



“VALORIZACIÓN KING ZIPPER SAC”

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

Presentado por

Sr. Juan Francisco Mori Arellano

Sr. Miguel Ángel Girano García

2016

Dedicamos este trabajo principalmente a nuestras familias, sin cuyo apoyo y sacrificio no hubiese sido posible la culminación de nuestros estudios. También, a nuestros profesores del programa, que supieron transmitirnos sus conocimientos y experiencia para poder desarrollarnos eficientemente en nuestra vida profesional. Por último, a la Universidad del Pacífico, por brindarnos esta oportunidad de capacitarnos en una de las universidades más prestigiosas del país.

Resumen ejecutivo

La valorización de empresas se ha convertido, hoy por hoy, en una valiosa herramienta de evaluación de gestión para los accionistas, puesto que una gerencia que no agrega valor a su inversión, dada la alta competencia entre las empresas que producen bienes o servicios similares, está condenada al fracaso y, por tanto, pone en riesgo su inversión.

La valorización de empresas adquiere mayor importancia cuando la empresa necesita de mayor inyección de capital y esto no puede ser solventado por los accionistas. Por ello, es indispensable ingresar al mercado de capitales, a fin de conseguir los fondos necesarios para su crecimiento. De este modo, se hace necesario demostrar a los potenciales inversionistas el valor que la empresa pueda generar en el futuro.

El proceso de valorización de una empresa implica estudiar su pasado y su presente, para que, a través de la comprensión de su evolución, sea posible proyectar su futuro utilizando los métodos de valorización de empresas que existen. Para el caso del presente trabajo, se ha tomado el de flujo de caja descontado, porque, a decir de Pablo Fernández (2008), «es uno de los métodos conceptualmente correctos para valorar empresas con expectativas de continuidad puesto que consideran a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y por ello, sus acciones y su deuda son valorables como otros activos financieros».

El presente trabajo ha sido dividido en cinco capítulos. En la introducción se explican los motivos que han llevado a realizar la valorización de King Zipper S.A. (KZ). Además, se dan a conocer el método de valorización escogido y las razones que llevaron a escoger el método. Por último, se explican los objetivos y se plantean las hipótesis que serán demostradas en el desarrollo de la investigación.

En el segundo capítulo, marco teórico, se describe el proceso que conlleva la valorización de empresas bajo el método de flujos de caja descontado, y los insumos necesarios que se deben conseguir para llegar a saber el valor de la misma.

El tercer capítulo, antecedentes, trata el perfil de la empresa. Ahí se desarrolla una breve historia de la misma. Asimismo, se realiza un análisis de las Fortalezas, Debilidades, Oportunidades y Amenazas. También se da a conocer el plan estratégico de KZ. Del mismo modo, se realiza un análisis macroeconómico de la situación del país, para luego pasar a analizar el sector manufactura.

En el cuarto capítulo, análisis financiero, se analiza la información financiera de la empresa desde el año 2007 al 2015. Se revisan la evolución de las ventas, el comportamiento del margen bruto, la rentabilidad, la generación del flujo operativo (EBIT), entre otros. A través de la comprensión de estas ratios, se podrá proyectar los ingresos futuros en un horizonte de cinco (5) años.

El quinto capítulo, valorización de la empresa, trata el proceso en sí de valorización de la empresa bajo el método de flujo de caja descontado. Aquí se podrá conocer el valor de la empresa, el valor fundamental, así como su valor, tanto en un escenario optimista como pesimista. Asimismo, se realizarán simulaciones y análisis de sensibilidad.

Finalmente, se presentan las conclusiones y recomendaciones que ha dado como fruto el presente trabajo de investigación.

Índice

Índice de cuadros -----	i
Índice de gráficos -----	ii
Índice de anexos -----	iii
Capítulo I. Introducción y Marco Teórico -----	1
1. Introducción -----	1
2. Marco teórico -----	2
2.1. Valorización-----	2
2.2. Método de valorización-----	3
Capítulo II. Análisis de la empresa -----	8
1. Descripción de la Empresa -----	8
Capítulo III. Análisis del sector -----	12
1. Análisis PESTE políticas, económicas, sociales, tecnológicas y ecológicas) -----	12
1.1. Actividad política (P)-----	12
1.2. Fuerzas económicas (E)-----	15
1.3. Fuerzas sociales, culturales y demográficas (S)-----	22
1.4. Fuerzas tecnológicas y científicas (T)-----	25
1.5. Fuerzas ecológicas y ambientales (E)-----	26
1.6. Fuerzas competitivas (C)-----	29
2. Análisis del sector manufactura -----	30
2.1. Análisis PORTER-----	33
2.2. Análisis FODA-----	34
2.3. Análisis de riesgos-----	35
2.4. Plan estratégico KZ-----	37
Capítulo IV. Análisis Financiero -----	40
1. Rentabilidad y ventas -----	40
2. Solvencia y endeudamiento -----	42
3. Liquidez y calidad de activos -----	43
4. CAPEX -----	45
5. Política de Dividendos -----	45
6. Análisis Financiero (Horizontal y Vertical) -----	45
Capítulo V. Valorización -----	54
1. Cálculo del WACC -----	54

2. Supuestos	58
3. Necesidades Operativas de Fondo	58
4. Proyección de Estados Financieros	62
5. Modelo	65
6. Escenarios	68
<i>Capítulo VI. Conclusiones y recomendaciones</i>	71
<i>Bibliografía</i>	72
<i>Anexos</i>	74
<i>Nota biográfica</i>	82

Índice de cuadros

<i>Cuadro 1. Organigrama de KZ</i>	11
<i>Cuadro 2. Tasa de desempleo urbano</i>	23
<i>Cuadro 3. Tasa de analfabetismo de la población</i>	24
<i>Cuadro 4. Cinco fuerzas de PORTER de KZ</i>	33
<i>Cuadro 5. Análisis FODA de King Zipper S.A.C.</i>	34
<i>Cuadro 6. Ventas de mercado potencial</i>	37
<i>Cuadro 7. Rentabilidad de King Zipper</i>	41
<i>Cuadro 8. Indicadores anualizados</i>	42
<i>Cuadro 9. Liquidez de King Zipper</i>	45
<i>Cuadro 10. Análisis vertical – Balance general de King Zipper</i>	49
<i>Cuadro 11. Análisis vertical - Estado de resultados de King Zipper</i>	50
<i>Cuadro 12. Análisis horizontal – Balance general de King Zipper</i>	52
<i>Cuadro 13. Análisis horizontal - Estado de resultados de King Zipper</i>	53
<i>Cuadro 14. Variación de la Tasa de Impuesto a la Renta</i>	55
<i>Cuadro 15. Tasa de descuento (WACC)</i>	57
<i>Cuadro 16. Conversión de efectivo de King Zipper</i>	60
<i>Cuadro 17. Variables para estimar el Capital de Trabajo</i>	61
<i>Cuadro 18. Capital de trabajo de King Zipper</i>	61
<i>Cuadro 19. Capital de trabajo proyectado</i>	62
<i>Cuadro 20. Estado de Resultados (2007 - 2020)</i>	63
<i>Cuadro 21. Balance General (2007 - 2020)</i>	64
<i>Cuadro 22. Valorización de KZ y FCD</i>	65
<i>Cuadro 23. Flujo de Caja proyectado</i>	68
<i>Cuadro 24. Flujo de Caja - escenario optimista</i>	69
<i>Cuadro 25. Flujo de Caja - escenario pesimista</i>	70

Índice de gráficos

<i>Gráfico 1. Tasa de crecimiento del PBI y demanda interna</i>	16
<i>Gráfico 2. Crecimiento de consumo e inversión privada</i>	17
<i>Gráfico 3. Tipo de cambio</i>	20
<i>Gráfico 4. Inflación y tasa de referencia BCRP</i>	21
<i>Gráfico 5. PBI del sector manufactura</i>	31
<i>Gráfico 6. Ventas US\$ (millones) de King Zipper S.A.C</i>	32
<i>Gráfico 7. Exportaciones por países de cierres</i>	38
<i>Gráfico 8. Destino de exportaciones de cierre</i>	39
<i>Gráfico 9. Evolución de niveles de ventas</i>	40
<i>Gráfico 10. Endeudamiento de King Zipper.</i>	43
<i>Gráfico 11. Evolución del capital de trabajo</i>	44

Índice de anexos

<i>Anexo 1. Estados financieros</i> -----	75
<i>Anexo 2. Estados de ganancias y pérdidas</i> -----	76
<i>Anexo 3. Estados de flujo de efectivo</i> -----	77
<i>Anexo 4. Análisis vertical balance general</i> -----	78
<i>Anexo 5. Análisis vertical del estado de ganancias y pérdidas</i> -----	79
<i>Anexo 6. Análisis horizontal del balance general</i> -----	80
<i>Anexo 7. Análisis horizontal del estado de ganancias y pérdidas</i> -----	81

Capítulo I. Introducción y Marco Teórico

1. Introducción

La empresa King Zipper se encarga de la venta y exportación de cierres y elásticos. Ha alcanzado ventas superiores a los S/ 93 millones al final del 2015. El crecimiento de las ventas ha sido fuerte en los últimos años, pero ha alcanzado un nivel estable en los dos últimos períodos, por lo que se hace necesario para los inversionistas conocer si las acciones que viene realizando la Gerencia General han tenido un impacto importante en la rentabilidad del capital invertido. Por tal motivo, para analizar la rentabilidad, es imprescindible conocer cuál es el valor fundamental de la empresa.

Para los accionistas de la empresa es de suma importancia conocer cuánto vale su empresa hoy en día, pues la estructura financiera ha venido variando y existen señales de que el crecimiento se ha suavizado en los últimos años. Así lo demuestran los cambios en los Activos y Patrimonio y la evolución del nivel de ventas y utilidad neta. Asimismo, también es de suma importancia conocer de manera precisa lo que ha pasado y lo que en la actualidad constituye la real situación de la empresa, para sugerir a la Gerencia General acciones a tomar con miras a aumentar el valor de la compañía.

En este trabajo se realiza un análisis integral de valorización cuantitativa y cualitativa de forma detallada, ante la posible decisión de invertir capital, recapitalizar el patrimonio o adoptar medidas correctivas pertinentes por parte de sus accionistas, y ver cómo ello impacta en el valor fundamental.

Por lo tanto, se hace necesario escoger un método de valorización para una empresa en marcha y que está en una etapa madura. El método escogido es el método de flujo de caja libre descontado, cuya variable clave es la tasa de crecimiento de las ventas, la cual es la variable líder para una empresa consolidada como esta. Además, debido al apalancamiento importante que tiene la compañía, lo más adecuado sería utilizar el flujo de caja libre para la empresa, para así no distorsionar el flujo final por los pagos de intereses. Por las características antes señaladas, este método es preferible para empresas grandes y con importante apalancamiento que no cotizan en bolsa.

El objetivo principal de este trabajo es determinar el valor fundamental de la empresa y del patrimonio de la misma, para así evaluar la rentabilidad que ha tenido para los accionistas. Con la valorización de la empresa se podrán analizar distintos escenarios que permitirán estimar la rentabilidad futura

potencial para los inversionistas, que resultará de las medidas que adopte la Gerencia General. Por ende, también se podrá analizar si las acciones que toma la Gerencia General tienen un impacto positivo en el valor de la empresa.

La principal hipótesis general de este trabajo es que el valor de la empresa es de S/ 90 millones, lo que es un reflejo del crecimiento futuro proyectado de las ventas. Asimismo, el crecimiento de la compañía se reflejará también en un mayor valor fundamental del patrimonio, es decir, lo que corresponde a los accionistas.

