reducir su calificación por su situación de cumplimiento de obligaciones en el corto plazo.

Tal reducción de su calificación afecta la valoración de la empresa. La exposición en instrumentos de cobertura de riesgos por la adquisición de materias primas en el mercado de derivados y la inestabilidad del tipo de cambio presionan sus recursos líquidos ante la

volatilidad de precios de *commodities* y la expectativa de devaluación del sol ante el ajuste esperado de la tasa de referencia por parte de la Reserva Federal en los Estados Unidos; cabe señalar que la deuda se encuentra fundamentalmente en dólares americanos. Se aplica la política de migrar la deuda de corto plazo de dólares a soles, pero el impacto no genera el mismo efecto si se cambia la deuda de largo plazo; sin embargo, la estrategia de cobertura de riesgos de cambio y volatilidad de los precios de materias primas genera presión en los gastos financieros de la empresa.

4. Justificación del uso de métodos

El modelo de flujos descontados es el método que se utilizará. Esta elección se debe a que el método no se basa únicamente en el balance o en la cuenta resultados de una empresa; es decir, no solo se basa en datos históricos, sino también analiza el potencial de ventas, las tasas de crecimiento, los beneficios esperados, las tasas de descuento que incorporan el riesgo sistemático, los riesgos inherentes a la empresa y el riesgo del sector (Fernández 2008).

Por ello, es apropiado valorar una empresa descontando los flujos de fondos futuros esperados, debido a que el valor de sus acciones proviene de la capacidad para generar flujos de efectivo para los tenedores de acciones; no obstante, se debe suponer que existe continuidad en sus operaciones.

La tasa de descuento WACC se justifica porque, en el proceso de cálculo, incluye ambas formas de financiamiento de la empresa compuesta por la deuda y el aporte de los accionistas; asimismo, se incorpora el efecto de la tasa impositiva en relación con la nueva disposición legal de su tratamiento tributario.

El enfoque del WACC presume que los proyectos de las empresas apalancadas son simultáneamente financiados tanto por deuda como por el aporte de accionistas, es decir, con capital contable; si no consideramos el impacto de los impuestos, el costo de la deuda es igual a la tasa de los préstamos.

La teoría CAPM para determinar el rendimiento de accionista se sustenta en la linealidad. Las bases intuitivas que proporcionan fundamento a una curva ascendente son claras toda vez que beta es la medida adecuada de riesgo, esto se da cuando tenemos un beta con riesgo los

accionistas esperan un rendimiento mayor de acuerdo a la teoría financiera y cuando tenemos un beta con riesgo menor los inversionistas esperan un rendimiento reducido.

EL método de flujos descontados presenta ciertos riesgos al momento de la valoración principalmente en dos factores. En primer lugar, es complicado llevar a cabo proyecciones acertadas, pues ello siempre implica niveles de dispersión, dado que la evolución de las variables depende no solo de factores de riesgo único, sino también de factores vinculados al riesgo sistemático. En segundo lugar, los analistas o proyectistas no siempre tienen la razón, lo cual conduce a establecer el grado de subjetivismo que se busca alejar al realizar una valoración.

Capítulo VII. Análisis de riesgos

Para desarrollar el análisis de los riesgos de la empresa, se identifica un sector altamente competitivo en el cual existen muchos productos sustitutos, lo que provoca márgenes relativamente bajos; por ello, los componentes altos de apalancamiento generan presión en la utilidad del ejercicio en este tipo de empresas de consumo masivo.

Además, la importación de insumos representa más del 60% de su costo de ventas, y cualquier variación del precio de los *commodities* en el mercado externo puede perjudicar sus proyecciones de generar utilidades.

Finalmente, un aumento del tipo de cambio real vuelve más sensible el impacto de un incremento de los precios de las materias primas, ya que un aumento del tipo de cambio perjudicaría los resultados de la empresa por el incremento de los precios de las materias primas, puesto que afecta sus importaciones de insumos y el manejo de su deuda en dólares

americanos ante la expectativa permanente de devaluación de la moneda local a causa de la recuperación de la economía norteamericana.

Por otro lado, se identifica como factor de riesgo la estructura de la deuda de Alicorp en moneda extranjera, lo cual genera inestabilidad por exposición de las tasas de interés. Esto sucede porque la mayor parte de la deuda de corto y largo plazo fundamentalmente se obtuvo de entidades financieras del exterior. La posición de endeudamiento presiona a la empresa y, en el presente ejercicio, la clasificadora de riesgo Moody's rebajó la calificación de sus bonos internacionales de Baa2 a Baa3 con calificación a estable.

Los títulos calificados de Baa son considerados de calidad media y no se encuentran muy cubiertos al riesgo de mercado; así, podrían generarse problemas en el largo plazo, porque los títulos calificados de Baa carecen de cualidades de seguridad para el pago a los inversionistas y se ubican en la última escala de inversión de acuerdo a la clasificadora de riesgo (Tong 2013).

La intensiva campaña de adquisiciones y la volatilidad de los precios de las materias primas trasladan sus efectos a la empresa; esta campaña de adquisiciones se financia por el nivel de endeudamiento proveniente de la emisión de bonos internacionales. De esta forma, llevar a cabo el desarrollo del plan de adquisiciones por US\$ 450 millones influye en la recalificación de los títulos emitidos de Alicorp.

Las clasificadoras de riesgo internacionales *Fitch Rating* y *Moody's* asignan la calificación BBB y Baa2, respectivamente; cuando se realizó la emisión en marzo de 2013, esta calificación se deterioró con los indicadores vigentes, a pesar de obtener la emisión de bonos internacionales de la empresa Alicorp la tasa más baja de una empresa nacional: 3,875% nominal anual. Esta es la tasa más baja para una empresa corporativa peruana; el bono se amortizará en una sola cuota al vencimiento y paga intereses semestrales hasta 2023; estos fondos obtenidos no generan los flujos suficientes para amortiguar los niveles de riesgo asumidos por la empresa. Además, en diciembre de 2014, se colocaron bonos locales a tres años y la tasa obtenida fue de 4,96875%, que también constituye la tasa más baja obtenida por una empresa durante ese año. La modalidad del bono emitido en el mercado interno es similar al bono internacional, con amortización al vencimiento y cupones semestrales hasta diciembre de 2017; el monto de la colocación fue S/. 116 millones, que corresponden al Tercer Programa de Bonos Corporativos por S/. 1.000 millones, dirigidos a reestructurar pasivos de corto plazo; los bonos de este programa en este mercado interno mantienen una calificación de clasificadoras locales de AAA de Apoyo & Asociados Internacionales y Pacific Credit Rating.

El deterioro de la posición de riesgo de los bonos internacionales por parte de Moody's corresponde al elevado ratio de deuda de la empresa durante el cierre del ejercicio 2014; su ratio Deuda/Ebitda es superior a 2.5 veces. A pesar de que en el ejercicio 2013 este indicador alcanzaba la cifra de 3.88 veces las perspectivas de crecimiento de la empresa, reforzaba la posición de riesgo; al cierre de 2014 el ratio se ubica en 5.5 veces, muy por encima del promedio que manejan las empresas del sector, lo cual deteriora su capacidad de financiar sus necesidades de capital de trabajo.

La volatilidad del dólar ante las expectativas del alza de la tasa de referencia por parte de la Reserva Federal (FED) y las pérdidas por derivados elevaron el ratio Deuda /Ebitda a una posición que la clasificadora asignará una nueva clasificación a la empresa.

Durante el primer trimestre de 2015, el endeudamiento y el riesgo cambiario disminuyeron valor en la empresa y las ventas siguieron la tendencia alcista en 7,5%; sin embargo, el embalse del manejo de la deuda produjo que los esfuerzos comerciales de colocar más productos se diluyeran en obligaciones financieras y gastos operativos; asimismo, se continuó en la senda creciente de gastos administrativos y de ventas, por lo cual, se aplica la política de trasladar la obligaciones de corto plazo hacia largo plazo, la cual, debe ir acompañada de un plan de reestructuración de costos y gastos.

Por otro lado, los gastos financieros y las pérdidas cambiarias mantuvieron doble efecto por importaciones y deuda en dólares americanos; las pérdidas por derivados obligaron a la empresa a reperfilar su deuda, y tal efecto diluyó la utilidad de la empresa y condicionó la calificación futura de las empresas clasificadoras de riesgo.

Se han desarrollado algunas medidas correctivas como recomposición de deuda de dólares a soles. Alicorp compró parte de sus bonos internacionales con deuda directa local por S/. 500 millones, por lo que se espera que la situación mejore a fin de 2015; asimismo, la empresa ha decidido no repartir dividendos el 2015 y se proyecta que el gasto de capital mantenga capacidad de maniobra, debido a que se necesitan entre US\$ 35 y US\$ 50 millones de gasto de mantenimiento y el capital proyectado fue de US\$ 96 millones. Tal situación ejercerá un impacto positivo en el flujo de caja libre de la empresa al cierre del ejercicio 2015. Asimismo, se espera que el conjunto de medidas logren ubicar en 3 el ratio de endeudamiento, objetivo primordial para la empresa; no obstante, el desarrollo de nuevos productos y el relanzamiento de otros facilitarán el impulso de crecimiento de las ventas, pero esta estrategia debe acompañarse

no solo de productos con valor agregado, sino que deben generar un nivel de margen suficiente para compensar el desbalance generado por el riesgo sistemático y el incremento de los gastos por unidad de venta.

Los riesgos identificados que enfrenta la empresa en el horizonte de análisis son los siguientes: (i) riesgo de tipo de cambio, (ii) riesgo de precios de *commodities*, (iii) riesgo de tasa de interés, (iv) riesgo político, (v) riesgo económico y (vi) riesgo operacional.

- **Riesgo de tipo de cambio:** Las fluctuaciones del tipo de cambio afectan los resultados esperados de la proyección y de los niveles de rentabilidad (Ross *et al.* 1997), debido a los factores de financiamiento en dólares americanos y la compra de insumos, que representa el 60% del costo de ventas, más aún si las ventas en el mercado local se canalizan en nuevos soles. Existen estructuras de coberturas a la volatilidad del tipo de cambio; sin embargo, siempre representan un costo en la determinación de los niveles de rentabilidad. Para mitigar este tipo de riesgo, la empresa utiliza contratos de *cross currency swaps*⁸, que solamente cubren los flujos de caja de los pasivos en moneda extranjera y los cambios de tasa de interés de la deuda. Para la compra de materias primas, utiliza derivados tales como *forwards* y opciones para cubrir sus pagos en dólares en el corto plazo.

En 2013, Alicorp contrata un *call spread* por US\$ 225 millones y *swaps* de cupones por US\$ 225 millones ante la exposición de la moneda extranjera; esta operación cubría hasta un nivel de tipo de cambio de S/. 3,15 por dólar. Durante el año 2015, se amplía el rango de cobertura del *call spread* de S/. 3,15 a S/. 3,40; este contrato fue financiado a plazos, por lo cual definitivamente es un pasivo para la empresa.

- **Riesgo de precios de *commodities* (soya y trigo):** Alicorp es el principal importador de trigo y soya en el país, y sus compras representan el 60% del costo de ventas; por lo tanto, se encuentra expuesto al riesgo por la volatilidad de los precios de las materias primas. Por consiguiente, utiliza mecanismos de cobertura que presionan los márgenes; a pesar de contar con liderazgo en el mercado, siempre impacta en la estructura de costos.
- **Riesgo de tasa de interés:** El plan de expansión obliga a extender los planes de financiamiento, los cuales son estructurados bajo ciertos parámetros de largo plazo. La deuda se maneja en dólares y las tasas se encuentran expuestas a la política de la Reserva

⁸ *Cross currency swaps* es un producto de cobertura de deuda que permite protegerse de las fluctuaciones futuras de una moneda y tasas de interés. El producto produce periódicamente compensaciones a favor o en contra dependiendo de la evolución de las monedas.

Federal: si la tasa de desempleo cae a niveles por debajo del 6,5%, la FED se verá obligada a incrementar la tasa de referencia. Este hecho perjudica la estructura de financiamiento de la empresa y, para mitigar el riesgo, administra su tasa de interés fija mediante el uso de *swaps* de tasa de interés.

- **Riesgo político:** Las empresas en procesos de crecimiento y expansión siempre se encuentran expuestas al riesgo político; la estabilidad de los gobiernos otorga tranquilidad y serenidad a los inversionistas, y permite realizar proyecciones con certidumbre por la ausencia de conflictos sociales, crisis políticas y respeto al marco legal vigente.
- **Riesgo económico:** Se trata de los planes de ajuste económico; la aplicación de reformas estructurales; el control de las variables relevantes macroeconómicas, como la inflación o las proyecciones de crecimiento del PBI; el alejamiento de políticas populistas con sesgos vinculados a subsidios que impulsen las desperfecciones del mercado. En otras palabras, el riesgo aparece con políticas económicas que distorsionen las expectativas de buscar en forma permanente equilibrios de mercado.
- **Riesgo operacional:** Se trata del riesgo de personas y procesos; la innovación y la expansión traen consigo la necesidad de captar personal capacitado acorde a las exigencias del mercado; asimismo, los cambios tecnológicos en el manejo de procesos pueden influir en la empresa si no se avanza conforme a la aparición de nuevos sistemas de control y de proceso. La rapidez de implementar los avances en la innovación y desarrollo de nuevos productos se relaciona con las estrategias aplicadas para bloquear a la competencia tanto de empresas globales como locales.

1. Análisis de sensibilidad

Se realiza el análisis de sensibilidad ante la premisa de qué podría ocurrir si existiera un cambio de alguna de las variables incluidas en el proceso de valoración. Es necesario considerar que se trata de proyecciones en función de criterios de valoración de la empresa establecidos en el presente documento. Si estos criterios de valoración cambian por diferentes motivos, que es la situación más común, se puede llegar a conclusiones equivocadas; en el ejercicio de valoración, se busca minimizar el riesgo y evitar la dispersión de los resultados, pero definitivamente no se conocerán los resultados hasta que se concreten los hechos. La finalidad en la proyección es minimizar los errores; por tal motivo, es obligatorio realizar el respectivo análisis de

sensibilidad para determinar la variabilidad del cálculo del valor presente de los flujos proyectados ante el cambio de una variable, que esencialmente es un supuesto utilizado en la proyección; así, se busca manejar el riesgo de pronóstico (Brealey y Myers 1993).

La variable que se utilizará es la venta con relación al PBI, la cual mantiene un efecto directo en las empresas dedicadas al consumo masivo; los cambios en el PBI afectan en forma sustancial las proyecciones de ventas de las empresas del sector. El objetivo del uso de esta variable es examinar el grado de sensibilidad de un cálculo, en particular del valor presente neto ante un cambio en el supuesto fundamental, que, en este caso, es el nivel de ventas.

El cambio en el PBI para llevar a cabo el análisis de sensibilidad como dato para realizar el cambio en el nivel de ventas proyectadas y generar los escenarios optimista y pesimista es 4,2% sobre el escenario base, tasa de crecimiento esperada oficial hasta octubre de 2015, a pesar de que diferentes organización privadas y multilaterales castigan la cifra de proyección del PBI para el Perú. Asimismo, la tendencia de crecimiento para la región latinoamericana es hacia la baja, sobre todo en países donde la empresa posee inversión; se proyecta descenso en sus proyecciones e incluso, en algunos casos, se prevén proyecciones negativas para 2015.

Los movimientos adversos de las variables relevantes generarán contracciones en las proyecciones. Este es el riesgo de pronóstico; el análisis de sensibilidad proporciona la oportunidad de identificar los efectos y en qué puntos se necesita más información de mercado, de los componentes de los nuevos portafolios de productos, de los programas de compras de empresas, etc.

2. Análisis de escenarios

Se optó por definir la generación de escenarios a través del valor proyectado del nivel de ventas en relación con la proyección del PBI para el ejercicio 2015; mediante el análisis de escenarios, se determinaron los nuevos valores de la empresa para cada escenario optimista y pesimista (Beltran y Cueva 2011).

La variable seleccionada para generar los escenarios es la variación del nivel de venta. Se determinó como supuesto la tasa de crecimiento del PBI para el ejercicio 2015, dato oficial que alcanzó 4,2% en octubre de 2015, lo cual permitió generar los escenarios optimista y pesimista, y sus efectos en la valoración de la empresa ante el cambio de la variable venta proyectada.

Se observó que en la proyección existe volatilidad significativa en definir el valor de la empresa ante un cambio menor en el nivel de ventas. Pese a que se mantuvo un valor por encima del valor de mercado, al primero de octubre de 2015, la tendencia demostraba la alta sensibilidad frente a los cambios de ventas cuando se determinó el valor de la empresa. Las ventas crecieron en el escenario optimista 4,2% y el valor de la empresa con respecto al escenario base se incrementó en 4,80%. La misma situación se presentó con el escenario pesimista: al producir una caída en el nivel de venta de 4,2%, el efecto en la valoración fue de -8,26%; así, se concluyó que existe una mayor sensibilidad a las disminuciones del nivel de ventas en el valor de la empresa, de acuerdo a los supuestos empleados en el proceso de valoración (ver Tabla 18).

Tabla 18. Análisis de escenarios

Escenarios (miles de soles)	Base	Optimista	Pesimista
Valor de la empresa	5.648.806	5.920.095	5.182.326
Número de acciones	847.192	847.192	847.192
Valor de la acción	6,67	6,99	6,12
Valor de mercado (octubre 2015)	5,85	5,85	5,85
Variación del VAN	-	4,80%	-8,26%

Fuente: Elaboración propia, 2015.

El análisis de escenarios es una variante del análisis de sensibilidad. Se analiza un resultado desde diferentes escenarios posibles ante el cambio de una variable que se encuentra relacionada directamente con el desarrollo de la empresa en el futuro; en ese sentido, se debe considerar que cada escenario es una confluencia de factores.

3. Riesgos no considerados en la valoración

El riesgo sistemático desempeña un factor importante si se definen los riesgos que no se consideran en la valoración, dentro de los cuales se pueden señalar la eventualidad de una crisis internacional ante la desaceleración de la economía mundial, sobre todo por la disminución de la demanda mundial de productos. Puesto que se considera una posición conservadora en la valoración, esta no incorpora la generación de eventos externos profundos que afectan la demanda de productos, más aún si existe la disminución en la proyección del producto interno de los países de la región.

El riesgo político en su expresión de generación de conflictos sociales, debido a que se mantiene la posición de la administración del país, es estable. No existe una ponderación o castigo ante la posibilidad de que se lleven a cabo situaciones que desborden el control gubernamental y

afecten el nivel de confianza en los inversionistas; por ello, se asume que la evolución de la proyección de ventas se mantiene, a pesar de la tendencia siga siendo conservadora, fundamentalmente por fechas próximas a jornadas electorales.

Asimismo, la empresa aseguró que los hechos ocurridos en 2013 y 2014 fueron incidentes aislados en la aplicación de esquemas de coberturas de riesgos de precios de materias primas, o simplemente la utilización de productos financieros derivados en forma intensiva por la empresa. La empresa anunció que lo sucedido en el ejercicio 2014 no volverá a ocurrir y se tomarán las medidas correctivas a fin de otorgar cobertura a la variabilidad del tipo de cambio y el precio de las materias primas. Sin embargo, la necesidad de asegurar el precio de materias primas la obliga a manejar fondos permanentes para otorgar cobertura a dichas compras, que son necesarias para el proceso productivo; se considera el efecto hasta el segundo año de proyección por la inercia de altos gastos financieros por coberturas de tipo de cambio y tasas de interés presentados durante el ejercicio 2014.

Tampoco se considera la influencia de un evento climático adverso en el horizonte de análisis: actualmente, el fenómeno de El Niño moderado que se está experimentando impactaría en los esquemas de distribución y en el aprovisionamiento de materias primas, así como en la estacionalidad de las ventas ante el cambio de la temperatura que altera las estaciones del año.

Capítulo VIII. Resumen de inversión

1. Resultados

Los resultados alcanzados después de aplicar el método de valoración de flujos descontados a la empresa Alicorp S.A.A. bajo la estructura de supuestos admitidos en el cálculo y el soporte de los datos históricos proporcionados por los estados financieros en el periodo 2009-2014 indican que la empresa alcanza un valor actual de S/. 5.648.806.250, lo cual permite proyectar un valor de la acción de S/. 6,67, por encima de su valor en libros (S/.1,00) y por debajo de su cotización de cierre del ejercicio pasado (S/. 7,40). Al primero de octubre de 2015, la acción se cotizaba en S/.5,85, cifra que indicaba los efectos de la estructura de financiamiento de la empresa y su repercusión en los indicadores de rentabilidad; sin embargo, la perspectiva de recuperación de la empresa se encuentra establecida a medida que se repotencie y maduren sus inversiones mediante el desarrollo de las sinergias y procesos definidos en su plan estratégico al 2021.

El precio de la acción futura es 14,01%, mayor a la cotización vigente; en un primer término, el posicionamiento de la empresa en el mercado local apoya la tesis de recuperación de sus indicadores de rentabilidad en el corto plazo, a pesar de las expectativas conservadoras de acuerdo a las proyecciones oficiales de crecimiento del PBI. La política de diversificación de portafolio y consolidación de sus principales marcas en el mercado local permite suponer una recuperación de la percepción por parte de los inversionistas; además, su posición de liderazgo y la aplicación de su estrategia agresiva de M&A de empresas impulsa la participación adicional en el mercado local y en el mercado internacional.

En el análisis histórico de los estados financieros de la empresa, se observan perspectivas de crecimiento; también, se reconoce la falta de control de los indicadores operativos, los cuales son ajenos a los postulados en el plan estratégico para el 2021, como el control de los gastos administrativos o gastos de ventas. Estos gastos distorsionan el objetivo definido, que se ha integrado en el proceso de valoración; el efecto adverso en la rentabilidad se explica por el riesgo que enfrenta a causa de la dependencia de la volatilidad de los precios de los *commodities*, tales como el trigo y la soya, que representan más de 60% del costo de ventas. Si bien el gasto incurrido en las estrategias aplicadas de cobertura de riesgo es relevante e impacta de manera superlativa en los resultados, se ratifica que la administración de los riesgos de cobertura y la efectividad del control de los gastos influenciaron en los resultados de la empresa en el ejercicio 2014. El deterioro se identificó desde el ejercicio 2013, lo cual condujo a una situación de riesgo que se tradujo en los indicadores de rentabilidad del ejercicio 2014, a pesar de que el crecimiento de la empresa estaba totalmente considerado en el marco estratégico y se alcanzó en el ejercicio 2014, pero con resultados adversos.