2. Marco teórico

2.1. Valorización

Las valorizaciones, tal como su nombre lo dice, son valores indicativos que buscan fijar un precio a una empresa. Son de mucha utilidad cuando se hacen procesos de adquisición y fusión de empresas, listado en bolsa y venta de acciones de empresas privadas. Asimismo, sirve como herramienta para determinar si una empresa está sobre o subvaluada en el mercado financiero y, de esta manera, permite al inversionista hacer un juicio acerca de comprar/vender acciones de la empresa evaluada; y también, medir la performance de sus estrategias y actividades de negocio (PricewaterhouseCoopers, 2014).

En el caso de King Zipper S.A.C, se está realizando una valorización con el objetivo de tener un precio referencial de la misma. A partir de ello, el accionista puede medir la rentabilidad de la estrategia que se está ejecutando y decidir qué hacer en el futuro.

En esta oportunidad, el método a utilizar para la valorización será el Flujo de Caja Libre para la Empresa (FCFF, en sus siglas en inglés), debido a las características de empresa madura. De hecho, sus flujos son relativamente predecibles y mantiene un nivel de deuda importante, lo cual podría afectar los flujos proyectados en caso se valore por otro método, como el Flujo de Caja Libre para el Accionista (FCFE, en sus siglas en inglés).

2.2. Método de valorización

La valorización por medio del FCFF utiliza los flujos disponibles para todos los proveedores de capital (accionistas y acreedores), una vez que se hayan pagado todos los gastos operativos y gastos necesarios para mantener la capacidad productiva. Los flujos de la empresa son descontados al costo de capital promedio, lo que permite obtener el valor de los activos operativos de la firma, al cual se añaden los activos no-operativos (disponible e inversiones en valores) para conseguir como resultado el valor final de la compañía (Damodaran, 2012).

$$\text{Valor de la Firma} = \frac{\text{FCFF}_{t+1}}{(\text{WACC} - g_n)} + \text{Disponible}$$

A partir de esta fórmula, se puede hallar también el valor del patrimonio de la empresa, el cual viene dado de la siguiente manera:

$$\text{Valor del Patrimonio} = \text{Valor de la Firma} - \text{Valor de Mercado de la Deuda}$$

Este método de valorización es preferible para empresas que tienen un apalancamiento significativo, ya que no es necesario sacar del flujo los pagos que corresponden a los intereses y el principal de la deuda. También es preferible al Flujo de Caja Libre para el accionista (FCFE, en sus siglas en inglés) porque se puede estimar la tasa de crecimiento de los flujos sin que esté sesgada por los pagos de deuda. Y, por último, permite analizar cómo la estructura de capital cambia en el tiempo (Forsyth, 2007).

La fórmula del cálculo de los flujos es la siguiente:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} (1 - T) + \text{Depreciación} - \text{Inversiones de Capital} \\ - \text{Cambio en Capital de Trabajo sin cuentas de Efectivo}$$

$$\text{EBIT} = \text{Utilidad Operativa (Utilidad antes de impuestos e intereses)}$$

$$T = \text{Tasa de impuesto efectiva}$$

Como se mencionó anteriormente, esta fórmula muestra cuál es el flujo que se obtiene de la utilidad operativa luego de pagar impuestos y realizar las inversiones necesarias para que la empresa siga operando de manera normal. Con este flujo se puede pagar a los accionistas y acreedores.

La inversión de capital es el monto en efectivo que se destina cada año al incremento de activo fijo o la compra de activos intangibles que son fundamentales para la operación de la empresa; mientras que la depreciación (y amortización) es el gasto contable en que se incurre en cada período por el uso de estos activos. Como se observa en la fórmula, la depreciación debe ser sumada porque es un gasto que se ha realizado, pero que no generó ninguna salida de efectivo en su momento.

El capital de trabajo es la diferencia entre los activos corrientes y pasivos corrientes de la empresa. Sin embargo, en valorizaciones se debe utilizar el “capital de trabajo sin efectivo”, es decir, no se debe considerar el disponible ni inversiones de negociación, porque (i) parte de estos montos puede que no tengan que ver con las actividades operativas del período y (ii) la parte que sí involucra la operatividad del negocio ya está incluida en el EBIT (a través de las ventas). Tampoco se deben considerar la deuda a corto plazo ni a largo plazo que pague intereses, pues estas serán consideradas en el cómputo del costo de capital que se realizará más adelante.

Los flujos de caja tienen que ser descontados a un costo, el Costo ponderado del Capital (WACC, por sus siglas en inglés), el cual se define como:

$$\text{WACC} = \left(\frac{\text{D}}{\text{D} + \text{E}} \right) \times \text{COK}_D \times (1 - \text{T}) + \left(\frac{\text{E}}{\text{D} + \text{E}} \right) \times \text{COK}_E$$

Donde:

$$\left(\frac{\text{D}}{\text{D} + \text{E}} \right) = \text{Peso ponderado de la deuda}$$

$$\left(\frac{\text{E}}{\text{D} + \text{E}} \right) = \text{Peso ponderado del patrimonio}$$

$$\text{COK}_D \times (1 - \text{T}) = \text{Costo de deuda después de impuestos}$$

$\text{COK}_E = \text{Costo del patrimonio}$

La metodología WACC pondera el costo de patrimonio de la empresa y el costo de la deuda, considerando la estructura de financiamiento a valor de mercado. En este sentido, se debe precisar que la deuda a considerar contempla tanto la deuda a corto y largo plazo que devengue intereses y los arrendamientos operativos. En el caso del patrimonio, se incluyen las acciones comunes y preferentes (Damodaran, 2012).

Existen tres alternativas para estimar el peso de la deuda y del patrimonio de la empresa. Dado que la estructura financiera debe reflejar la manera por la que se obtendría nuevo capital, se puede utilizar (i) el valor de mercado actual de la deuda y patrimonio, (ii) alguna tendencia que se observe en la estructura de capital, considerando los valores de mercado, y (iii) las estructuras de empresas comparables. En el caso de empresas que no coticen en bolsa, se pueden utilizar valores de mercado estimados que tengan como base el valor en libros (Kaplan, 2009).

El costo del patrimonio es la rentabilidad exigida por el accionista, la cual se define de la siguiente manera:

$$\text{COK}_E = r_f + \beta \times (R_M - r_f) + (\text{Riesgo País}) \times \lambda$$

r_f = Tasa libre de riesgo

β = Sensibilidad de la firma al riesgo de mercado

$(R_M - r_f)$ = Prima de riesgo de mercado

λ = Sensibilidad del mercado bursátil al riesgo país (aplica para países emergentes)

Bajo esta fórmula, el inversionista define la rentabilidad sobre la acción de una empresa determinada como la suma de una tasa libre de riesgo, una prima de mercado y un spread por riesgo país ajustado por un factor de volatilidad.

Sobre estas variables, hay algunas precisiones que hacer. En la estimación de la tasa libre de riesgo, se recomienda escoger la tasa de rendimiento de un bono con cero riesgos por default, cuya duración sea igual a la de los flujos de caja a descontar. Por lo general, se escogen los bonos del tesoro americano con plazos largos. Además, se recomienda utilizar el rendimiento actual del bono como rentabilidad mínima esperada a recibir en el momento en que se realiza la inversión.

La prima por riesgo de mercado es el rendimiento adicional que un inversionista debe pedir por invertir en un activo con riesgo. La práctica señala que la mejor manera de medir la exposición es a través de una aproximación histórica, en la que la diferencia entre el promedio aritmético del rendimiento del S&P 500 y el promedio aritmético del rendimiento de la tasa libre de riesgo es la rentabilidad adicional que el inversionista debe exigir Kasper (1997).

Este rendimiento adicional es el rendimiento promedio que debe solicitar el inversionista; sin embargo, para el cálculo del costo del patrimonio, se debe especificar el rendimiento para una empresa en específico. La variable que determina qué nivel de rendimiento se debe exigir a partir del rendimiento promedio del mercado es β . Para el cálculo de esta variable, lo ideal sería realizar una regresión entre el rendimiento de la acción de una empresa con la prima por riesgo. Sin embargo, no todas las empresas poseen data suficiente como para hacer este cálculo, por lo que el resultado suele ser estadísticamente no significativo. Por tal motivo, se suele usar el valor β promedio de la industria en la que se encuentre la empresa en análisis.

El valor de β promedio de la industria suele estar apalancado, es decir, está influenciado por la ratio de apalancamiento o la estructura de financiación promedio del sector. Por tal motivo, β se debe corregir para que refleje la estructura de apalancamiento correspondiente a la empresa en evaluación. En este sentido, se debe hacer un proceso de “des-apalancamiento” para obtener un valor β limpio de la estructura financiera promedio, y luego volver a “apalancar” utilizando los pesos de la empresa en evaluación:

$$\beta_{\text{No apalancado}} = \beta_{\text{Industria}} \times \left(\frac{1}{1 + (1 - T) \times \frac{D_{\text{Industria}}}{E_{\text{Industria}}}} \right)$$

$$\beta_{\text{Apalancado}} = \beta_{\text{No apalancado}} \times \left(1 + (1 - T) \times \frac{D_{\text{Empresa}}}{E_{\text{Empresa}}} \right)$$

El Riesgo país trata de medir a cuánto asciende la rentabilidad adicional que el inversionista ha de requerir por invertir en un país distinto al del activo libre de riesgo. Un buen indicador de esta rentabilidad extra es el EMBI+, el cual mide un promedio entre los spreads de la curva de rendimiento del tesoro americano en comparación con el de otros países. En el caso del Perú, se debe utilizar el EMBI+ Perú.

La sensibilidad al riesgo país mide qué tanto varía el valor de las acciones en un mercado emergente ante cambios en el riesgo país. Este indicador se calcula como el cociente de la volatilidad del índice principal bursátil entre la volatilidad del bono soberano del país. En este sentido, se espera que en un mercado emergente este indicador sea mayor a uno. Para el cálculo, se debe obtener el promedio histórico anual (Damodaran, 2012).

Por último, se debe precisar que la tasa de rendimiento exigida por el accionista debe ser expresada en la moneda funcional de la empresa valorizada a través de la siguiente fórmula (Lira Briceño, 2012):

$$COK_{MN} = \left[COK_{USD} \times \frac{(1 + E(\pi_{MN}))}{(1 + E(\pi_{USD}))} \right] - 1$$

COK_{MN} = Rentabilidad exigida por el accionista en Moneda Nacional

COK_{USD} = Rentabilidad exigida por el accionista en Dólares

$E(\pi_{MN})$ = Inflación esperada en Moneda Nacional

$E(\pi_{USD})$ = Inflación esperada en Dólares

Capítulo II. Análisis de la empresa

1. Descripción de la Empresa

KZ es una empresa de capitales peruanos con más de 70 años de presencia en el mercado nacional y más de 10 años en el mercado latinoamericano que se dedica a la fabricación de avíos para la industria textil. Su principal actividad es la fabricación de cierres de cremallera, elásticos, cintas y etiquetas.

El accionariado de KZ se compone en su mayor parte por personas naturales domiciliadas en el país, las cuales cuenta con una vasta experiencia empresarial, que garantiza una buena conducción de la empresa.

Su planta se ubica en Lima y es una de las modernas del país. Cuenta con tecnología de punta que la coloca como líder del mercado en su línea de cierres, con el 60% de presencia. A nivel internacional, ocupa el sexto lugar como productor mundial de cierres.

Dentro de sus principales productos destacan las cremalleras, jaladores o pullers para cierres, cintas, elásticos y etiquetas bordadas e impresas. Sus principales clientes están en la industria textil, pero también desarrollan productos para la industria automotriz, calzado, marroquinera, maletines, entre otros.

En cuanto a la manufactura y proceso productivo, KZ realiza un proceso de fabricación vertical integrado a toda la cadena de valor de sus productos.