Entre las fortalezas de la empresa, destacan su red de distribución y sus distribuidores exclusivos y mayoristas. Tales fortalezas permiten una mayor cobertura geográfica y eficiencia en la distribución, lo que constituye una barrera a la competencia y consolida su liderazgo en el país; sin embargo, los gastos en relación con dichos rubros no crecen en la misma proporción que el nivel de ventas. Este escenario presiona los indicadores de rentabilidad y de liquidez.

Para la evaluación de la empresa, se consideraron diez años desde 2015 hasta 2024 y se incluyó la metodología del valor residual de la perpetuidad, que crece a partir del último flujo a una tasa de 3%. Además, la valoración fue el flujo de caja descontado a través del costo promedio ponderado de capital conocido como WACC por sus siglas en inglés; dicha tasa obtuvo un desempeño entre 5% y 6% a lo largo de la vida útil del horizonte de análisis; el rendimiento del

accionista se calculó bajo la metodología de la teoría CAPM y se ubicó alrededor de 8,27% en promedio; junto con la relación deuda-capital, se utilizó para definir las tasas de descuento a lo largo del horizonte de análisis. La proporcionalidad cambia con respecto a sus niveles históricos, sobre todo en la composición de la deuda de corto y largo plazo; en concreto, existe un manejo de financiamiento atípico a las empresas de consumo masivo, tanto así que las calificadoras de riesgo, fundamentalmente Moody's, recalificaron a Alicorp en Baa3 debido al débil resultado al superar en más de 2,5 veces el ratio Deuda/Ebitda; no obstante, la empresa logró un financiamiento a largo plazo a tasas históricas para una empresa peruana: consiguió una deuda a largo plazo a 3,88% en el mercado internacional.

La administración de la deuda distorsionó los resultados y la relación deuda-capital. Pese a que se trataba de una deuda con un costo financiero bajo, a causa de las presiones de la devaluación del tipo de cambio, la empresa vendió soles para pagar la deuda en moneda extranjera; esta situación, junto con las necesidades de fondos de corto plazo y el servicio de deuda en moneda extranjera, con la consiguiente estrategia de cobertura de precios de materias primas a futuro, terminó afectando los resultados y la caída del precio de la acción en 2015. Sin embargo, se espera que la recuperación se lleve a cabo en el corto plazo para que la empresa se consolide en los siguientes periodos por las variables y razones explicadas.

Una pregunta que se puede formular es si la teoría de Modigliani-Miller predice la estructura de capital de las empresas, para la cual la respuesta es negativa. Modigliani y Miller señalaron que el valor de una empresa es independiente de su estructura de capital y que el incremento de la deuda que afecta la estructura de capital queda compensado por el cambio en el costo de capital de las acciones comunes que definen el rendimiento del accionista. Sin embargo, en la realidad, las empresas utilizan deuda de manera moderada; aun cuando la deuda es más barata por la influencia de los impuestos, estas deudas financieras e impositivas crean presiones por pago de intereses y obligaciones. Si no se cumplen dichas obligaciones financieras, la empresa se encuentra expuesta a una reorganización financiera e, incluso, al riesgo de quiebra, en la cual la propiedad de los activos se transfiere de los accionistas a los acreedores.

Cabe señalar que no se está afirmando que Alicorp se encuentra cercana a un proceso de quiebra, pero sí que se trata de una prueba de que su estructura de deuda vigente no le ha generado mayor valor. El equilibrio de deuda-capital, con una mayor participación del capital en el financiamiento de la empresa, cambia hasta alcanzar niveles mayoritarios de deuda en el flujo proyectado; además, la estructura de capital no es directamente el problema, sino la insuficiente

capacidad para generar flujos de efectivo para atender las necesidades operativas; los servicios por intereses y obligaciones de la deuda; y sus riesgos relacionados, como el tipo de cambio, la tasa de interés y los precios de las materias primas.

Los cambios de la estructura de capital y los riesgos asumidos influyen en el valor de la empresa y en la percepción de los inversionistas; asimismo, deterioran la capacidad de conseguir financiamiento en igualdad de condiciones que las emisiones de deuda pasadas. Pese a que no se trata de una situación recurrente, sí se justifican los planes de reorganización de deuda y de operaciones en función de los gastos incurridos.

En ese sentido, la reforma inmediata es trasladar la presión de corto plazo de la deuda a largo plazo aplicando o utilizando el tercer programa de emisión de deuda a través de bonos corporativos; evidentemente, los costos financieros tendrán tasas mayores a las emisiones anteriores; también la estructura por el lado de la deuda se incrementará hasta que se logre mejorar los niveles de ventas, y el control o la reestructuración de los gastos.

Ahora bien, se mantiene una tasa de crecimiento en dos etapas: la primera de 5% y el segundo de 6%; ambas son tasas conservadoras en relación con aquellas consideradas por la empresa y fueron definidas mediante los promedios históricos y las expectativas de maduración de las inversiones realizadas. Se proyecta la reducción de costos y gastos entre 2% y 3% hasta el periodo final del análisis; este efecto es relevante en los resultados proyectados de la empresa. Después de la primera etapa de la proyección, la empresa recuperaría sus condiciones de negociación de los costos financieros y lograría la capacidad de realizar el prepago de la deuda de largo plazo; esta actividad deberá ejecutarse gradualmente hasta el 2021.

El mercado de consumo masivo en el país se caracteriza por la presencia de pocos competidores, quienes poseen grandes volúmenes de venta y poder en el mercado. La mayoría de empresas representan capitales transnacionales; no obstante, Alicorp, para consolidar su liderazgo, desarrolla su estrategia de llegar con su portafolio de productos a la mayor parte de segmentos de mercado; además, cuenta con marcas en nichos específicos y sus marcas compiten entre sí. Esta estrategia de marcas *flanker* para competir en determinados segmentos, como el de los fideos, con las marcas *Don Vittorio*, *Molitalia*, *Lavaggi*, *Nicolini* y *Alianza*, dirigidos a todos los segmentos de la población, permite monopolizar la categoría del mercado de fideos. La estrategia busca desarrollar diferentes productos y consolidar así su posición en el mercado.

Las inversiones en activo fijo (CAPEX) aprobado para el presente ejercicio alcanzan la cifra de S/. 150 millones aproximadamente, cifra acorde con el objetivo de alcanzar ventas de US\$ 5.000 millones en 2021; la restricción se encuentra en el mayor costo financiero al apalancar las adquisiciones.

La tesis de recuperación de la empresa es impulsada por el aspecto de la reducción de la tasa impositiva de 30% a 28% para luego terminar en 26% en el periodo de la proyección. Además, se incorpora un menor impacto de beneficios tributarios por el esquema del apalancamiento financiero, pero, en el cálculo del flujo de pago por impuestos, la reducción de la tasa impulsa un mayor nivel de utilidades si se toma en cuenta la anterior estructura tributaria.

Se considera adicionalmente flujo de caja para los accionistas a partir del flujo de caja libre descontando los pagos del principal más intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo a los poseedores de deuda, y sumando las aportaciones de la nueva deuda, es preciso señalar que durante el ejercicio 2015 la estrategia se desarrolla en disminuir deuda dada la presión del ratio Deuda/Ebitda que condiciona la calificación de la deuda emitida.

Los fondos obtenidos después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y necesidades operativas de fondos (NOF), y de cancelar deudas, intereses, se obtiene al realizar las proyecciones disponibles para los accionistas resultados no alentadoras en el corto plazo fundamentalmente, este hecho fue previsible, a inicios del ejercicio 2015 en Junta General de accionistas, se determinó el compromiso de no repartir dividendos en el presente ejercicio a pesar que se cuenta con la política de dividendos de la sociedad en distribuir dividendos una vez al año, estos no deben ser menores al 10% de las utilidades del ejercicio, serán distribuidas en efectivo y definen en función a la situación financiera de la empresa. La recuperación se encuentra a partir del ejercicio 2016 de acuerdo a las proyecciones realizadas, para esta proyección se actualizaron los flujos con una tasa de rendimiento esperado para los accionistas de 8.77%.

Conclusiones y recomendaciones

1. Conclusiones

Para realizar la valoración, se utilizó el método de flujo de caja descontado considerando un periodo de análisis de diez años, desde 2015 hasta 2024. Todos los flujos proyectados fueron traídos a valor presente a través de la tasa de descuento WACC, tasa promedio ponderada entre el costo de la deuda y una rentabilidad exigida, definida por la tasa de la rentabilidad del accionista. Asimismo, se incorporó en la valoración de la empresa un valor residual sobre la base de una tasa de crecimiento a perpetuidad.

Debemos tener en cuenta que una empresa tiene distinto valor para diferentes vendedores y para diferentes compradores, necesitamos precisar que el valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y el comprador acuerdan llevar a cabo una determinada operación de compra o venta de una empresa.

Se hace la distinción entre la utilidad operativa después de impuestos o en inglés *Net operating profit after tax*, (NOPAT); y el margen neto, El NOPAT es una mirada más adecuada y precisa a la eficiencia operativa de las empresas apalancadas, pues no incluye los ahorros en impuestos que muchas empresas pueden lograr al asumir deuda, en el método utilizado en la valoración se utiliza el NOPAT sin considerar deuda, no existen cargas financieras, y el margen neto incluye la estructura de financiamiento utilizada por la empresa. (Anexo 10)

Para determinar los fondos disponibles para los accionistas se considera restando al flujo de fondos libres los correspondientes pagos del principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo así como las aportaciones de nueva deuda, al final es lo que queda después de cubrir las necesidades de fondos, la reinversión en activos fijos y cumplir con las cargas financieras, esto nos permite definir la capacidad de la empresa en proyectar los dividendos a pagar a los accionistas. En la presente valoración se presenta se ratifica la insuficiencia de fondos para cumplir con la política de dividendos de Alicorp, dado que, esta exige 10% de la utilidades generadas y anteriormente se describió, que en Junta general de Accionistas existe el compromiso de no repartir utilidades del ejercicio 2015.

Los resultados alcanzados indican un valor fundamental de S/. 6,67 por acción de la empresa Alicorp al mes de octubre de 2015 comparable con un valor de mercado al mes de octubre de

2015 de S/. 5,85 soles por acción. El valor fundamental con respecto al valor de mercado confirma la tendencia de recuperación del valor de la acción de Alicorp en los siguientes meses conforme se vayan obteniendo los resultados del ejercicio 2015.

Para definir la tasa de descuento a través del WACC se considera el promedio ponderado del costo de la deuda y el rendimiento del accionista a través del Modelo CAPM, para ello, se siguieron varios criterios que se describen desde la tasa libre de riesgo, la cual se determina hacia adelante sobre la base de los datos de las tasas de los bonos soberanos globales emitidos por el Estado desde el año 2002 hasta el ejercicio 2015, se hace una regresión lineal mediante Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) para definir la ecuación de proyección para el siguiente periodo, dato utilizado en el cálculo del Modelo CAPM, 4.27%, con ello definimos un nivel de prima de riesgo de 3.76% considerando al IGBVL en los últimos 10 años como dato para definir el riesgo de mercado

El panorama interno y externo no es favorable para la empresa Alicorp. Los organismos multilaterales proyectan tendencias conservadoras con sesgo a la baja del producto bruto interno de los países donde Alicorp posee presencia comercial; sin embargo, se espera que las ventas internas y consolidadas mantengan su performance creciente en ventas a pesar de la inestabilidad de los mercados emergentes.

La conclusión inicial se desarrolla dentro de una coyuntura adversa para la empresa Alicorp, que debería afectar la cotización de sus títulos valores emitidos en el mercado de capitales; no obstante, esta conclusión no es la única variable explicativa que influye en el proceso de valoración. El riesgo cambiario desarrollado a través de la fuerte devaluación que enfrenta el sol durante 2015 y la volatilidad de las tasas de interés, aunados a la incertidumbre de los precios de los *commodities*, contribuyen en incrementar los niveles de riesgo de la empresa e influyen en la determinación del valor de la empresa Alicorp.

El segundo aspecto que definen las conclusiones de la valoración es la gestión de la empresa. Se explica por la plana gerencial: se percibe una política agresiva en cuanto al crecimiento en ventas, pero se identifica que los objetivos de administración eficiente de recursos no se ajustan al Plan estratégico de la empresa Alicorp al 2021. Si bien existió crecimiento en ventas, este esfuerzo de generar mayores recursos se diluyó y no se tradujo en indicadores positivos de rentabilidad, y se logró en el ejercicio 2014 una utilidad por acción de S/. 0,014, luego de ubicarse en S/. 0,373 por acción; el deterioro del indicador ascendió a 96% aproximadamente.

Se plantearon objetivos definidos en el manejo de indicadores de gestión de gastos administrativos, gastos de distribución, gastos de ventas y gastos financieros, pero en ninguno de los casos se lograron obtener economías de escala en relación con las ventas; en algunos casos, la tasa de crecimiento de gastos es superior a la tasa de crecimiento del nivel de ventas en un solo ejercicio durante el horizonte de análisis de la valoración de la empresa Alicorp; por consiguiente, no solo el riesgo sistemático expresado en el riesgo de mercado afectan la trayectoria de la empresa Alicorp: además del riesgo cambiario, el riesgo de tasa de interés y el precio de los *commodities*, los aspectos vinculados a la gestión de la plana gerencial fueron relevantes en el deterioro de su situación financiera.

La siguiente conclusión se explica por la ejecución de su política de compras de empresa bajo el objetivo de obtener una mayor participación de mercado y el proceso de financiamiento vía emisión de bonos en el mercado internacional; la estructura de financiamiento fue la adecuada al lograr un nivel de costo financiero de 3,875%, la más barata de una empresa corporativa peruana; el problema radicó en la maduración de sus inversiones, los cuales no generaron los flujos de caja suficientes para financiar sus operaciones corrientes para los siguientes ejercicios. Los resultados fueron obtener capital de trabajo negativo desde la perspectiva contable durante el ejercicio 2014. La presión en los fondos líquidos causó que influya en indicadores de riesgo, lo cual generó mayores costos financieros para nuevas estructuras de financiamiento; por lo tanto, repercute en los flujos futuros y en el proceso de la presente valoración de la empresa Alicorp.

El resultado de la valoración de la empresa desarrollado en el presente documento asciende a S/.5.648.806.250, cifra por encima del valor en libros y de otro método de valoración. Sin embargo, el valor de empresa Alicorp se ha deteriorado en los últimos meses de 2015; la finalidad de esta conclusión era comentar el impacto de las diferentes variables relacionadas con el riesgo de mercado en el valor de la empresa, lo cual conduce a la alta sensibilidad de la empresa a los cambios de riesgos de mercado.

Finalmente, las fortalezas de la empresa en cuanto a su posicionamiento y liderazgo de mercado, a las políticas de reestructuración financiera de trasladar sus deudas de corto plazo a largo plazo, así como a la amortización de estas deudas, y los cambios en la plana gerencial impulsarán una recuperación lenta y gradual conforme la economía en su conjunto regrese a la tendencia del

crecimiento sostenido; no obstante, se ratifica que el riesgo sistemático es un factor determinante en el valor de la empresa Alicorp.

2. Recomendaciones

Las recomendaciones en función de los resultados encontrados en el proceso de valoración radican en el manejo de la deuda de la empresa; la presión corriente genera problemas en las obligaciones de corto plazo, por lo que se debe trasladar la deuda de corto a largo plazo en primera instancia para demostrar al mercado y a los inversionistas que Alicorp es una empresa cuyo capital de trabajo no es negativo. En otras palabras, no se puede mostrar una empresa que, desde el punto de vista contable, no posee capacidad de cumplir con sus obligaciones a corto plazo; sí cuenta con la capacidad de hacerlo en forma inmediata a través del tercer programa de emisión de bonos corporativos. Esta recomendación alivia la intención de la calificación por parte de las clasificadoras de riesgo, factor relevante por el nivel de financiamiento de la empresa con deuda en el mercado de capitales, y la sostenibilidad de la cotización de los títulos valores emitidos en el mercado.

Las proyecciones realizadas se basan en supuestos con relación a las estrategias y planes propuestos en el largo plazo que no se vienen cumpliendo: no se obtienen los resultados en función de las ventas o el crecimiento esperado de las ventas, se entiende que la estrategia de M&A considera periodos de maduración de las ventas de acuerdo a la estrategia de plataforma (portafolio de productos que comparten similar tecnología) que, mediante la implementación y aplicación de sinergias y economías de escala, logra sustentar la tasa de crecimiento. En conclusión, no se puede lograr lo planteado si no se controlan los niveles de costos y gastos de la empresa, y si no se identifica deterioro en los indicadores de eficiencia.

Se debe constituir en forma permanente un fondo de garantía de cobertura para la volatilidad de los precios de las materias primas; que la empresa sea el principal importador de trigo y soya en el país justifica su constitución. Pese a que se definen las pérdidas en el mercado de derivados como un hecho no recurrente, la dispersión de los precios de materias primas, del tipo de cambio y de la tasa de interés corresponde a efectos del riesgo sistemático que todas las empresas deben manejar y para las cuales deben buscar mecanismos cuyos efectos sean mitigados sin generar fuertes impactos en sus resultados.

Se debe alcanzar la meta en los plazos estipulados en cuanto a ventas, impulsadas por compras de empresas, fusiones y adquisiciones. Esta estrategia demanda principalmente fondos de deuda directa y, ante la estructura actual, se recomienda redefinir los objetivos y metas inmediatas sin que afecten los resultados de la empresa. Por otro lado, se debe otorgar una mayor amplitud en el proceso de maduración de los flujos de empresas adquiridas hasta que se establezcan las estrategias de plataforma; no se pueden presionar los fondos corrientes para lograr objetivos de largo plazo; pese a que se percibe el deseo de alcanzar metas en plazos menores a los establecidos, ello presiona los fondos corrientes.

Se recomienda finalmente, comprar y mantener la acción de Alicorp, la trayectoria es hacia arriba, a recuperar su precio lentamente conforme mejoran sus indicadores internos y se normaliza la posición externa, estamos ante un escenario de alta volatilidad con perspectiva de recuperación de la empresa.

Bibliografía

Alicorp (2013a). *Presentación corporativa 2013*. Fecha de consulta: 15/06/2015. <www.alicorp.com.pe/alicorp/content/inversionistas/pdf/hechos/alicorp_corporate_presentation_2Q13ESP.pdf>

Alicorp (2013b). *Reporte Financiero Bunkenroad Perú*. Lima: Centro de Negocios de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Alicorp (2014). *Reporte Financiero Bunkenroad Perú*. Lima: Centro de Negocios de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Beltrán, Arlette y Cueva, Hanny (2011). *Ejercicios de evaluación de proyectos*. 4ª ed., Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.

Beltran, Gris y Asociados S. C. R. L. (2013). *Dictamen de los auditores independientes de la empresa Alicorp S. A. A. y subsidiarias 2013 y 2012*. Lima: Deloitte.

Beltran, Gris y Asociados S. C. R. L. (2012). *Dictamen de los auditores independientes de la empresa Alicorp S. A. A. y subsidiarias 2012 y 2011*. Lima: Deloitte.

Beltran, Gris y Asociados S. C. R. L. (2011). *Dictamen de los auditores independientes de la empresa Alicorp S. A. A. y subsidiarias 2011 y 2010*. Lima: Deloitte.

Bolsa de Valores de Lima (2015a). *Histórico de cotizaciones de la acción de Alicorp 2010-2015*. Fecha de consulta: 01/08/2015.

<www.bvl.com.pe/empresas/alicorp/historicodecotizaciones>

Bolsa de Valores de Lima (2015b). *Índice general de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL), periodo 10 años*. Fecha de consulta: 15/10/2015. Disponible en <<http://www.spindices.com/indices/equity/sp-bvl-peru-general-index-pen>>

Brealey, Richard y Myers, Stewart (1993). *Principios de finanzas corporativas*. 4ta.ed. México D. F. : McGraw-Hill/Interamericana.

Buenaventura, Guillermo (2015). *Betas para empresas en IGBVL*. Fecha de consulta: 10/06/2015.

<www.icesi.edu.co/departamentos/finanzas_contabilidad/images/betas>

Caretas (2015). “Examen de medidas”. *Caretas*, núm. 2407, pp. 11-15.

Fernández, Pablo (2008). *Métodos de valoración de empresas. Documento de investigación DI-771*. Barcelona: Universidad de Navarra.

Fernández, Pablo (2011). *WACC: Definición, interpretaciones equivocadas y errores. Documento de investigación DI-914*. Barcelona: Universidad de Navarra.

Fondo Monetario Internacional [FMI] (2015). *Perspectivas de la economía mundial*. Fecha de consulta: 20/10/2015. <

<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/texts.pdf>>

Ibarguren, Sebastián (2015). “Resultados de Alicorp. ¿Por qué cayó tanto su utilidad neta?”. *Semana Económica*, 17 de febrero de 2015. Fecha de consulta: 10/05/2015.

<<http://semanaeconomica.com/article/economia/consumo-masivo/154406-resultados-alicorp-2014-por-que-cayo-tanto-su-utilidad-neta/>>

Ministerio de Economía y Finanzas [MEF] (2015). *Deuda pública*. Fecha de consulta: 15/10/2015.

<http://www.mef.gob.pe/index.php?option=com_content&view=section&id=33&Itemid=100789&lang=es>

Naranjo, Elizabeth (2015). “Bebidas funcionales, ‘una necesidad saludable’”. *Ialimentos*, 22 de junio de 2015. Fecha de consulta: 30/09/2015.

<<http://revistaialimentos.com.co/ediciones/edicion4-2/bebidas/bebidas-funcionales-una-necesidad-saludable.htm>>

Paredes, Zaldivar, Burga y Asociados S. C. R. L. (2014). *Dictamen de los auditores independientes de la empresa Alicorp S. A. A. y subsidiarias 2014 y 2013*. Lima: EY.