Para la fabricación de cierres con dientes de metal común, KZ realiza el proceso de laminación del alambre de latón, aluminio y níquel para preparar los dientes de las cremalleras y los elementos para llaves de las cremalleras. Así mismo cuentan con un proceso de hilandería y urdido; telares con salidas de cintas para cierres, cintas tejidas, cintas elásticas y cadenas de cremalleras tejidas. Además cuentan con una tintorería industrial con capacidad para teñir hilados, cintas, cadenas, elásticos por agotamiento, continua y en barca.

En el caso de cierres sintéticos, la compañía realiza el proceso de fabricación de hilado de monofilamento.

La fabricación de llaves para cierres, estas son producidas íntegramente en procesos de inyección de zamac, prensado de alambres, ensamble de llaves automáticas y semi automáticas.

Posteriormente se procede a realizar el proceso de ensamble de los dientes que se clasifican por cierres metálicos, sintéticos y plásticos.

Para la fabricación de elásticos y etiquetas, el diseño forma parte de la planeación y ejecución en la fabricación de los productos, especialmente en la fabricación de elásticos Jacquard y etiqueta Jacquard, los cuales son fabricados con telares de alta tecnología y que tienen procesos de acondicionamiento de apresto y corte ultrasonido, empaclado y enrollado.

La compañía cuenta con certificación ISO 9001, que demuestra su compromiso con la calidad y con la satisfacción del cliente. De igual manera, ostenta la certificación Oeko Tex, que garantiza que los productos KZ están libres de sustancias químicas.

KZ tiene sus proveedores tanto en el mercado doméstico como en el exterior. De países foráneos adquiere principalmente la materia prima (hilandería) para elaborar sus diferentes productos; mientras que, de los proveedores locales, el teñido de productos.

El gobierno corporativo de KZ está compuesto por los siguientes órganos:

a. Junta General de Accionistas

La cual está integrada por cuatro accionistas, los cuales representan a la totalidad de accionistas.

b. Directorio

Compuesto por ocho miembros, cuatro son accionistas y cuatro directores independientes, empresarios de gran trayectoria y reconocido prestigio empresarial, lo cual garantiza un control adecuado de las decisiones y control de las acciones de la empresa.

c. Presidencia Ejecutiva

Toma las decisiones más importantes y es la voz dirimente en situaciones complejas de toma de decisiones.

d. Directores Ejecutivos

Está compuesta por miembros de la familia Gleiser, esta distribuidos en: Dirección Ejecutiva Fabril, Dirección de Ventas Locales, Recursos Humanos, Administración y Finanzas.

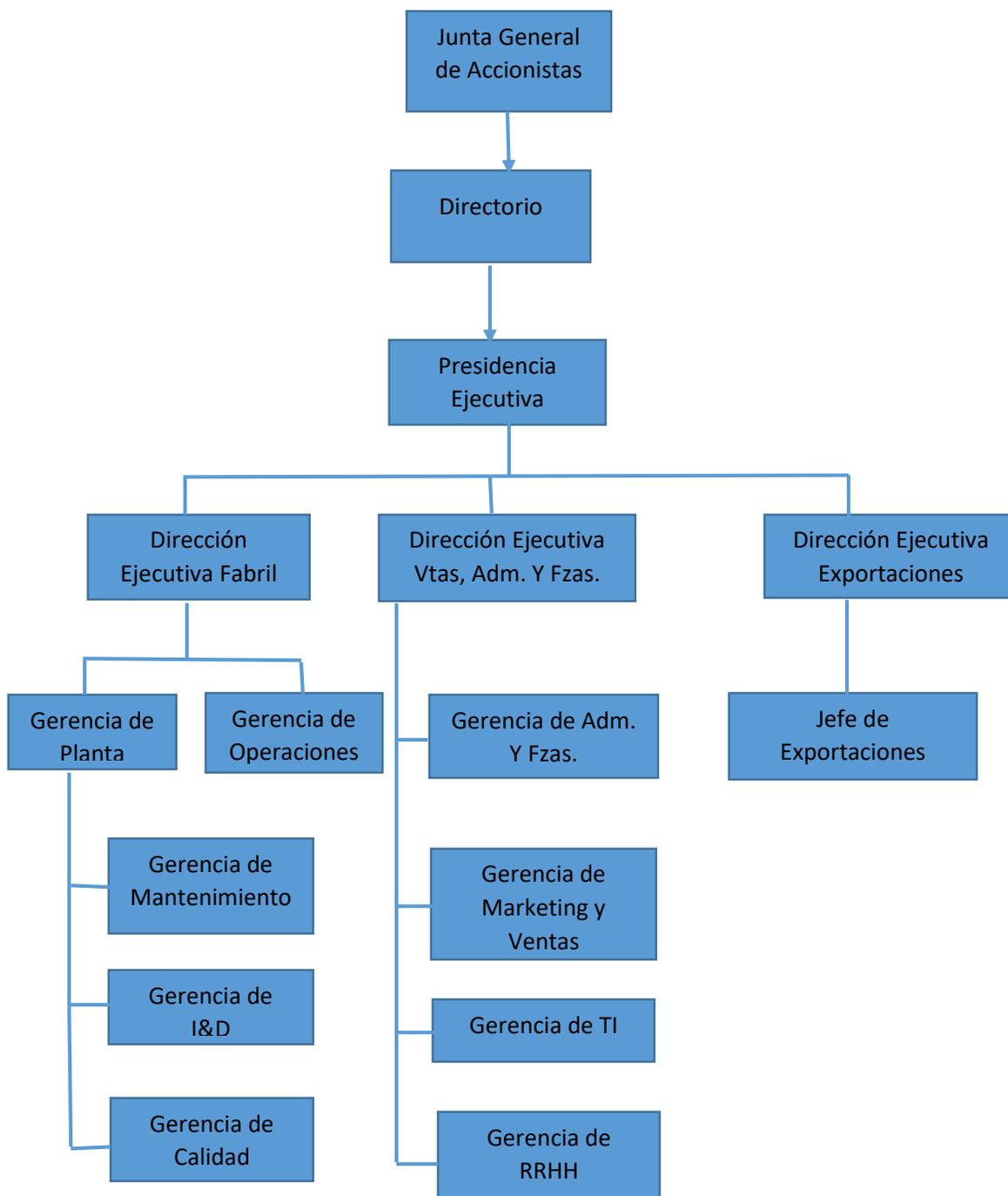
e. Gerencias de segundo nivel

Estas gerencias están conformadas por profesionales independientes, son el nexo entre los directores ejecutivos.

f. Gerencias de tercer nivel

Estas gerencias son netamente operativas.

Cuadro 1. Organigrama de KZ



Fuente: Elaboración propia.

Capítulo III. Análisis del sector

1. Análisis PESTE (políticas, económicas, sociales, tecnológicas y ecológicas)

1.1. Actividad política (P)

Son las fuerzas que determinan de una manera formal o informal, bajo las cuales debe de operar la organización. Son variables externas en función de las actividades del negocio de manufactura para nuestro caso, de los diferentes proveedores y de sus compradores.

La estabilidad política en el país, de acuerdo a [Alfredo Ferrero 2015] <<Es vital que el gobierno se enfoque en dar gobernabilidad al país durante el año previo a las elecciones de 2016>>.

En la última década, el Perú destacó como una de las economías de más rápido crecimiento en la región, con una tasa de crecimiento anual promedio de 5,9 por ciento en un entorno de baja inflación (2,9 por ciento en promedio). Un contexto externo favorable, políticas macroeconómicas prudentes y reformas estructurales en diversos ámbitos convergieron para dar lugar a este escenario de alto crecimiento con baja inflación.

<<El PIB tuvo una leve recuperación, llegando a 3,3 por ciento en 2015, después de haber registrado el índice más bajo en seis años, 2,4 por ciento, en 2014. El crecimiento se debió al fuerte aumento de los inventarios y a una recuperación de las exportaciones. En cambio, las inversiones siguieron contrayéndose debido a una situación económica externa menos favorable y a la lentitud en la ejecución de proyectos de infraestructura a nivel local. El consumo privado se desaceleró debido a un deterioro de las condiciones del mercado laboral. La inflación general, después de llegar a un punto máximo de 4,6 por ciento a principios de año, disminuyó nuevamente y se encontraba en 2,9 por ciento en agosto de 2016, justo por debajo del límite superior del rango meta. La reducción de la inflación se debió a una menor presión por depreciación de la moneda nacional y a la normalización de las condiciones del clima, que ejercieron presión sobre los precios de los alimentos en los meses anteriores>>, [Perú Panorama General, 2015].

El Presidente Ejecutivo de KZ, ha sido Presidente de uno de los gremios empresariales del país, por tres veces y actualmente es Presidente Vitalicio, lo cual le ha permitido llegada a los círculos más

altos de la política nacional. Este acercamiento le ha permitido ser una constante fuente de opinión y de consulta para la toma de decisiones políticas en el ámbito empresarial.

Política monetaria

Desde el año 2002, el Banco Central de Reserva del Perú adoptó la Política de Metas Explícitas de Inflación con miras a mantener la inflación controlada. Bajo este enfoque, la inflación anual tiene como meta ser igual a 2%, pudiendo desviarse en un rango de +/-1%. Asimismo, queda establecido que el instrumento principal de política monetaria es la tasa de interés de referencia que el BCRP fija y evalúa mensualmente.

Desde el 2013, la inflación anualizada solo estuvo tres meses dentro del rango meta (agosto y setiembre del 2014 y en febrero del 2015). (El Comercio 16 de agosto de 2016)

La inflación estuvo alejada del rango meta durante más de dos años. El 2015 los precios estuvieron subiendo por el tipo de cambio (alza del dólar), además de las tarifas de electricidad y los alimentos por factores climáticos. (El comercio 16 de agosto de 2016).

Este año, en cambio, el tipo de cambio se ha reducido en alrededor de 3%, los combustibles también bajaron y los alimentos dejaron de subir por una normalidad del abastecimiento a la ciudad capital. (El comercio 16 de agosto de 2016).

El BCR, además, tomó medidas para contener el avance de los precios y elevó la tasa de interés de referencia entre septiembre de 2015 y febrero de 2016 en un punto porcentual, a 4,25%. (El comercio 16 de agosto de 2016).

A decir del último reporte de inflación del BCR (septiembre 2016), la inflación ha mantenido una clara tendencia a la baja producto de entre otros factores del anclaje de las expectativas de inflación, las cuales se ubican dentro del rango meta de inflación de 1 a 3 por ciento, y que han respondido también a la elevación de la tasa de interés de referencia del BCRP en los meses de septiembre y diciembre de 2015, y de enero y febrero de 2016.

Asimismo se manifiesta en la misma nota que la tasa de inflación ha pasado de 4,4 por ciento en diciembre de 2015 a 2,9 por ciento en agosto de 2016, proyectándose que en los siguientes meses la tasa de inflación bordeara el rango mate de 1 a 3 por ciento, para seguir su tendencia a la baja y llegara al 2 por ciento a fines del 2017¹.

KZ a fin de minimizar su riesgo de pérdida por inflación, factura la totalidad de sus ventas en dólares norteamericanos.

Política fiscal

Desde principios de los años 2000, el Perú se ha caracterizado por poner especial énfasis en el equilibrio macroeconómico, que implica principalmente tener un manejo fiscal público equilibrado y prudente. Durante estos últimos 15 años, el Perú ha logrado reducir el endeudamiento del Gobierno Central de US\$ 32,829 millones a 19,209 millones, entre los años 2006 a 2012.

Se debe mencionar que la Política Fiscal actual es anti-cíclica, ya que desde el 2014, en miras de acabar con la desaceleración en la economía, se han realizado una serie de medidas fiscales de reducción al impuesto a la Renta para acelerar el crecimiento.