Ross, Stephen; Westerfield, Randolph y Jordan, Bradford (1997). *Fundamentos de finanzas corporativas*, 2ª ed. México D. F.: McGraw-Hill/Interamericana.

Ross, Stephen; Westerfield, Randolph y Jaffe, Jeffrey (2000). *Finanzas corporativas*, 5ª ed. Irwin México D. F.: McGraw-Hill/Interamericana.

Sapag, Nassir (2011). *Proyectos de inversión formulación y evaluación*. 2ª ed. Santiago de Chile: Pearson Educación.

Serna, Eduardo (2013). “Las agencias de calificación utilizan diferentes procedimientos para otorgar las notas de solvencia de sus países”. *Zoom News*, 14 de marzo de 2013. Consulta: 10/09/2015.

<<http://www.zoomnews.es/economia/finanzas-y-mercados/agencias-rating-calificacion-procedimientos-solvencia-pais>>

Sudarsanam, P.S. (1996). *La esencia de las fusiones y adquisiciones*. México D. F.: Prentice Hall Hispanoamérica.

Tong, Jesús (2013). *Fondos mutuos en el Perú: Desarrollo e impacto en el mercado de valores*. Lima: Universidad del Pacífico.

Universidad Icesi (2015). *Reporte de betas del Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL)*. Fuente de datos primarios Thomson Reuters. Fecha de consulta: 1/10/2015.

<http://www.icesi.edu.co/departamentos/finanzas_contabilidad/images/betas/>

Valdiviezo, Claudia (2015). “Alicorp en problemas: mucha deuda, menores ganancias y un nuevo CEO”. *Semana Económica*, 5 de mayo de 2015. Fecha de consulta: 30/05/2015.

<<http://semanaeconomica.com/article/economia/consumo-masivo/159681-alicorp-en-problemas-mucha-deuda-debiles-resultados-y-un-nuevo-ceo/>>

Anexos

Anexo 1. Descripción de las actividades de la empresa Alicorp

La sociedad tiene por objeto social dedicarse a la industria, exportación, importación, distribución y comercialización de productos de consumo masivo, principalmente alimenticios y de limpieza, en sus más variadas formas, en especial los que corresponden a la industria oleaginosa, de jabones, detergentes, grasas industriales, café, productos cosméticos, de higiene y limpieza personal, y productos afines y derivados de los citados. Igualmente, se dedica a la industria y comercio del trigo y/o cualquier cereal, en sus más variadas formas de harinas, fideos, galletas y toda clase de productos y subproductos harineros.

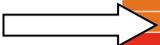
Anexo 2. Escalas de calificación de las agencias clasificadoras de riesgo

Las agencias clasificadoras de riesgo son empresas especializadas que califican los títulos de deuda en el mercado teniendo en cuenta la capacidad y voluntad de pago. La calificación determina dos grados: de inversión o de especulación. El grado de inversión significa que los títulos a los cuales se aplica no representan un gran riesgo de incumplimiento en sus obligaciones, mientras que el grado de especulación indica que se presentan factores de riesgo que pueden llevar al incumplimiento en el pago (Ross *et al.* 2000)

Además de la calificación, se opina sobre la perspectiva, que puede ser positiva, estable o negativa. Entre las calificadoras más importantes se encuentran Standard and Poor's, Moody's y Fitch Ratings.

Escalas de Rating

MOODY'S	STANDARD AND POOR'S	FITCH
Aaa	AAA	AAA
Aa1	AA+	AA+
Aa2	AA	AA
Aa3	AA-	AA-
A1	A+	A+
A2	A	A
A3	A-	A-
Baa1	BBB+	BBB+
Baa2	BBB	BBB
Baa3	BBB-	BBB-
Ba1	BB+	BB+
Ba2	BB	BB
Ba3	BB-	BB-
B1	B+	B+
B2	B	B
B3	B-	B-
Caa1	CCC+	CCC
Caa2	CCC	CC
Caa3	CCC-	C
Ca	CC	RD
C	SD	D
	D	



LEYENDA

- Máxima Solvencia - Matricula de Honor
- Deuda de Muy Buena Calidad - Sobresaliente
- Deuda de Buena Calidad - Notable
- Deuda de Calidad Aceptable - Suficiente
- Separación Grado de Inversión / Bono Basura - Aprobado / Suspenso
- Grado Especulativo (High Yield) - Insuficiente
- Riesgo Sustancial - Deficiente
- Pocas perspectivas de recuperación - Muy Deficiente
- Impago - Cero

Fuente: Serna, 2013.

Anexo 3. Alicorp S. A. A. Balance general 2009-2014, activos (en miles de soles)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Activos						
Activos Corrientes						
Efectivo y equivalentes al efectivo	65,321	103,659	68,754	427,363	39,334	16,617
Otros activos financieros	4,110	8,573	419	426	0	0
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	0	0	464,775	649,691	0	0
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	382,693	401,469	423,426	534,953	549,152	486,745
Otras cuentas por cobrar (neto)	23,960	16,007	19,949	43,955	26,292	11,491
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	8,645	194	1,047	42,553	75,458	18,352
Saldo a favor de impuesto a las ganancias	0	0	0	0	34,824	81,674
Fondo de garantía para operaciones con derivados	0	0	0	0	16,119	220,655
Anticipos	14,030	6,769	20,353	28,230	27,886	32,864
Inventarios	387,957	523,268	612,590	541,394	518,660	508,323
Instrumentos financieros derivados	0	0	0	0	0	61,634
Otros activos no financieros	0	0	10,922	34,262	9,852	16,651
Total Activos Corrientes Distintos de Activos No Ctes.	886,716	1,059,939	1,157,460	1,653,136	1,297,577	1,455,006
Total de Activos Corrientes	893,199	1,066,635	1,179,294	1,662,609	1,306,596	1,469,959
Activos No Corrientes						
Instrumentos financieros derivados	0	0	0	0	51,375	76,547
Otros activos financieros	5,505	5,702	0	0	1,854	1,419
Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asoci.	658,821	486,214	471,137	691,246	1,552,930	2,234,232
Propiedades planta y equipo (neto)	609,254	736,889	853,393	956,395	1,173,307	1,238,538
Activos intangibles distintos de la plusvalía	267,787	249,830	246,651	291,272	115,322	114,201
Otros activos no financieros	8,582	10,061	4,368	2,282	0	0
Plusvalía, neto	0	0	0	0	154,740	154,739
Total Activos No Corrientes	1,626,299	1,569,885	1,654,054	2,021,735	3,049,528	3,819,676

Fuente: Beltran, Gris y Asociados S. C. R. L., 2013, 2012, 2011; Paredes, Zaldivar, Burga y Asociados S. C. R. L., 2014.

Anexo 4. Alicorp S. A. A. Balance general 2009-2014, pasivos y patrimonio (en miles de soles)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Pasivos						
Pasivos Corrientes						
Otros pasivos financieros	268,348	166,404	12,967	387,559	69,530	577,097
Cuentas por pagar comerciales y otras	0	0	412,699	475,086		
Cuentas por pagar comerciales	237,435	312,039	382,666	444,546	543,885	725,496
Otras cuentas por pagar	57,519	54,149	27,591	28,266	71,223	73,918
Cuentas por pagar a entidades	28,290	11,127	2,442	2,274	21,513	9,762
Provisión por beneficios sociales	47,310	62,459	81,691	82,465	68,783	40,476
Instrumentos financieros derivados	0	0	0	0	6,588	185,342
Pasivos por impuestos a las ganancias	43,920	24,428	23,016	3,987	0	0
Total de Pasivos Corrientes	691,898	640,022	530,373	949,097	781,522	1,612,091
Pasivos No Corrientes						
Otros pasivos financieros	309,601	229,671	321,289	633,840	1,300,664	1,499,832
Provisión beneficios a los empleados	0	0	2,972	5,679	5,831	4,082
Pasivos por impuestos diferidos	43,003	52,729	86,560	73,181	100,322	86,765
Total Pasivos No Corrientes	352,604	282,400	410,821	712,700	1,406,817	1,590,679
Total de Pasivos	1,044,502	922,422	941,194	1,661,797	2,188,339	3,202,770
Patrimonio						
Capital social	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192
Acciones de inversión	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388
Otras reservas de capital	46,250	68,526	97,091	129,342	160,903	169,438
Resultados acumulados	422,218	576,821	823,159	944,151	1,101,904	1,001,240
Otras reservas del patrimonio	151,948	214,171	117,324	94,474	50,398	61,607
Total Patrimonio	1,474,996	1,714,098	1,892,154	2,022,547	2,167,785	2,086,865
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	2,519,498	2,636,520	2,833,348	3,684,344	4,356,124	5,289,635

Fuente: Beltran, Gris y Asociados S. C. R. L., 2013, 2012, 2011; Paredes, Zaldivar, Burga y Asociados S. C. R. L., 2014.

Anexo 5. Alicorp S. A. A. Estado de resultados 2009-2014 (en miles de soles)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos de actividades ordinarias	3,033,743	3,221,839	3,687,483	3,681,343	3,853,298	3,926,549
Costo de ventas	-2,147,555	-2,254,300	-2,730,352	-2,737,443	-2,852,471	-2,884,767
Utilidad Bruta	886,188	967,539	957,131	943,900	1,000,827	1,041,782
Gastos de ventas y distribución	-364,722	-373,392	-348,180	-367,903	-438,354	-524,385
Gastos de administración	-122,545	-135,713	-158,551	-174,198	-173,424	-207,552
Ganancia (pérdida) de la baja en activos financieros	310	3	0	171	0	0
Otros ingresos operativos	0	0	1,805	14,775	17,698	3,809
Otros gastos operativos	-45,646	-50,641	0	0	0	0
Otras ganancias (pérdidas)	0	0	0	0	0	0
Resultados de operaciones con derivados materias primas	0	0	0	0	-3,513	-171,928
Utilidad Operativa	353,585	407,796	452,205	416,745	403,234	141,726
Ingresos financieros	2,990	1,631	4,174	6,348	2,994	4,423
Gastos financieros	-42,866	-24,920	-22,474	-21,915	-80,505	-120,513
Diferencias de cambio neto	48,276	9,038	6,693	20,371	-117,019	-57,603
Otros ingresos (gastos) de las subsidiarias, neg. conjuntos	22,877	26,556	0	0	119,678	60,244
Utilidad antes de impuestos	335,335	422,646	431,675	407,355	328,382	28,277
Gasto por impuesto a las ganancias	-113,240	-141,796	-131,543	-149,342	-73,894	-17,524
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Cont.	222,095	280,850	300,132	258,013	254,488	10,753
Ganancia (pérdida) procedente de oper. discont, neta del Impuesto a las ganancias	665	4,797	22,378	57,600	63,419	-332
Utilidad del Ejercicio	222,760	285,647	322,510	315,613	317,907	10,421
Utilidad por Acción UPA						
Básica por acción ordinaria en operaciones continuadas	0.260	0.329	0.351	0.302	0.299	0.010
Básica por acción ordinaria en operaciones discontinuadas	0.001	0.006	0.026	0.067	0.074	0.000
Utilidad básica por acción	0.261	0.334	0.377	0.369	0.373	0.010

Fuente: Beltran, Gris y Asociados S. C. R. L., 2013, 2012, 2011; Paredes, Zaldivar, Burga y Asociados S. C. R. L., 2014.

Anexo 6. Proyecciones de Value Driver's 2015-2024

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1. Incremento anual de las ventas	5.16%	5.42%	5.69%	5.97%	6.27%	6.58%	6.91%	7.33%	7.77%	8.23%
2. Relación Costo de Ventas / Ventas	73.47%	73.47%	73.32%	73.17%	73.03%	72.88%	72.74%	72.59%	72.45%	72.30%
3. Relación Gastos Generales / Ventas	16.08%	15.74%	15.40%	15.07%	14.75%	14.43%	14.30%	14.17%	14.05%	13.93%
4. Tasa del Impuesto a al Renta	28%	28%	27%	27%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
5. Relación Caja / Costo de ventas	2.31%	2.31%	4.62%	4.76%	4.90%	5.05%	5.20%	5.36%	5.52%	5.68%
6. Cuentas por cobrar / Ventas	12.85%	12.85%	12.97%	13.10%	13.23%	13.37%	13.50%	13.64%	13.77%	13.77%
7. Relación Existencias / ventas netas	14.46%	14.17%	13.89%	13.61%	13.34%	13.07%	12.81%	12.55%	12.80%	13.06%
8. CAPEX MM soles	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
9. Relación Cuentas por pagar / Costo de vtas	16.56%	16.40%	16.23%	16.07%	15.91%	15.75%	15.59%	15.44%	15.28%	14.98%
10. Costo de la deuda antes de impuestos	4.16%	4.78%	4.78%	5.11%	5.11%	5.11%	5.11%	5.11%	5.11%	5.12%
11. Palanca Financiera	36.42%	37.32%	37.90%	39.57%	41.00%	43.88%	46.06%	47.82%	49.30%	53.31%
12. Tasa de crecimiento de los flujos a perpetuidad										3.00%
13. Tasa libre de riesgo	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%
14. Beta desapalancado sector alimentos	0.58	0.5841	0.5841	0.5841	0.5841	0.5841	0.5841	0.5841	0.5841	0.5841
15. Rentabilidad esperada del mercado	8.03%	8.03%	8.03%	8.03%	8.03%	8.03%	8.03%	8.03%	8.03%	8.03%
16. Beta Apalancado	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80

Fuente: Beltran, Gris y Asociados S. C. R. L., 2013, 2012, 2011; Paredes, Zaldivar, Burga y Asociados S. C. R. L., 2014.

Anexo 7. Alicorp S. A. A. Balance general proyectado 2015-2024, activos (en miles de soles)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Activos										
Activos Corrientes										
Efectivo y equivalentes al efectivo	70,088	73,885	155,909	169,837	185,530	203,271	223,397	246,468	273,035	303,774
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	530,396	559,128	596,840	638,810	685,658	738,113	797,035	864,000	940,429	1,017,867
Inventarios	597,033	616,787	638,832	663,445	690,949	721,715	756,180	795,365	874,294	965,212
Fondo de garantía para operaciones con derivados	60,672	63,959	67,461	71,347	75,670	80,491	85,884	91,993	98,941	106,874
Otros activos	75,284	79,362	83,876	88,886	174,966	100,679	167,640	181,466	174,503	134,755
Total de Activos Corrientes	1,333,473	1,393,120	1,542,919	1,632,325	1,812,772	1,844,269	2,030,136	2,179,293	2,361,202	2,528,483
Activos No Corrientes										
Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asoci.	2,234,232	2,234,232	2,295,883	2,359,869	2,426,296	2,495,275	2,566,925	2,641,370	2,918,740	3,005,089
Activo fijo	2,150,676	2,300,676	2,450,676	2,600,676	2,750,676	2,900,676	3,050,676	3,200,676	3,350,676	3,500,676
Depreciación acumulada	825,676	893,645	966,045	1,042,877	1,124,141	1,209,836	1,299,962	1,394,520	1,493,510	1,596,930
Activo fijo neto	1,325,000	1,407,031	1,484,631	1,557,799	1,626,535	1,690,840	1,750,714	1,806,156	1,857,166	1,903,746
Activos intangibles	107,143	100,521	106,733	113,330	144,402	183,992	234,436	298,711	190,304	202,066
Plusvalía	155,823	156,913	158,012	159,118	160,232	161,353	162,483	163,620	164,766	165,919
Otros activos	992	694	485	339	237	166	115	150,080	154,946	158,349
Total Activos No Corrientes	3,823,190	3,899,391	4,045,744	4,190,455	4,357,701	4,531,626	4,714,673	5,059,937	5,285,922	5,435,167
Total Activos	5,156,663	5,292,512	5,588,663	5,822,780	6,170,473	6,375,896	6,744,809	7,239,230	7,647,124	7,963,650

Fuente: Beltran, Gris y Asociados S. C. R. L., 2013, 2012, 2011; Paredes, Zaldivar, Burga y Asociados S. C. R. L., 2014.

Anexo 8. Alicorp S. A. A. Balance general proyectado 2015-2024, pasivos y patrimonio (en miles de soles)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Pasivos										
Pasivos Corrientes										
Otros pasivos financieros	313,476	335,528	353,903	374,289	396,965	422,257	450,548	482,599	519,049	560,665
Cuentas por pagar comerciales	502,409	524,329	547,514	573,262	601,912	633,859	669,564	710,024	756,013	800,297
Instrumentos derivados	185,342	92,671	46,336	23,168	23,168	23,168	23,168	23,168	23,168	23,168
Otros pasivos	127,523	134,431	141,794	149,962	159,047	169,180	180,515	193,356	144,684	155,031
Total de Pasivos Corrientes	1,128,751	1,086,959	1,089,546	1,120,681	1,181,092	1,248,465	1,323,795	1,409,147	1,442,914	1,539,161
Pasivos No Corrientes										
Otros pasivos financieros deuda largo plazo	1,862,626	1,883,008	2,289,383	2,196,535	2,221,069	2,247,147	2,274,705	2,303,686	2,334,042	2,094,379
Otros pasivos	287,065	347,252	91,369	201,768	238,540	82,495	39,527	64,361	100,266	84,919
Total Pasivos No Corrientes	2,149,691	2,230,260	2,380,752	2,398,303	2,459,608	2,329,642	2,314,232	2,368,046	2,434,309	2,179,299
Total de Pasivos	3,278,442	3,317,219	3,470,298	3,518,984	3,640,701	3,578,107	3,638,027	3,777,193	3,877,223	3,718,460
Patrimonio										
Capital social	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192
Acciones de inversión	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388
Resultados acumulados	1,023,641	1,120,712	1,263,784	1,449,216	1,675,192	1,943,208	2,252,202	2,607,456	2,915,321	3,390,610
Total Patrimonio	1,878,221	1,975,292	2,118,364	2,303,796	2,529,772	2,797,788	3,106,782	3,462,036	3,769,901	4,245,190
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	5,156,662	5,292,511	5,588,663	5,822,780	6,170,473	6,375,895	6,744,809	7,239,230	7,647,123	7,963,650

Fuente: Beltran, Gris y Asociados S. C. R. L., 2013, 2012, 2011; Paredes, Zaldivar, Burga y Asociados S. C. R. L., 2014.

Anexo 9. Alicorp S. A. A. Estado de resultados proyectado 2015-2024 (en miles de soles)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ventas	4,129,124	4,352,801	4,600,385	4,875,135	5,180,851	5,521,983	5,903,756	6,336,414	6,828,642	7,390,935
Costo de ventas	3,033,595	3,197,927	3,373,063	3,567,364	3,783,489	4,024,546	4,294,186	4,599,669	4,947,068	5,343,717
Utilidad Bruta	1,095,529	1,154,874	1,227,322	1,307,771	1,397,362	1,497,436	1,609,570	1,736,746	1,881,574	2,047,218
Gastos de ventas y distribución	452,391	468,552	486,537	506,571	528,917	553,878	592,171	635,569	684,941	741,342
Gastos de administración	211,712	216,485	221,935	228,134	235,167	243,132	252,143	262,502	274,407	288,093
Gastos por operaciones con derivados	185,342	92,671	46,336	23,168	23,168	23,168	23,168	23,168	23,168	23,168
Utilidad Operativa	246,083	377,166	472,515	549,898	610,111	677,259	742,088	815,507	899,058	994,616
Ingresos financieros	4,349	4,584	4,845	5,134	5,456	5,816	6,218	6,673	7,192	7,784
Gastos financieros	139,237	139,965	166,935	161,448	162,048	163,000	164,320	166,046	168,212	158,179
Diferencial cambiario (pérdida)	54,374	57,319	51,493	46,383	41,898	37,958	34,495	31,469	28,827	26,521
Depreciación	63,538	67,969	72,401	76,832	81,264	85,695	90,126	94,558	98,989	103,421
Participación en los ingresos de asociadas	45,126	49,949	55,430	61,677	68,822	77,022	86,464	97,441	110,260	125,307
Utilidad antes de impuestos	38,410	166,446	241,962	332,047	399,180	473,443	545,829	627,547	720,482	839,586
Impuestos	10,755	46,605	65,330	89,653	103,787	123,095	141,915	163,162	187,325	218,292
Utilidad Neta	27,655	119,841	176,632	242,394	295,394	350,348	403,913	464,385	533,157	621,294

Fuente: Beltran, Gris y Asociados S. C. R. L., 2013, 2012, 2011; Paredes, Zaldivar, Burga y Asociados S. C. R. L., 2014.

Anexo 10-A. Alicorp S. A. A. Flujo de caja libre 2015-2024 (en miles de soles)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos	4,129,124	4,352,801	4,600,385	4,875,135	5,180,851	5,521,983	5,903,756	6,336,414	6,828,642	7,390,935
Costo de Ventas	3,033,595	3,197,927	3,373,063	3,567,364	3,783,489	4,024,546	4,294,186	4,599,669	4,947,068	5,343,717
Gastos de Administración	211,712	216,485	221,935	228,134	235,167	243,132	252,143	262,502	274,407	288,093
Gastos de Ventas y distribución	452,391	468,552	486,537	506,571	528,917	553,878	592,171	635,569	684,941	741,342
Margen Operativo Bruto	431,425	469,837	518,851	573,066	633,279	700,427	765,256	838,675	922,226	1,017,784
Depreciación	63,538	67,969	72,401	76,832	81,264	85,695	90,126	94,558	98,989	103,421
EBIT	367,888	401,868	446,450	496,234	552,015	614,732	675,130	744,117	823,236	914,363
Impuestos	10,755	46,605	65,330	89,653	103,787	123,095	141,915	163,162	187,325	218,292
Margen sin deuda (NOPAT)	357,133	355,263	381,120	406,581	448,228	491,637	533,214	580,954	635,911	696,070
Depreciación (+)	63,538	67,969	72,401	76,832	81,264	85,695	90,126	94,558	98,989	103,421
NOF (-)	408,918	30,363	118,597	54,763	61,394	69,016	77,808	88,761	135,936	154,812
Inversiones (-) Capex	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
FCL	-138,248	242,869	184,924	278,650	318,098	358,316	395,532	436,751	448,965	494,679
Valor Residual de la Perpetuidad (VR)										8,974,214
Flujo Total (FCL + VR)	-138,248	242,869	184,924	278,650	318,098	358,316	395,532	436,751	448,965	9,468,894
WACC	7.64%	7.87%	8.14%	8.08%	8.26%	8.36%	8.46%	8.56%	8.66%	8.68%
FCL descontado	-128,430	208,722	146,227	204,184	213,899	221,295	223,964	226,342	212,586	4,120,017
Valor de la empresa	5,648,806									
Acciones en Circulación	847,192									
Precio de la acción	6.67									

Fuente: Beltran, Gris y Asociados S. C. R. L., 2013, 2012, 2011; Paredes, Zaldivar, Burga y Asociados S. C. R. L., 2014.