Legislación laboral

En el Perú contamos con una estabilidad laboral como un medio eficaz capaz de garantizar al trabajador, empleador y a la sociedad como elemento esencial de la relación jurídica laboral que se deriva de un contrato de trabajo a plazo determinado.

Normas Laborales – Fomento de empleo

Productividad y competitividad Laboral

- TUO del D. Leg. 728 Ley de Protección y Competitividad Laboral DS N° 003-97 (27.03.1997)

¹(<http://datos.bancomundial.org/indicador/GC.DOD.TOTL.GD.ZS?end=2012&locations=PE&start=2002>).

- Reglamento de TUO de la Ley de Productividad y Competencia Laboral DS N° 001-96-TR (26.01.1996)

De los 600 trabajadores que laboran en KZ, solo el 30% tiene contrato indeterminado, el resto tiene contrato fijo. Esta modalidad de contratación le permite; en cierta medida, reducir la cantidad de personal sin mayores costos, ante eventualidad de baja de producción por demanda, tanto interna como externa.

1.2. Fuerzas económicas (E)

Estas fuerzas están determinadas por las tendencias macroeconómicas, el financiamiento y las decisiones de inversión; así como, el poder adquisitivo de los clientes de la organización, en especial para las actividades relacionadas al comercio internacional (exportación/importación)

Evolución del PBI nacional

El crecimiento del PBI en el 2014 fue de 2,4%, muy por debajo del año anterior, que alcanzó 5,8%. El 2015 fue el año de menor crecimiento mundial desde el 2009, lo que se reflejaba en el menor dinamismo de economías como China, Brasil, Rusia. Se espera para el 2016 un crecimiento similar de 3,3% (frente al 3,26% en 2015).

El PBI crecerá por encima del 3,3% en el segundo trimestre del 2016, según declaraciones del Ministro de Economía y Finanzas, Alonso Segura (El Comercio, 2016). Este crecimiento es menor al alcanzado entre enero y marzo de este año, que fue de 4,4%, debido a la caída del sector pesca. El titular del MEF explicó que la actividad minera, cuyos envíos representan el 60% de las exportaciones totales, continuará siendo el soporte de la economía local, junto con el sector de construcción y la demanda interna, impulsada por mayores pedidos de servicios y comercio. Se espera que la economía peruana cierre el año con un crecimiento de 3,8%, como lo establece el Marco Macroeconómico Mundial 2017-2019.

La baja en el crecimiento mundial corresponde a países desarrollados. Se debe a la incertidumbre en el mercado financiero, al temor a la deflación en Europa, y a la fortaleza que venía registrando el dólar.

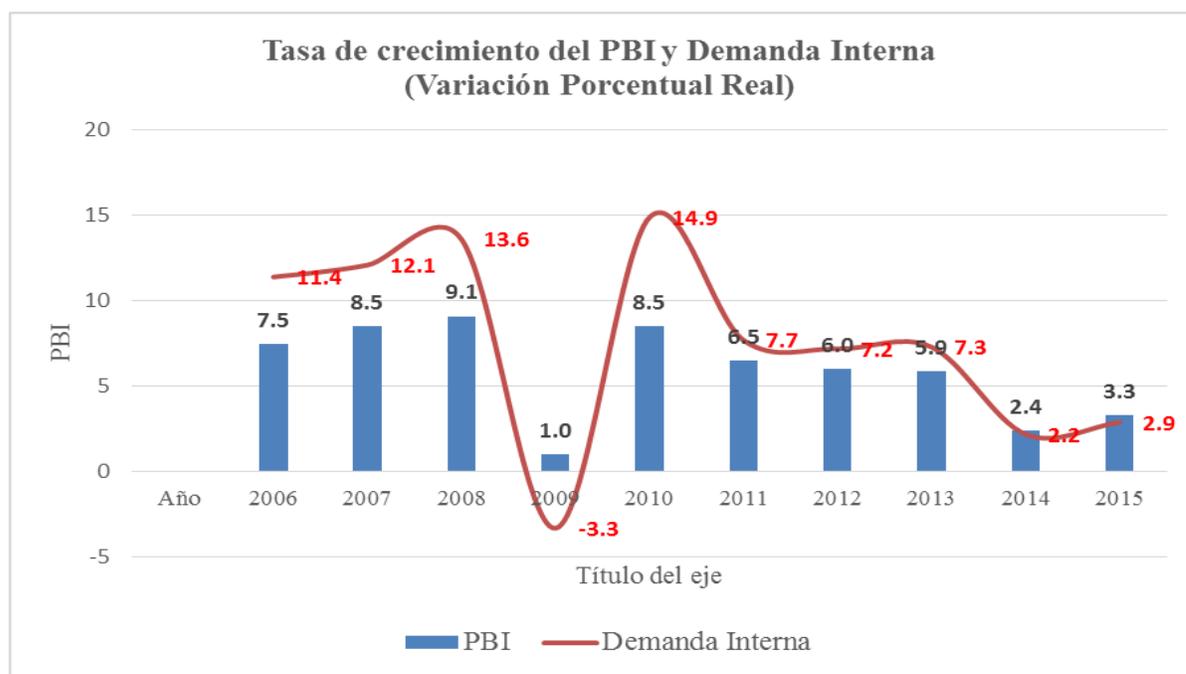
Para el 2017, la proyección del crecimiento mundial es de 3,6%. Para la región, se revisa a la baja el crecimiento (1,8% previsto para 2017, frente al 2,3% proyectado).

Por otro lado, la demanda interna creció 3,3% en 2015 debido a mejores resultados reportados por la minería metálica y el sector de servicios (BCRP, 2016b).

Para el 2016, se mantiene la proyección de crecimiento de 4,0%. Esto se basa en el mayor crecimiento de las exportaciones, como respuesta al mayor dinamismo esperado del sector minería.

La baja contribución del sector primario será compensada por una recuperación más lenta de los sectores no primarios y de la construcción. Se revisa la proyección del crecimiento de 4,0 a 4,6%, debido a que la producción de minería del 2016 sería mayor a lo estimada en diciembre del 2015.

Gráfico 1. Tasa de crecimiento del PBI y demanda interna



Fuente: Elaboración propia, basada en datos del BCRP.

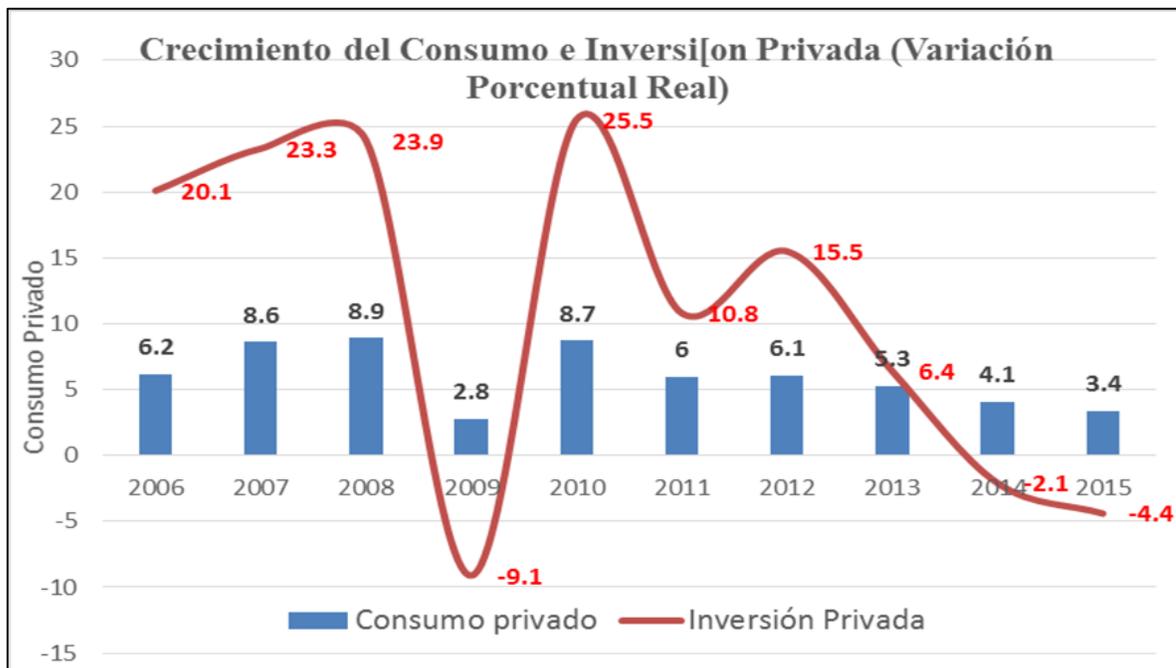
El consumo privado (INEI, 2016b) creció en 2,7% por el buen desempeño del consumo final privado y del consumo del Gobierno, que se incrementó de 3,6 a 7,5%. Asimismo, las exportaciones aumentaron en 8,4%. Esto se debe a mayores demandas de minerales (cobre, zinc, plomo) y de harina

por parte de China, y de oro por parte de Suiza; así como a las mayores ventas en prendas de vestir textiles, gasolina, conservas de fruta y vegetales a Estados Unidos. Por otro lado, las importaciones decrecieron en 0,2%, como producto de una menor compra de bienes de capital, como maquinarias, equipos de comunicación, entre otros.

Finalmente, el Producto Bruto Interno de la economía peruana se incrementó en 3,3%, impulsado por el consumo final privado (3,4%) y el consumo final del Gobierno (5,8%).

El crecimiento del 4,0% para el presente año considera un aumento de las exportaciones como resultado de mayor expansión minera y un crecimiento más moderado de la demanda interna. Con respecto a los componentes de la demanda interna, se revisa a la baja la tasa de crecimiento para la inversión pública. Por otro lado, el consumo público mantendrá un ritmo de expansión moderado. De este modo, la recuperación de la economía para el 2016 está asociada al impulso de las exportaciones netas.

Gráfico 2. Crecimiento de consumo e inversión privada



Fuente: Elaboración propia, basada en datos del BCRP.

Balanza comercial

De acuerdo con Ghurra et al. (2016), las exportaciones totales ascendieron a US\$ 2.713 millones en abril de 2016, superiores en 12,3% al mismo mes del 2015, con lo que se acumularon US\$ 10.464 millones en los cuatro primeros meses del año 2016. Las importaciones fueron US\$ 2.700 millones en el mismo mes y US\$ 11.080 millones en el acumulado anual. La mayor parte de las importaciones corresponde a insumos (US\$ 1.099 millones), seguido de bienes de capital (US\$ 970 millones) y bienes de consumo (US\$ 614 millones).

Las exportaciones se incrementaron por mayor embarque de productos tradicionales, principalmente cobre, harina de pescado y oro (US\$ 268 millones); y no tradicionales, mayormente productos agropecuarios y químicos (US\$ 30 millones). Con respecto a los productos agropecuarios, se incrementaron los envíos de café, palta, harina de pescado; además de cobre concentrado, oro y productos siderometalúrgicos.

Los precios de exportaciones disminuyeron en 9,0%, sobre todo por los menores precios de productos tradicionales (11,9%).

El valor de las exportaciones tradicionales se incrementó en 16,1% respecto a abril 2015, con mayores embarques de concentrado de cobre con destino a China, Brasil, Chile, y de harina de pescado hacia China. El precio promedio de productos tradicionales se redujo en 11,9%, mientras que el índice de volumen embarcado aumentó un 31,7%.

Los productos no tradicionales subieron en 4,1%, en relación directa con la venta de productos de zinc y textiles a Estados Unidos, y de palta a Países Bajos y España.