Anexo 11-B. Alicorp S. A. A. Flujo de caja libre para accionistas 2015-2024 (miles de soles)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
FCL	-138,248	242,869	184,924	278,650	318,098	358,316	395,532	436,751	448,965	494,679
Intereses pagados x (1-t)	-100,251	-100,775	-121,862	-117,857	-119,916	-120,620	-121,597	-122,874	-124,477	-117,053
Neto de deuda	-177,385	60,557	365,911	-60,641	60,167	65,576	71,427	78,421	86,228	-184,503
FCLE	-415,883	202,651	428,973	100,152	258,349	303,272	345,362	392,298	410,716	193,124
Ke	9.67%	9.69%	9.84%	9.81%	9.85%	9.87%	9.90%	9.93%	9.96%	9.89%
FCLE, Ke	-379,204	168,417	323,744	68,869	161,513	172,376	178,369	183,985	174,787	75,194

Fuente: Beltran, Gris y Asociados S. C. R. L., 2013, 2012, 2011; Paredes, Zaldivar, Burga y Asociados S. C. R. L., 2014.

Anexo 12. Rendimiento del accionista

Teoría CAPM											
$R_a = R_f + \beta_{im} * (R_m - R_f) + RP$											
Ra, Ke	8.77%										
Rf	4.27% Rendimiento Bono Soberano como promedio de las emisiones globales desde el año 2002 a Regresión lineal por MCO.										
β_{im}	0.5841 Beta desapalancado de la empresa Alicorp al mes de octubre 2015										
Rm	8.03% IGBVL 15.10.2015 página S&P Dow Jones Indices 10 años			8.03% IGBVL 04.06.2015 página S&P Dow Jones Indices 10 añ			12.35%				
Tasa R- país	230 puntos básicos al 13.10.2015 EMBI		2.30%								
Prima Riesgc	3.76%										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Beta desapalancado β_u		0.5841	0.5841	0.5841	0.5841	0.5841	0.5841	0.5841	0.5841	0.5841	0.5841
Beta apalancado		0.8252	0.8308	0.8685	0.8628	0.8723	0.8786	0.8854	0.8928	0.9010	0.8835
$\beta_{proy} = ((1+D/E \times (1-T)) \times \beta_u$											
D/E a Valores de Mercado		0.5733	0.5866	0.6670	0.6537	0.6669	0.6813	0.6970	0.7142	0.7332	0.6926
Impuestos T	30%	28%	28%	27%	27%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
Tasa libre de riesgo Rf		4.27%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%
Ke		9.67%	9.69%	9.84%	9.81%	9.85%	9.87%	9.90%	9.93%	9.96%	9.89%

Fuente: Beltran, Gris y Asociados S. C. R. L., 2013, 2012, 2011; Paredes, Zaldivar, Burga y Asociados S. C. R. L., 2014.

Anexo 13. Generación de escenarios 2015-2024: Escenario pesimista (en miles de soles)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos	3,955,701	4,169,984	4,407,169	4,670,379	4,963,255	5,290,060	5,655,798	6,070,285	6,541,839	7,080,515
Costo de Ventas	2,906,184	3,063,614	3,231,394	3,417,535	3,624,582	3,855,515	4,113,830	4,406,482	4,739,291	5,119,280
Gastos de Administración	202,820	207,393	212,613	218,552	225,290	232,920	241,553	251,477	262,882	275,993
Gastos de Ventas y distribución	433,391	448,873	466,102	485,295	506,703	530,615	567,300	608,875	656,174	710,205
Margen Operativo Bruto	413,306	450,104	497,059	548,997	606,681	671,009	733,115	803,450	883,492	975,037
Depreciación	63,538	67,969	72,401	76,832	81,264	85,695	90,126	94,558	98,989	103,421
BAIT	349,768	382,135	424,658	472,165	525,417	585,314	642,989	708,892	784,503	871,616
Impuestos	10,035	44,488	66,375	85,172	100,574	120,619	139,963	161,483	185,723	213,768
Margen Neto	339,733	337,647	358,283	386,993	424,843	464,695	503,026	547,410	598,779	657,848
Depreciación (+)	63,538	67,969	72,401	76,832	81,264	85,695	90,126	94,558	98,989	103,421
NOF (-)	408,918	30,363	118,597	54,763	61,394	69,016	77,808	88,761	135,936	154,812
Inversiones (-)	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
FCL	-155,648	225,253	162,087	259,062	294,713	331,375	365,344	403,206	411,833	456,457
Valor Residual de la Perpetuidad (VR)										8,280,806
Flujo Total (FCL + VR)	-155,648	225,253	162,087	259,062	294,713	331,375	365,344	403,206	411,833	8,737,263
WACC	7.64%	7.87%	8.14%	8.08%	8.26%	8.36%	8.46%	8.56%	8.66%	8.68%
FCL descontado	-144,594	193,583	128,169	189,830	198,174	204,656	206,870	208,958	195,004	3,801,676
Valor de la empresa	5,182,327									
Acciones en Circulación	847,192									
Precio de la acción Escenario pesimista	6.12									

Fuente: Beltran, Gris y Asociados S. C. R. L., 2013, 2012, 2011; Paredes, Zaldivar, Burga y Asociados S. C. R. L., 2014.

Anexo 14. Generación de escenarios 2015-2024: Escenario optimista (en miles de soles)

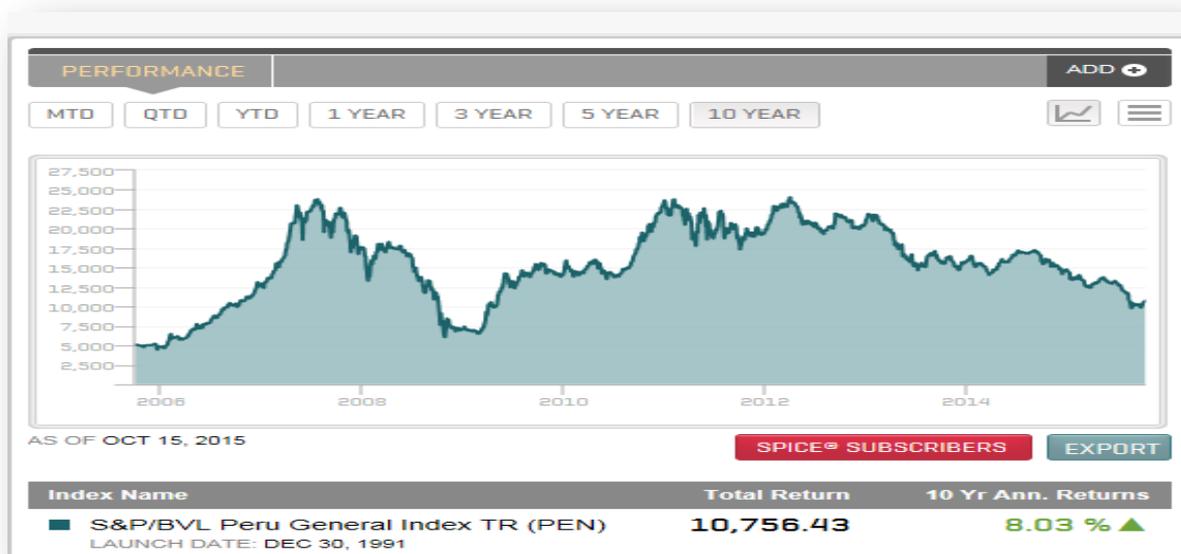
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos	4,302,547	4,535,619	4,793,601	5,079,890	5,398,447	5,753,906	6,151,714	6,602,544	7,115,445	7,701,354
Costo de Ventas	3,161,006	3,332,240	3,514,732	3,717,193	3,942,395	4,193,577	4,474,542	4,792,855	5,154,844	5,568,153
Gastos de Administración	220,604	225,578	231,256	237,715	245,044	253,343	262,733	273,528	285,933	300,193
Gastos de Ventas y distribución	471,392	488,231	506,971	527,847	551,132	577,141	617,043	662,263	713,709	772,478
Margen Operativo Bruto	449,545	489,570	540,642	597,135	659,876	729,845	797,397	873,899	960,959	1,060,530
Depreciación	63,538	67,969	72,401	76,832	81,264	85,695	90,126	94,558	98,989	103,421
BAIT	386,008	421,601	468,242	520,302	578,613	644,150	707,270	779,341	861,970	957,110
Impuestos	19,365	54,731	77,380	97,943	114,669	136,643	157,861	181,450	208,005	238,665
Margen Neto	366,643	366,870	390,862	422,360	463,944	507,506	549,409	597,891	653,965	718,445
Depreciación (+)	63,538	67,969	72,401	76,832	81,264	85,695	90,126	94,558	98,989	103,421
NOF (-)	408,918	30,363	118,597	54,763	61,394	69,016	77,808	88,761	135,936	154,812
Inversiones (-)	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
FCL	-128,738	254,476	194,666	294,429	333,813	374,186	411,727	453,687	467,019	517,054
Valor Residual de la Perpetuidad (VR)										9,380,122
Flujo Total (FCL + VR)	-128,738	254,476	194,666	294,429	333,813	374,186	411,727	453,687	467,019	9,897,176
WACC	7.64%	7.87%	8.14%	8.08%	8.26%	8.36%	8.46%	8.56%	8.66%	8.68%
FCL descontado	-119,595	218,698	153,930	215,746	224,467	231,096	233,134	235,119	221,135	4,306,367
Valor de la empresa	5,920,096									
Acciones en Circulación	847,192									
Precio de la Acción Escenario optimista	6.99									

Elasticidad		
	Optimista /N	Pesimista/N
VAN	1.0480	0.9174
TIR	1.1191	0.7423
Variación del VAN	8.26%	
Variación de las Ventas	4.20%	
Elasticidad	1.9662	
Sensibilidad	50.86%	

Análisis de Escenarios			
En (000)	Escenario Base	Escenario Optimista	Escenario Pesimista
Valor de la empresa	5,648,805.68	5,920,095.65	5,182,326.77
Acciones	847,192	847,192	847,192
Valor de la acción	6.67	6.99	6.12
Valor de mercado al 15.06.2015	5.85	5.85	5.85
Variación del VAN	-	4.80%	-8.26%

Fuente: Beltran, Gris y Asociados S. C. R. L., 2013, 2012, 2011; Paredes, Zaldivar, Burga y Asociados S. C. R. L., 2014.

Anexo 15. Rendimiento de mercado: Índice General Bolsa de Valores de Lima (diez años)



Fuente: Bolsa de Valores de Lima, 2015b.

Anexo 16. Tasa libre de riesgo: Rendimiento bonos soberanos globales 2002-2015

EMISIONES INTERNACIONALES DE BONOS JUNIO 2015													Rend. Bonos Promedios	
Tipo	Nº	Mes	Norma Legal	Denominación	Fecha de Colocación	Fecha de Emisión	Plazo (original)	Moneda	Monto Emitido	Tasa de Colocación (%)	Tasa Cupón (%)	Fecha de Vencimiento		
2002														
OE	1	FEB	D.S. N° 021-2002-EF	Bono Peru 2012	07-feb-02	21-feb-02	10 años	USD	500,000,000	9.4810	9.1250	21-feb-12	0.26	9.4810%
OAD 1/		FEB	D.S. N° 021-2002-EF	Bono Peru 2012	07-feb-02	21-feb-02	10 años	USD	922,983,000	9.4810	9.1250	21-feb-12	0.48	9.4810%
OE	2	DIC	D.S. N° 182-2002-EF	Bono Peru 2008	25-nov-02	03-dic-02	5 años	USD	500,000,000	9.3500	9.1250	15-ene-08	0.26	9.3500%
Total									USD	1,922,983,000			0.26	9.3500%
2003														
OE	1	FEB	D.S. N° 007-2003-EF	Bono Peru 2015	30-ene-03	06-feb-03	12 años	USD	500,000,000	10.1000	9.8750	06-feb-15	0.40	10.1000%
OE	2	MAR	D.S. N° 027-2003-EF	Bono Peru 2015	03-mar-03	10-mar-03	12 años	USD	250,000,000	9.4300	9.8750	06-feb-15	0.20	9.4300%
OE	3	NOV	D.S. N° 165-2003-EF	Bono Peru 2033	14-nov-03	21-nov-03	30 años	USD	500,000,000	8.8360	8.7500	21-nov-33	0.40	8.8360%
Total									USD	1,250,000,000			0.40	9.4604%
2004														
OE	1	MAY	D.S. N° 055-2004-EF	Bono Peru 2016	26-abr-04	03-may-04	12 años	USD	500,000,000	8.3950	8.3750	03-may-16	0.43	8.3960%
OE	2	OCT	D.S. N° 135-2004-EF	Bono Peru 2014	06-oct-04	14-oct-04	10 años	EUR	650,000,000	7.5500	7.5000	14-oct-14	0.57	7.5500%
Total									USD	500,000,000			0.43	8.3960%
									EUR	650,000,000			0.57	7.5500%
													0.43	7.9178%
2005														
OE	1	FEB	D.S. N° 015-2005-EF	Bono Peru 2033	27-ene-05	03-feb-05	30 años	USD	400,000,000	8.1370	8.7500	21-nov-33	0.24	8.1370%
OAD 2/	2	JUL	D.S. N° 080-2005-EF	Bono Peru 2025	13-jul-05	19-jul-05	20 años	USD	750,000,000	7.3500	7.3500	21-jul-25	0.45	7.3500%
OAD 2/	3	DIC	D.S. N° 162-2005-EF	Bono Peru 2025	12-dic-05	15-dic-05	20 años	USD	500,000,000	7.2500	7.3500	21-jul-25	0.30	7.2500%
Total									USD	1,650,000,000			0.30	7.5105%

2007														
Tipo	N°	Mes	Norma Legal	Denominación	Fecha de Colocación	Fecha de Emisión	Plazo (original)	Moneda	Monto Emitido	Tasa de Colocación (%)	Tasa Cupón (%)	Fecha de Vencimiento		
OAD 1/	1	MAR	D.S. N° 014-2007-EF	Bono Peru 2018	23-feb-07	14-mar-07	12 años	USD	832,895,000		8.2750	03-may-16	0.39	8.3750%
				Bono Peru 2033	23-feb-07	14-mar-07	30 años	USD	84,836,000		8.7500	21-nov-33	0.04	8.7500%
				Bono Peru 2037	23-feb-07	14-mar-07	30 años	USD	1,201,667,000		6.5500	14-mar-37	0.57	6.5500%
Total									USD	2,119,398,000				7.3476%
2009														
Tipo	N°	Mes	Norma Legal	Denominación	Fecha de Colocación	Fecha de Emisión	Plazo (original)	Moneda	Monto Emitido	Tasa de Colocación (%)	Tasa Cupón (%)	Fecha de Vencimiento		
OE	1	MAR	D.S. N° 065-2009-EF	Bono Peru 2019	25-mar-09	30-mar-09	10 años	USD	1,000,000,000	7.1950	7.1250	30-mar-19	0.50	7.1960%
OAD 2/	2	JUL	D.S. N° 062-07, 065-09-EF	Bono Peru 2025	06-jul-09	09-jul-09	20 años	USD	1,000,000,000	6.9500	7.3500	21-jul-25	0.50	6.9500%
Total									USD	2,000,000,000				7.0730%
2010														
Tipo	N°	Mes	Norma Legal	Denominación	Fecha de Colocación	Fecha de Emisión	Plazo (original)	Moneda	Monto Emitido	Tasa de Colocación (%)	Tasa Cupón (%)	Fecha de Vencimiento		
OAD 1/	1	ABR	D.S. N° 102-2010-EF	Bono Peru 2033	15-abr-10	29-abr-10	30 años	USD	1,260,803,000	6.1600	6.7500	21-nov-33	0.57	6.1600%
OEOAD 3/	2	NOV	D.S. N° 223-2010-EF	Bono Peru 2050	10-nov-10	18-nov-10	40 años	USD	1,000,000,000	5.8750	5.8250	18-nov-50	0.44	5.8750%
Total									USD	2,260,803,000				6.0884%
2012														
Tipo	N°	Mes	Norma Legal	Denominación	Fecha de Colocación	Fecha de Emisión	Plazo (original)	Moneda	Monto Emitido	Tasa de Colocación (%)	Tasa Cupón (%)	Fecha de Vencimiento		
OE	1	FEB	D.S. N° 020-2012-EF	Bono Peru 2050	25-ene-12	01-feb-12	40 años	USD	500,000,000	5.3600	5.6250	18-nov-50	1.00	5.3600%
Total									USD	500,000,000				
2014														
Tipo	N°	Mes	Norma Legal	Denominación	Fecha de Colocación	Fecha de Emisión	Plazo (original)	Moneda	Monto Emitido	Tasa de Colocación (%)	Tasa Cupón (%)	Fecha de Vencimiento		
OE 4/	1	NOV	D.S. N° 298-2014-EF	Bono Peru 2050	30-oct-14	07-nov-14	40 años	USD	500,000,000	4.9000	5.8250	18-nov-50	1.00	4.9000%
Total									USD	500,000,000				
2015														
Tipo	N°	Mes	Norma Legal	Denominación	Fecha de Colocación	Fecha de Emisión	Plazo (original)	Moneda	Monto Emitido	Tasa de Colocación (%)	Tasa Cupón (%)	Fecha de Vencimiento		
OE 5/	1	MAR	D.S. N° 053-2014-EF	Bono Peru 2050	19-mar-15	26-mar-15	40 años	USD	545,400,000	4.7200	6.6250	18-nov-50	1.00	4.7280%
Total									USD	545,400,000				

Fuente y elaboración: Ministerio de Economía y Finanzas, 2015.

Anexo 17. Indicador de sensibilidad beta sectorial

COMPAÑÍA	Beta		TRBC Economic Sector	TRBC Business Sector Code	TRBC Industry Group Code
	BETA apalancado	desapalancado			
Credicorp Ltd	0.75	0.088010011	Financials	Banking & Investment Services	Banking Services
Union de Cervecerias Peruanas Backus y Johnston SAA	0.03	0.022681189	Non-Cyclical Consumer Goods & Services	Food & Beverages	Beverages
BBVA Banco Continental SA	0.77	0.193251011	Financials	Banking & Investment Services	Banking Services
Scotiabank Peru SAA	0.95	0.228263842	Financials	Banking & Investment Services	Banking Services
Intercorp Financial Services Inc	0.65	0.073660618	Financials	Banking & Investment Services	Financial Services
Edegel SAA	0.88	0.733404798	Utilities	Utilities	Electric Utilities
Alicorp SAA	0.80	0.584181414	Non-Cyclical Consumer Goods & Services	Food & Beverages	Food & Tobacco
InRetail Peru Corp	0.25	0.101745745	Non-Cyclical Consumer Goods & Services	Food & Drug Retailing	Food & Drug Retailing
Ferreycorp SAA	1.05	0.50398957	Industrials	Industrial Goods	Automotive, Equipment & Components

Fuente y elaboración: Icesi, 2015.

Anexo 18. Principales indicadores financieros

Valor de la empresa: $VL = VP\ FCL\ proyección + VP\ FCL\ a\ perpetuidad$

Flujo de Caja Libre (*free cash flow*) (*FCL*): $FCL \Rightarrow Margen\ Operativo\ Bruto - Depreciación\ (del\ periodo) = BAIT - Intereses - Impuestos = BDT + Depreciación\ (del\ periodo) - Incremento\ de\ NOF - Inversiones = FCL$

Valor de las Acciones (*E*): Es el valor actual neto de los flujos esperados para las acciones descontados a la rentabilidad exigida a las acciones (R_e)

$$E_0 = VA_0 (CF_{act}; R_e)$$

Valor de la Deuda (*D*): Es el valor actual neto de los flujos esperados para la deuda (*CFd*) descontados a la rentabilidad exigida a la deuda (R_d).

$$D_0 = VA_0 (CF_{dt}; R_{dt})$$

$$CF_{dt} = D_{t-1} R_{dt} - (D_t - D_{t-1})$$

WACC (*weighted average cost of capital*): Costo promedio ponderado del capital, traducido como el “coste ponderado de los recursos”; es la tasa de descuento utilizada para actualizar el flujo de caja libre, que permite definir el ejercicio de valoración de la empresa. Se debe precisar que no es un coste ni una rentabilidad exigida, sino un promedio ponderado entre un coste y una rentabilidad exigida.

$$WACC = R_d (1-t) * D / (E + D) + R_e * E / (E + D)$$

CAPM (*capital assets pricing model*): Modelo de valuación de los activos de capital; permite determinar el rendimiento exigido por los accionistas

$$R_a = R_f + \beta_{im} * (R_m - R_f)$$

Beta (β): Indicador de sensibilidad de un activo financiero ante cambios en el mercado

$$\beta_{im} = Cov(i, m) / Var(m)$$

Beta Desapalancado (β_u) = $1 / ((1 + D/E) \times (1-t)) \times \beta\ Equity$

Beta Apalancado (β_L) = $(1 + D/E) \times (1-t) \times \beta\ Industria$

Tasa de crecimiento a perpetuidad (g): $g = (Var.\ Activos + Var.\ NWC) / NOPAT \times (NOPAT / Assets)$

NWC : *New working capital*, capital de trabajo.

NOPAT: EBIT (*Earning before interest and taxes*, utilidad antes de intereses e impuestos) – Impuestos operacionales

Assets: Activos tangibles operativos.

Valor presente del valor terminal: $Vt_n = (FCL_n \times (1-g)) / (WACC-g)$