Las exportaciones de productos textiles se redujeron en US\$ 2 millones, monto inferior en 1,8% respecto a abril 2015, a causa de menores envíos hacia Venezuela, Brasil y Ecuador. Este resultado estuvo compensado por las mayores ventas hacia Estados Unidos (polos, camisas, t-shirts, vestidos, chaquetas de algodón).

Los embarques textiles se incrementaron un 3,6% en términos de volumen, principalmente por los mayores envíos de camisas de punto, suéteres, chalecos y trajes con destino a Estados Unidos.

KZ contribuye con la balanza comercial, ya que exporta el 40% de su producción a países como Brasil, Colombia, Ecuador, Chile, México, Honduras y Estados Unidos en lo que se refiere al hemisferio americano. Desde hace 8 años aproximadamente exporta a Europa.

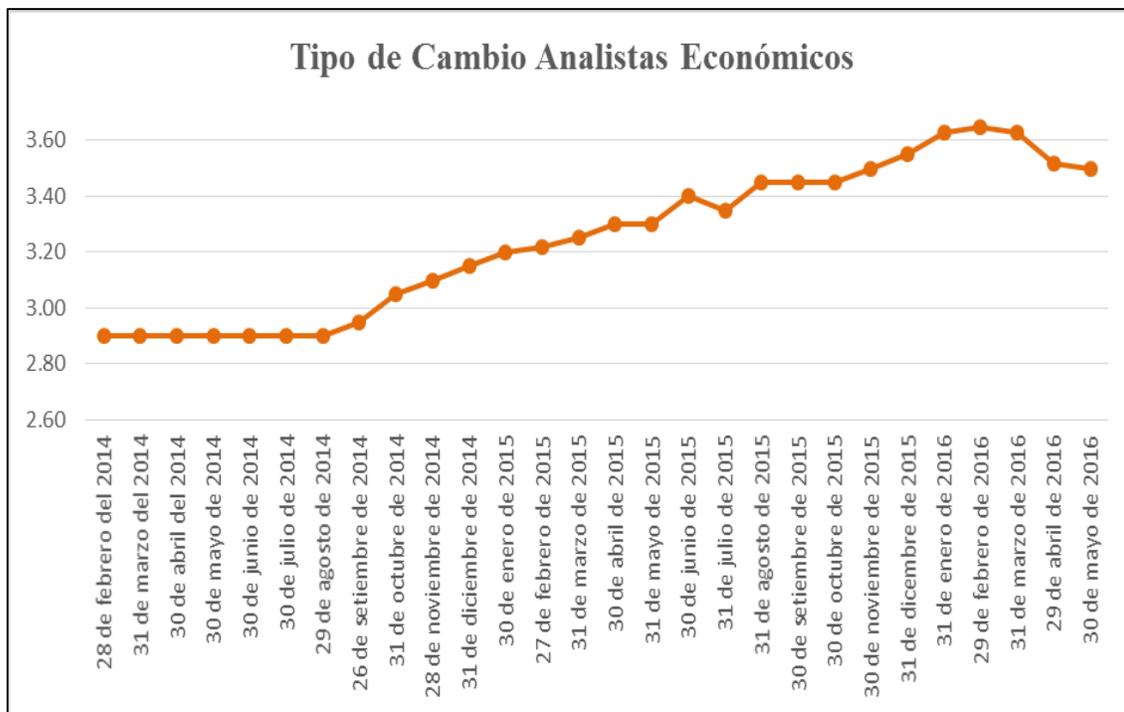
Tipo de cambio

Con respecto al tipo de cambio, este presentó un comportamiento estable desde inicios del 2014 hasta setiembre del mismo año (S/ 2,90 por dólar), para comenzar a incrementarse a partir de agosto 2014, hasta febrero-marzo del 2016. En el 2015, el sol se depreció en 14,6% en términos nominales (de S/ 2,98 a S/ 3,41 por dólar), en un contexto de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales y caída de precios de la materia prima. Esta volatilidad fue causada por una señal de posible recuperación de la economía de Estados Unidos y de inicio del ciclo de recuperación de la tasa de interés de la Reserva Federal, y la incertidumbre del crecimiento de China (BCRP, 2015).

Sin embargo, la depreciación del sol durante el 2015 ha sido menor a la de otras economías de la región. El tipo de cambio tuvo una tendencia al alza durante la mayor parte del 2015. La demanda de dólares provino del mercado spot (US\$ 13.901 millones), asociada al cambio de portafolio de agentes residentes que disminuyeron sus créditos en dólares e incrementaron sus depósitos en la misma moneda, reduciendo de esta manera su exposición al riesgo cambiario crediticio por la depreciación de la moneda doméstica.

La intervención del BCRP en el mercado cambiario estuvo orientada a reducir la volatilidad del tipo de cambio. Durante el 2015, se llevaron a cabo ventas por US\$ 8.064 millones. Las ventas en el mercado spot estuvieron complementadas por la colocación de swaps cambiarios y CDRBCRP. Así, durante el 2015, el BCRP colocó swaps cambiarios por US\$ 2.046 millones y CDRBCRP por US\$ 1.242 millones (BCRP, 2015).

Gráfico 3. Tipo de cambio



Fuente: Elaboración propia, 2016.

KZ factura la totalidad de sus ventas en dólares norteamericanos, con lo cual minimiza el riesgo por pérdida en cambio.

Inflación

Según el BCRP (2016b), la inflación acumulada durante los 12 últimos meses pasó de 4,4% en diciembre 2015 a 4,5% en febrero 2016, tasa inferior a la registrada en enero (4,6%).

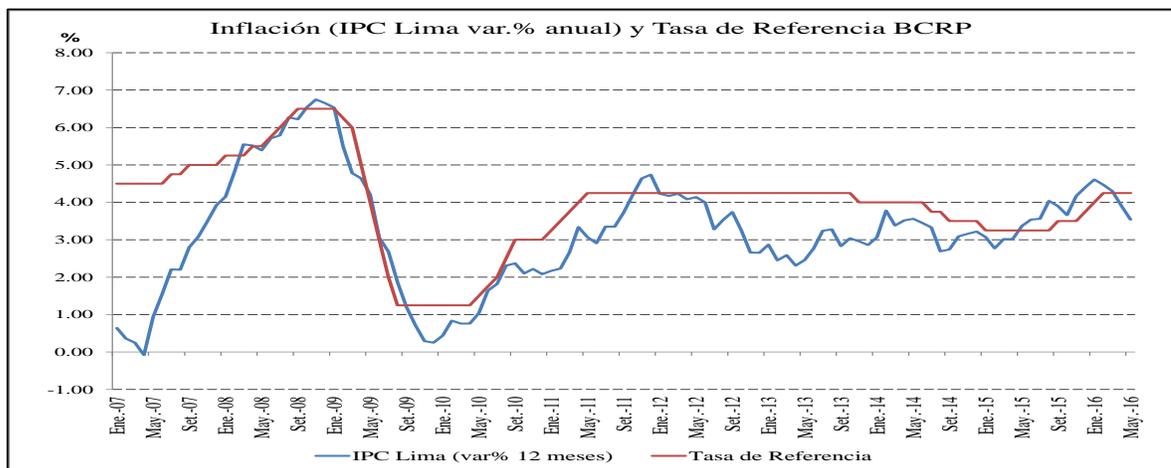
Los choques de oferta de alimentos se vertieron parcialmente. También se registró una disminución de los precios de combustible. Por otro lado, la tasa anual de la inflación sin alimentos y energía (SAE) aumentó en febrero a 3,8%, luego de varios meses de tasas de alrededor de 3,5%, lo que se refleja en el aumento del tipo de cambio sobre precios al consumidor.

El efecto de mayor depreciación sobre los precios ha producido un aumento en la inflación y sus expectativas. Muestras de choques de oferta, asociadas al fenómeno El Niño, han afectado temporalmente la inflación.

Entre enero y febrero 2016, los rubros que mayor contribuyeron a la oferta fueron comidas fuera del hogar, matrículas y pensiones de enseñanza, electricidad, comida de pollo, cítricos. Los rubros con mayor contribución negativa fueron gasolina, papa, choclo, pasaje urbano y transporte nacional.

Con la finalidad de converger las expectativas de inflación con el rango meta, el BCRP elevó en 25 puntos básicos la tasa de referencia, que alcanzó el 4,25%.

Gráfico 4. Inflación y tasa de referencia BCRP



Fuente: Elaboración propia, 2016.

Con la finalidad de no variar sus precios contablemente, KZ tomó la política de facturar la totalidad de sus ventas en dólares norteamericanos. Asimismo a fin de evitar que los incrementos en costos de sus principales materias primas (Commodities que están sujetas a la fluctuación de precios internacionales) tengan un impacto significativo en sus costos de producción, tiene la política de comprar stock para cinco meses, con lo cual ante cualquier variación futura tiene tiempo para ajustar sus costos de producción y la rentabilidad de sus productos no se vea afectada.

1.3. Fuerzas sociales, culturales y demográficas (S)

Estas fuerzas definen el perfil del consumidor determinados por sus creencias, opiniones, actitudes, estilo y forma de vida, condiciones demográficas, étnicas y religiosas. Nos define el perfil del consumidor, determina el tamaño de los mercados, orientado a los hábitos de compra, crean paradigmas que influyen en las decisiones de los clientes.

Los productos de KZ son productos de moda, por lo cual maneja stocks mayormente a pedido de aquellos productos considerados Fashion, esto con la finalidad de evitar temas de obsolescencia por moda. Mantiene constante de aquellos productos considerados estándar; es decir, productos que no cambian por moda sino que son clásicos por así decirlo.

Tasa de crecimiento poblacional

Según INEI², al 30 de junio del 2014, en el Perú somos 30 millones 814 mil 175 personas, crecemos anualmente en 339 mil personas y residimos en 24 departamentos, una provincia constitucional y, 1 mil 845 distritos. La población mundial alcanzó los 7 mil 244 millones de habitantes.

Finalmente, con los nacidos, los que fallecen y saldo neto migratorio internacional, crecemos anualmente al año 2014, ascenderá a 338 mil 673 personas; representa una tasa de crecimiento total de 11 personas por mil habitantes.

² INEI, Instituto Nacional de Estadística e Informática del Perú, año 2015

Tasa de desempleo y subempleo

Cuadro 2. Tasa de desempleo urbano

TASA DE DESEMPLEO URBANO, SEGÚN PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS Y REGIÓN NATURAL, 2004-2014											
(Porcentaje)											
Principales características / Región natural	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Total	7,3	7,5	6,4	6,3	6,0	5,9	5,3	5,1	4,7	4,8	4,5
Sexo											
Hombre	6,6	7,0	5,6	5,7	5,3	5,6	4,6	4,8	4,0	4,1	4,2
Mujer	8,3	8,0	7,5	7,0	6,9	6,2	6,0	5,5	5,5	5,6	5,0
Grupo de edad											
14 a 24 años	15,2	16,1	13,8	14,7	13,5	12,8	13,0	13,0	12,3	11,1	13,1
25 a 44 años	5,3	5,1	4,8	4,2	4,3	4,2	3,5	3,3	3,1	3,9	3,1
45 a 64 años	4,1	4,6	3,3	3,3	3,2	3,3	2,7	2,3	2,0	1,9	1,4
65 y más	3,2	3,6	2,5	2,6	2,6	3,6	1,7	3,0	1,6	2,6	2,1
Nivel de educación 1/											
Primaria o menos	4,1	4,3	3,8	3,6	2,6	3,3	2,4	2,9	2,5	3,0	1,6
Secundaria	8,4	8,8	7,7	7,3	7,2	7,1	6,2	6,3	5,5	4,9	5,5
Superior	7,7	7,4	6,1	6,5	6,2	5,6	5,6	4,7	4,7	5,5	4,7
Región natural											
Costa Urbana 2/	7,8	8,1	6,9	6,5	6,3	6,1	5,3	4,9	4,8	5,2	4,7
Sierra Urbana	7,2	6,5	5,6	6,4	5,9	5,7	5,3	4,9	4,4	5,2	4,5
Selva Urbana	3,6	5,0	4,9	4,7	4,2	4,5	3,3	3,7	3,4	3,2	3,5
Lima Metropolitana	8,5	8,5	7,1	6,7	6,7	6,1	5,7	5,6	5,0	4,7	4,9

1/ Primaria: Incluye sin nivel e inicial. Secundaria: Incluye secundaria incompleta y secundaria completa.
Superior: Incluye superior no universitario, superior universitario y post grado.

2/ No incluye Lima Metropolitana.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática - Encuesta Nacional de Hogares.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática

Tasa de analfabetismo

Cuadro 3. Tasa de analfabetismo de la población

TASA DE ANALFABETISMO DE LA POBLACIÓN DE 15 Y MÁS AÑOS DE EDAD, SEGÚN GRUPO DE EDAD Y ÁMBITO GEOGRÁFICO, 2005 - 2014													
(Porcentaje respecto del total de población de 15 y más años de edad)													
Grupo de edad / Ámbito geográfico	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014			C.V (%)
										Estimación	Intervalo de confianza al 95%		
											Inferior	Superior	
Total	9,6	9,2	8,5	8,2	7,6	7,4	7,1	6,2	6,2	6,3	6,1	6,5	1,9
Grupo de edad													
De 15 a 19 años	2,4	1,9	2,2	1,9	1,4	1,4	1,4	1,1	0,9	0,8	0,6	1,0	13,1
De 20 a 29 años	3,2	2,9	3,1	3,0	2,5	2,5	2,3	1,9	1,9	1,8	1,6	2,1	7,0
De 30 a 39 años	6,3	5,9	5,4	5,3	4,5	4,5	4,6	4,2	3,9	4,1	3,7	4,5	4,8
De 40 a 49 años	9,8	10,1	8,7	8,3	7,8	7,3	7,0	5,9	6,0	6,0	5,5	6,5	4,2
De 50 a 59 años	17,1	16,2	13,1	12,8	12,3	11,3	9,9	8,5	8,6	8,7	8,1	9,3	3,6
De 60 y más años	31,7	29,5	28,1	27,5	26,2	25,5	24,4	21,2	21,0	21,1	20,2	22,1	2,3
Área de residencia													
Urbana	5,2	5,1	4,6	4,5	4,2	4,0	4,0	3,3	3,5	3,7	3,5	3,9	3,0
Rural	21,7	20,7	19,7	19,5	18,3	18,3	17,4	15,9	15,8	15,7	15,1	16,3	2,0
Región natural													
Costa 1/	5,0	4,9	4,7	4,5	4,1	4,2	3,9	3,2	3,2	3,3	3,1	3,6	3,9
Lima Metropolitana 2/	3,3	3,3	3,1	3,3	3,0	2,9	2,8	2,0	2,1	2,3	2,0	2,6	7,0
Resto de Costa 3/	7,4	7,0	6,8	6,2	5,8	5,9	5,5	4,7	4,8	4,8	4,4	5,2	4,4
Sierra	17,6	16,3	14,6	14,5	13,6	13,3	12,7	11,2	11,2	11,3	10,7	11,8	2,5
Selva	9,5	9,9	9,7	9,0	8,2	7,4	7,7	7,2	7,4	7,5	6,9	8,2	4,2

1/ Incluye: Lima Metropolitana y Resto de Costa.
2/ Incluye: Provincia de Lima y Provincia Constitucional del Callao.
3/ Excluye Lima Metropolitana.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática - Encuesta Nacional de Hogares.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática

El crecimiento poblacional es tomado en cuenta por KZ para el crecimiento de sus ventas en el futuro.

1.4. Fuerzas tecnológicas y científicas (T)

Se caracteriza por la innovación científica permanente, progreso tecnológico acelerado, difusión del conocimiento, esto permite una imperiosa necesidad de adaptación y cambio permanente en la organización.

KZ cuenta con un departamento de Desarrollo de Nuevos Productos, el cual se encarga de investigar las necesidades futuras de los usuarios finales de los productos que comercializa.

Cambios de transferencia tecnológica

<<Nuestro Perú se mantiene en el puesto 90 del ranking del Informe Global de Tecnología de la Información 2015, según el informe que analiza el impacto de las tecnologías de la información y comunicación (TICs) en el proceso de desarrollo de 143 economías del mundo, informe de Sociedad Nacional de Industrias (SIN)>> (Porta de Concytec)³

Según el WEF, el desarrollo del Perú se ve limitado por tener un sistema educativo de baja calidad (133), paupérrimo nivel de matemáticas y ciencias (138), lo que dificulta la preparación del país para un buen uso de las Tecnologías de la Información⁴

Para el uso eficiente de la información, KZ cuenta con el ERP SAP, el cual integra a todo su proceso productivo, venta y finanzas. Este ERP le permite contar con resultados de costos en línea, lo que a su vez permite la toma de decisiones a tiempo. La información financiera es emitida al cuarto día útil del mes, también se cuenta con una proyección de resultados el primer día del mes siguiente.

³ Concytec: Convención Nacional de ciencias, ingeniería y Tecnología; datos extraídos del portal: https://portal.concytec.gob.pe/images/noticias/Programa_Especial_de_TT_documento_para_consulta_publica.pdf

⁴ WEF, Siglas en inglés, Foro Económico Mundial, reporte que muestra el aumento de la brecha digital entre las naciones del mundo.

Uso de tecnología de la información

La Tecnología de la Información (TI), viene ocupando una parte medular en cualquier corporación o empresa que pretenda sobresalir en los mercados tan competitivos que operan actualmente; para esto, la implementación de TI es necesario no solo ejecutarlos en los procesos de operación y mantenimiento, sino en todas las actividades de la empresa.

Las Tecnologías de Información en los procesos de entrada, conversión y salida dan a la compañía una importante ventaja competitiva. ¿Por qué, Microsoft es la más grande compañía de software? ¿Por qué, Toyota es la manufacturera automotriz más eficiente? ¿Por qué? McDonald's es la más eficiente compañía de comida rápida? Cada una de estas organizaciones sobresale en el desarrollo, administración y uso de Tecnologías de Información para administrar el entorno organizacional y crear valor para toda la compañía.

Como ya lo mencionamos, KZ cuenta con una poderosa herramienta de información para la toma de decisiones, que es el ERP SAP.

1.5. Fuerzas ecológicas y ambientales (E)

Es importante tener como parte de nuestra cultura la evolución de nuestras últimas décadas, la conciencia ecológica y conservación del medio ambiente como preocupación a nivel mundial; así como una responsabilidad para con las futuras generaciones.

Protección del medio ambiente

El MITINCI fue la primera organización gubernamental que dicto una norma ambiental sectorial, conforme a lo establecido en la Ley Marco para el Crecimiento de la Inversión Privada al establecer el Registro de entidades autorizadas a realizar Estudios de Impacto Ambiental en 1992.

En octubre de 1997, se promulgó el Reglamento de Protección Ambiental para el desarrollo de actividades de la industria manufacturera, sustentado en lo esencial en las normas ambientales del sector Energía y Minas.

El Ministerio de la Producción (PRODUCE) es el ente rector del sector industria en el Perú. Una de las herramientas de gestión del sector es el reglamento de protección ambiental para el desarrollo de actividades de la industria manufacturera, norma central que integra las obligaciones y mandatos que tienen que cumplir las empresas industriales manufactureras en materia de protección ambiental. El reglamento establece los lineamientos de la política ambiental del sector, así como las obligaciones específicas de los titulares de actividades industriales, sea que recién vayan a iniciar operaciones o que las hayan venido realizando antes de la aprobación de esta norma.

Siguiendo el esquema de los reglamentos de protección ambiental previos, el reglamento de protección ambiental del sector industrial se centra en el estudio de impacto ambiental (EIA) y en el programa de adecuación y manejo ambiental (PAMA), dándoles un contenido coherente con la normatividad vigente, pero enfatizando su carácter preventivo y la importancia de que la población se involucre en la toma de decisiones.

Si bien la industria manufacturera es no sólo clave para el desarrollo, sino a su vez intensiva en mano de obra y generación de empleo, el Perú no ha podido desarrollar una industria sólida capaz de competir con la industria manufacturera de países vecinos como Colombia y Venezuela. Asimismo, muchos de los procesos industriales son obsoletos y grandes generadores de impactos ambientales, a lo que se debe agregar los impactos significativos generados por el sector industrial informal.

Este sector tiene subsectores, como los de cemento, papel, curtiembre, textil y fundición, que son industrias que utilizan numerosos recursos naturales y que generan impactos ambientales, especialmente aquellas que no tienen una adecuada cadena productiva. Según el censo manufacturero del 2007, solo el 7.4% de las empresas manufactureras del país cuenta con algún EIA.

KZ, cuenta con procesos de filtración de residuos, para evitar la contaminación del agua que es vertido a los desagües. Estos procesos separan los residuos contaminantes que pueden producirse en su proceso productivo. Para desechar estos residuos, KZ cuenta con proveedores autorizados para el manejo de los mismos.

Preservación de recursos naturales no renovables

La conservación de los recursos naturales es de fundamental importancia para mantener la base productiva del país y los procesos ecológicos esenciales que garanticen la vida.

En lo referente a los recursos naturales no renovables o agotables, se deben tener en cuenta dos aspectos fundamentales:

- Evitar el despilfarro, o sea, reservar recursos suficientes para el futuro. Con demasiada frecuencia, y por la urgencia de obtener ganancias, no se planifica un uso prudente de estos recursos, con una visión hacia el futuro.
- Evitar que su uso tenga consecuencias negativas para el medio ambiente, el hombre y otros recursos. Este aspecto se refiere esencialmente a evitar la contaminación ambiental. Con frecuencia, los impactos sobre el ambiente y otros recursos naturales (agua, aire, suelo, diversidad biológica) son tan intensos que disminuyen la rentabilidad a futuro por la explotación de los recursos no renovables.

KZ cuenta con un sistema de reciclaje para el uso eficiente del agua, el cual le permite reutilizar el agua en su proceso productivo.

Cultura de reciclaje

La cultura del reciclaje sintetiza el reto al que se enfrenta la sociedad del siglo XXI ante los problemas actuales de tratamiento y eliminación de los residuos generados en nuestras actividades diarias.

Entra otras acepciones, el término "cultura" identifica el conjunto de formas de vida, materiales e intelectuales de una sociedad. Por otro lado, "reciclaje" define el proceso industrial por el que los residuos continúan su ciclo de vida, convirtiéndose bien en materias primas para la obtención de nuevos productos o bien en energía. Pues bien, la cultura del reciclaje sintetiza el reto al que se enfrenta la sociedad del siglo XXI ante los problemas actuales de tratamiento y eliminación de los residuos generados en nuestras actividades diarias.

El departamento de ISO de KZ cuenta con un manual de protección del medio ambiente, el cual incluye procedimientos de tratamiento de residuos tóxicos que se generan el proceso productivo.

1.6. Fuerzas competitivas (C)

Este análisis se enfoca a determinar de qué manera las empresas rivales pueden afectar el negocio.

Dentro de los factores que se analizan están: Visión, Misión, Código de Ética y finalmente se hace un análisis FODA (Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Oportunidades).

Visión

Se denomina visión empresarial a aquella habilidad que poseen ciertas personas de percibir el futuro de su empresa a largo plazo, proyectándose en el tiempo, para imaginar nuevos contextos donde deberá funcionar, con nuevas necesidades y recursos, previendo lo necesario para adecuarse a ello.

La visión empresarial es necesaria porque dirige las acciones hacia los objetivos, planea estrategias, asigna recursos, moviliza, planifica, motiva, y hace que la empresa crezca y se posicione mejor en el mercado y sobreviva a la competencia.

La visión de los accionistas para KZ es que sea una empresa líder en el mercado Latinoamérica en la fabricación de cierres y avíos textiles en el año 2020, el cual está enmarcado en su plan estratégico revisado 2016 a 2020.

Misión

Está relacionada en que para que existe la empresa, cuál es su razón de ser, en este sentido los accionistas y trabajadores de KZ han establecido que la misión es ser una empresa al servicio del cliente y además está el de dar bienestar a su personal y familia y contribuir al desarrollo del país.

Código de ética

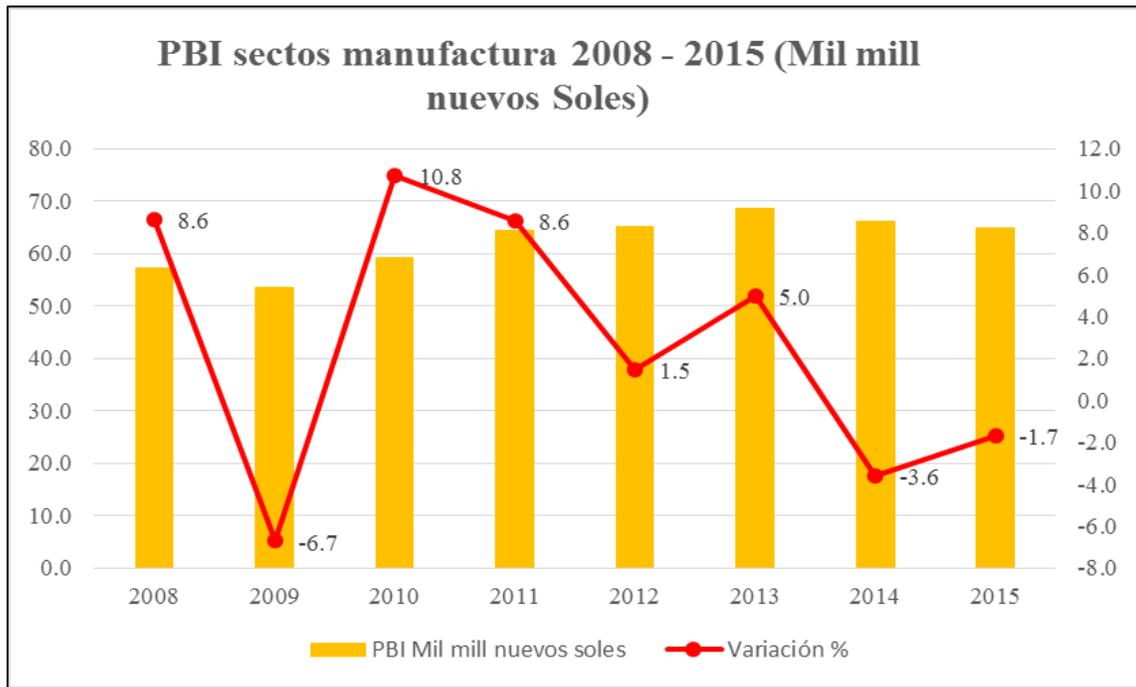
Rige la conducta de la empresa y sus directivos, a la fecha KZ viene desarrollando este código, mientras tanto la actuación de sus accionistas y directivos se rige por las normas generales de conducta profesional.

2. Análisis del sector manufactura

En el año 2015, la industria manufacturera registró una caída de 1,7%. Esto sucedió por el decrecimiento de distintas industrias: manufacturas diversas (-13,4%), textil y de cuero (-5,5%), industria de papel edición e impresiones (-5,4%), fabricación de productos minerales no metálicos (-3,4%), fabricación de productos metálicos (-1,1%), industrias metálicas básicas (-0,7%), química (-0,5%). Este decrecimiento fue atenuado por el crecimiento de las industrias de madera y muebles (5,7%) y alimenticia (1,9%) (INEI, 2016a).

La proyección manufacturera del 2016 (BCRP, 2016b) se revisa a la baja (de 1,1% a -1,5%). Ello se debe a que se espera una menor tasa de crecimiento de las manufacturas no primarias, a causa de una menor proyección de demanda proveniente de los socios comerciales de la región, lo que es consistente con un entorno en que la inversión privada no se recupera. Para el año 2017 se proyecta un crecimiento de la manufactura no primaria de 2,5%.

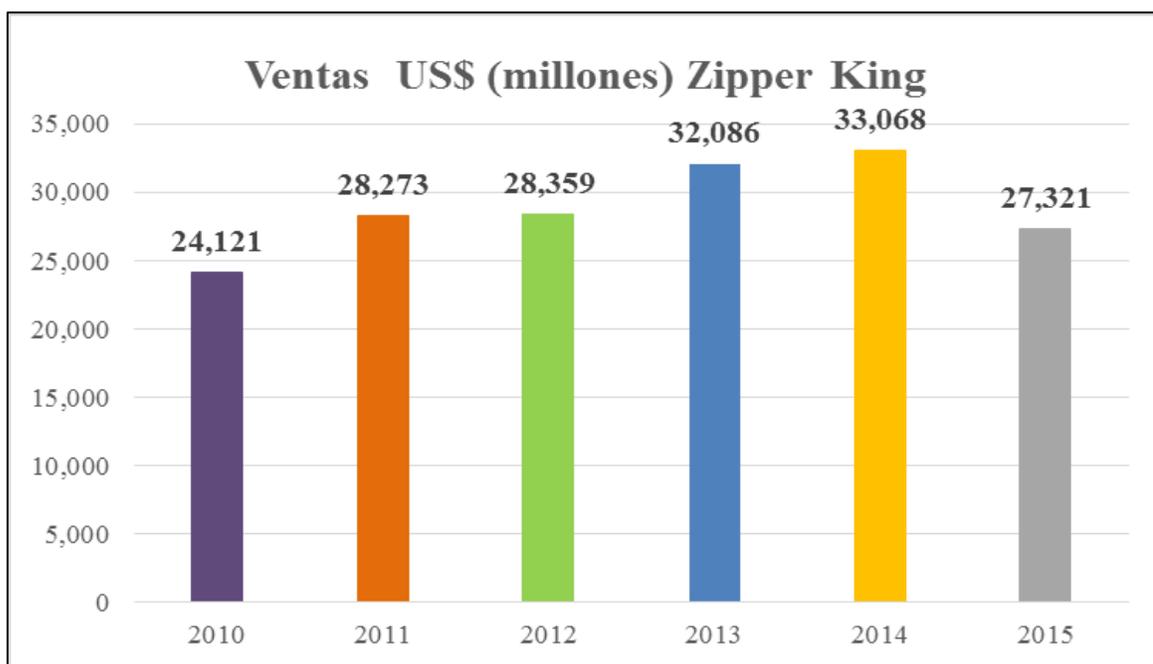
Gráfico 5. PBI del sector manufactura



Fuente: Elaboración propia, 2016.

Las ventas en KZ en el 2015 fueron de US\$ 27.321 millones, con una disminución de -17,38%, a pesar de que las ventas en soles entre 2014 y 2015 fueron similares. Esto se debe al tipo de cambio entre el 2014 y 2015 (S/ 2,989 por dólar en diciembre 2014 frente a S/ 3,413 por dólar en 2015). Para el detalle de la comparación de ventas anuales de KZ se puede ver el gráfico 6

Gráfico 6. Ventas US\$ (millones) de King Zipper S.A.C

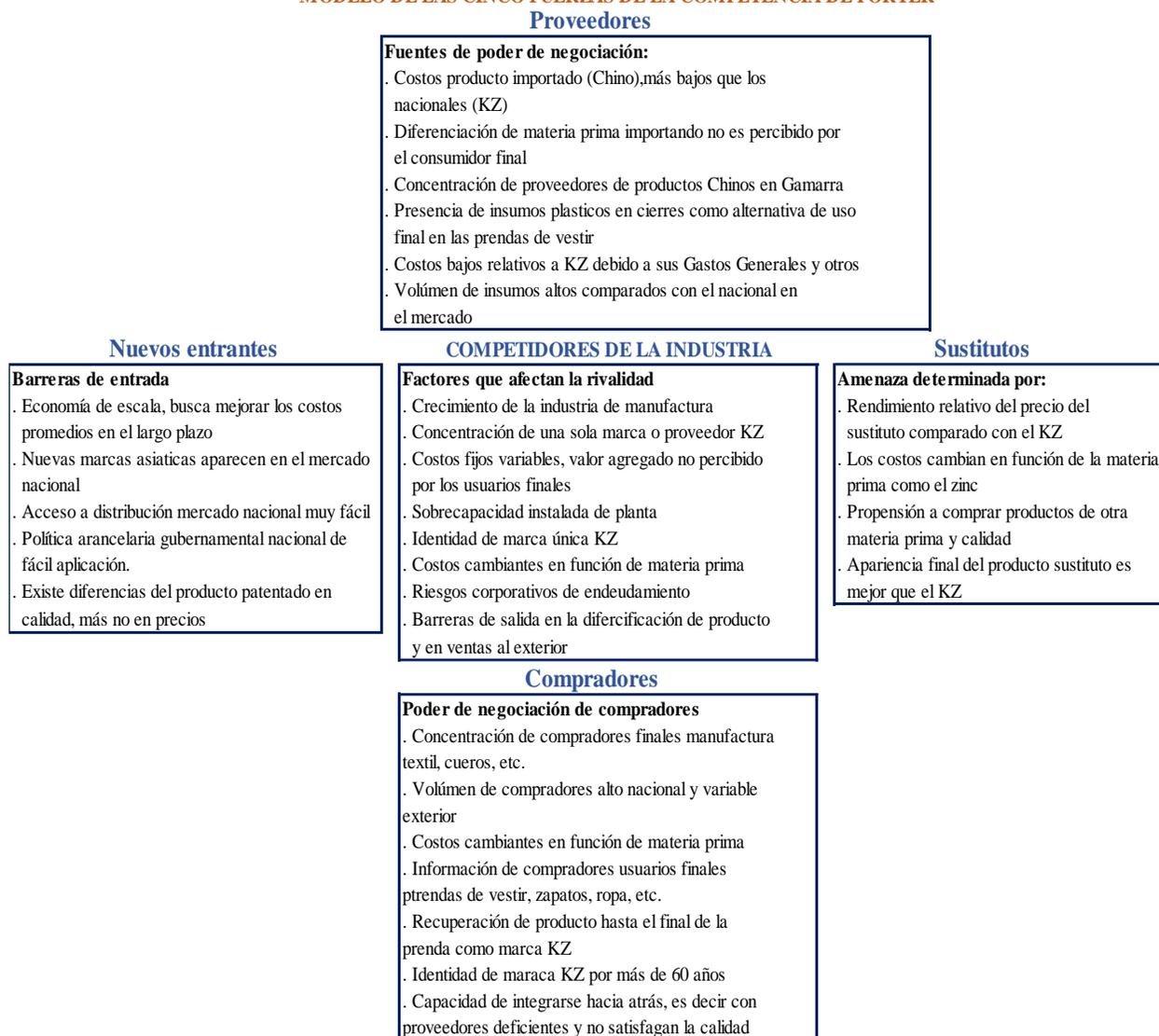


Fuente: Elaboración propia, 2016.

2.1. Análisis PORTER

Cuadro 4. Cinco fuerzas de PORTER de KZ

MODELO DE LAS CINCO FUERZAS DE LA COMPETENCIA DE PORTER



Fuente: Elaboración propia, 2016.

2.2. Análisis FODA

La compañía posee un adecuado posicionamiento de marca a nivel nacional y en el exterior a través de sus exportaciones a Colombia y Brasil. Sin embargo, el mercado en el que se desenvuelve es altamente sensible a los ciclos económicos, como se observó en el año 2009. Asimismo, su posición de deuda es elevada con respecto a su capacidad de generación, y a esto se suma la baja disposición de activos fijos libres de gravamen que puedan permitir un futuro acceso al crédito. Por lo tanto, la evolución de la capacidad de la compañía y sus niveles de cobertura respecto a sus obligaciones financieras a corto y mediano plazo pueden verse afectados en el caso de que la economía peruana desacelere.

Cuadro 5. Análisis FODA de King Zipper S.A.C

	Fortalezas	Debilidades
ANALISIS FODA KING ZIPPER S.A.C.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Ampla experiencia y <i>know how</i> en el negocio 2. Posicionamiento de marca en el mercado local y principal exportador de cierres de cremallera 3. Flexibilidad en el proceso de producción 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Dependencia de confeccionistas peruanos como medio de exportación 2. Ausencia de Protocolo Familiar o Principios de Buen Gobierno Corporativo 3. Utilización de <i>commodities</i> como insumos de producción, cuya volatilidad no puede trasladarse íntegramente al precio de venta 4. Sensible a los ciclos económicos nacionales y mundiales 5. Posición de deuda elevada en el mercado nacional con respecto a su capacidad de generación. 6. Baja disposición de activos fijos libres de gravamen que puedan permitir futuro acceso a crédito
Oportunidades	<ol style="list-style-type: none"> 1. Crecimiento de la demanda interna y el consumo 2. Beneficios arancelarios 3. Acceso a mercados importantes: Brasil, México, Europa 4. Mercado potencial de crecimiento en américa latina de US\$ 530MM 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Políticas de alianzas comerciales con principales clientes del exterior, para asegurar precios, producción y demanda continua (D1,O1) 2. Crecimiento de exportación implica mayor ingreso por drawback, que esta libre de impuestos, por utilización de insumos (commodities) importados gravados (D3,O2) 3. Establecer normas de conducta empresarial de los gerentes, las que serán divulgadas en toda reunión con clientes tanto locales como del exterior (D3,O1,O3,O4) 4. Alianzas estratégicas con clientes locales y del exterior para asegurar abastecimiento constante (D4,O1) 5. Políticas de descuento por volúmenes y pronto pago a nuevos clientes del exterior, los mayores ingresos por pronto pago serán aplicados a bajar deuda a niveles más aceptables (D5,D5,O4)
Amenazas	<ol style="list-style-type: none"> 1. Políticas arancelarias perjudiciales (en el mercado local) 2. Competencia por importaciones a menor precio y por falsificación de productos 3. Desaceleración económica en mercados externos que reduzcan la demanda del sector manufacturero 4. Factores climáticos que afecten al sector manufacturero, especialmente al de confección de calzado 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Búsqueda de materias primas alternativas en el mercado local (Commodities) y con precios más bajos (D3,A1,A2) 2. Reperfilamiento de la deuda corriente cada 3 años (D4,D5,D6,A3,A4)

Fuente: Elaboración propia, 2016.

2.3. Análisis de riesgos

En esta sección se presentan y discuten los principales factores de riesgo relacionados con la Industria y la Empresa

Riesgo de Mercado

KZ cuenta con una sólida posición en el mercado interno, dada su amplia trayectoria y experiencia. Sin embargo, no puede descartarse que el incremento de las importaciones de confecciones pueda contraer la participación de la empresa, debido a una posible disminución de la producción de prendas por parte de los confeccionistas locales.

Riesgo de Competencia en el Mercado Local

Actualmente, no existen fabricantes de cierres y cremallera con suficiente infraestructura para convertirse en una amenaza para la posición competitiva de KZ. Sin embargo, es posible que nuevos inversionistas o grandes productores de cierres a nivel mundial (YES o YKK) ingresen al mercado peruano, en vista del inicio de la vigencia del TLC con México y la existencia de otros TLC's con países como USA y China y el bloque de la Unión Europea. En el rubro de etiquetas, elásticos y cintas, la participación de compañías extranjeras ha ido en aumento por lo que la competencia en precios podría ser importante.

Riesgo de Competencia en el Mercado Extranjero

Se debe tener en cuenta que es posible que los grandes fabricantes de cierre adopten medidas de búsqueda de economías de escala, optimización de procesos y reducción de costos, en respuesta a una economía global en desaceleración. Este contexto podría generar una pérdida de posición en los mercados externos en los cuales KZ se encuentra presente, por la imposibilidad de este de responder con las mismas condiciones adoptadas por los productores dominantes del mercado internacional.

Riesgo de Incremento de Precios de Insumos

El incremento de los precios de los principales insumos, podría generar una reducción de los márgenes operativos de los productos que elabora y comercializa KZ. Cabe mencionar que el principal producto de KZ es el cierre o cremallera, cuyos principales insumos son metales, tales como cobre y zinc. Las fluctuaciones de precio de estos commodities pueden afectar negativamente los resultados de CR, en la medida que sea más difícil trasladar dichas variaciones al precio final de venta.

Riesgo de Modificación de Política Arancelaria

La empresa se encuentra expuesta a ciertos riesgos arancelarios. Una eventual eliminación de aranceles a los productos importados, en especial, aquellos provenientes del Asia, puede ocasionar una contracción en las proyecciones de ingresos de KZ, al reducir las barreras de entrada para competidores del mercado extranjero. Además, una eventual eliminación de la restitución de aranceles por exportaciones podría causar una disminución en la rentabilidad de las ventas al exterior.

Riesgo de Moneda

Debido a que los ingresos operacionales de KZ se encuentran expresados en su totalidad en dólares americanos, la Empresa se encuentran expuesta a descalces, producto de la apreciación del tipo de cambio. A pesar de que la Gerencia de KZ cree que esta es una situación pasajera que será revertida en el mediano plazo, se han generado operaciones de forward de tipo de cambio con la finalidad de fijar los ingresos en soles en el corto plazo.

Riesgo de Moda

El mercado de confecciones se encuentra altamente influenciado por cambios en las tendencias en la moda. Los productores y proveedores de textiles y otros artículos de confección se enfrentan al riesgo de no poder responder y adecuarse de forma rápida y eficiente a los continuos cambios en los pedidos de sus principales clientes. La falta de esta capacidad de respuesta podría afectar los flujos futuros de la empresa. Sin embargo, la mayor parte de la producción de KZ se realiza principalmente a pedido y con especificaciones técnicas particulares provistas por cada cliente, las cuales pueden ser atendidas gracias a la flexibilidad de procesos y a la moderna maquinaria de KZ.

2.4. Plan estratégico KZ

Visión de la Empresa

La visión de los accionistas al 2021 de KZ es que la empresa facture US\$ 80 millones, a través de una estrategia para fortalecer sus líneas de cierres, cadenas, llaves, elásticos y cintas, y el desarrollo de nuevos negocios.

Este crecimiento se sostiene en las oportunidades que ofrece el mercado mundial, el mismo que para el mercado de cierres en Latinoamérica es el siguiente:

Cuadro 6. Ventas de mercado potencial

Mercado Potencial (En US\$ MM)	
PAIS	US\$/MM
Brazil	200
Colombia	60
Méjico	180
Ecuador	10
Argentina	80
Total	530

Fuente: Inteligencia Comercial KZ.

De este mercado, la expectativa de participación es del 5%, es decir, US\$ 27 millones. Actualmente, la empresa tiene presencia a través de distribuidores propios en Brasil, Colombia y Ecuador; y a través de alianzas con clientes estratégicos, en México y Argentina.

En lo que se refiere a la línea de cadenas y llaves, la expectativa de ventas para los próximos 5 años es de US\$ 5 millones. Atenderá los mercados de Italia, República Checa y otros.

Para la línea de elásticos, las expectativas de ventas para los próximos 5 años son de US\$ 5 millones. Atenderá los mercados de Europa y Estados Unidos.

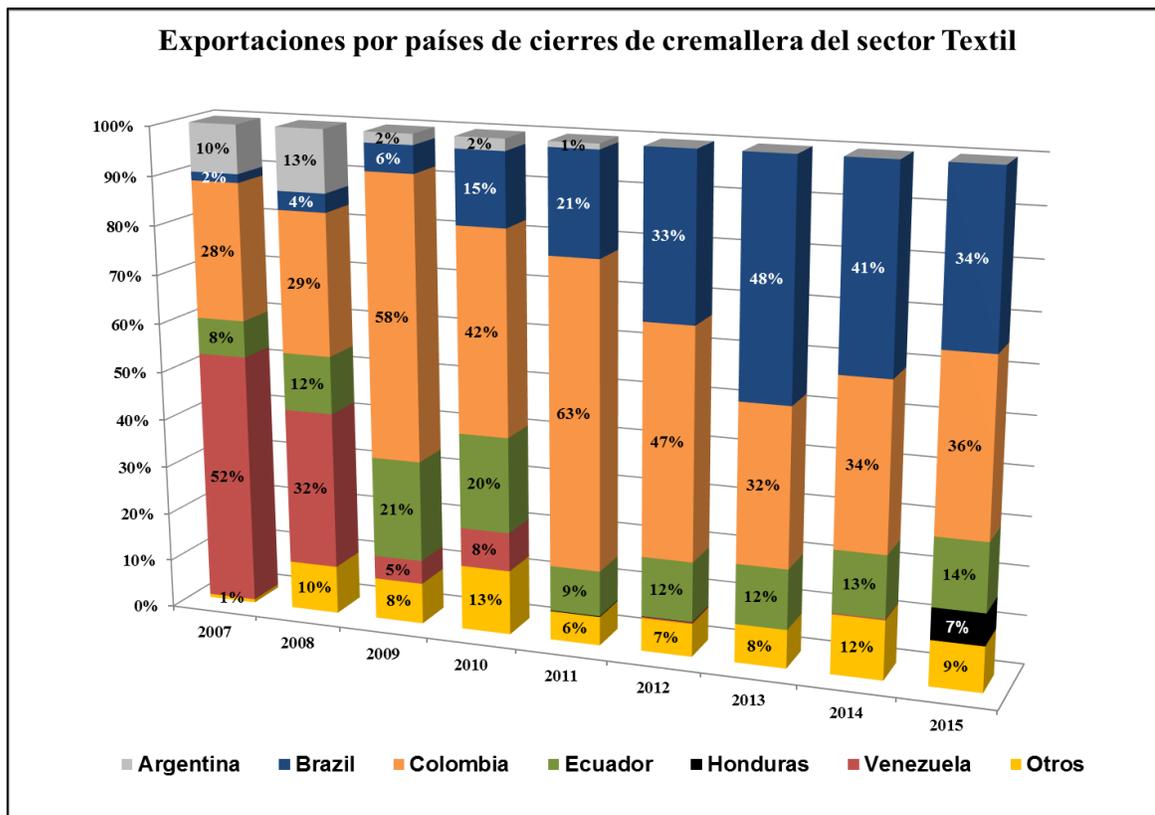
El total de expectativas de ventas hasta aquí es de US\$ 37 millones. Los US\$ 43 millones restantes se completarán con el desarrollo de nuevos negocios, tales como: impresión 3D, suministros para la construcción, entre otros.

La composición por las ventas fue como sigue: 71% en cierres, 4% en etiquetas y cintas, 13% en elásticos, 7% en hilados y 1% en otros. Las ventas se concentran siempre en cierres como producto principal.

Las exportaciones de cremalleras se repartieron de la siguiente manera: 36% a Colombia, 34% a Brasil, 14% a Ecuador, 7% a Honduras y 9% a otros países.

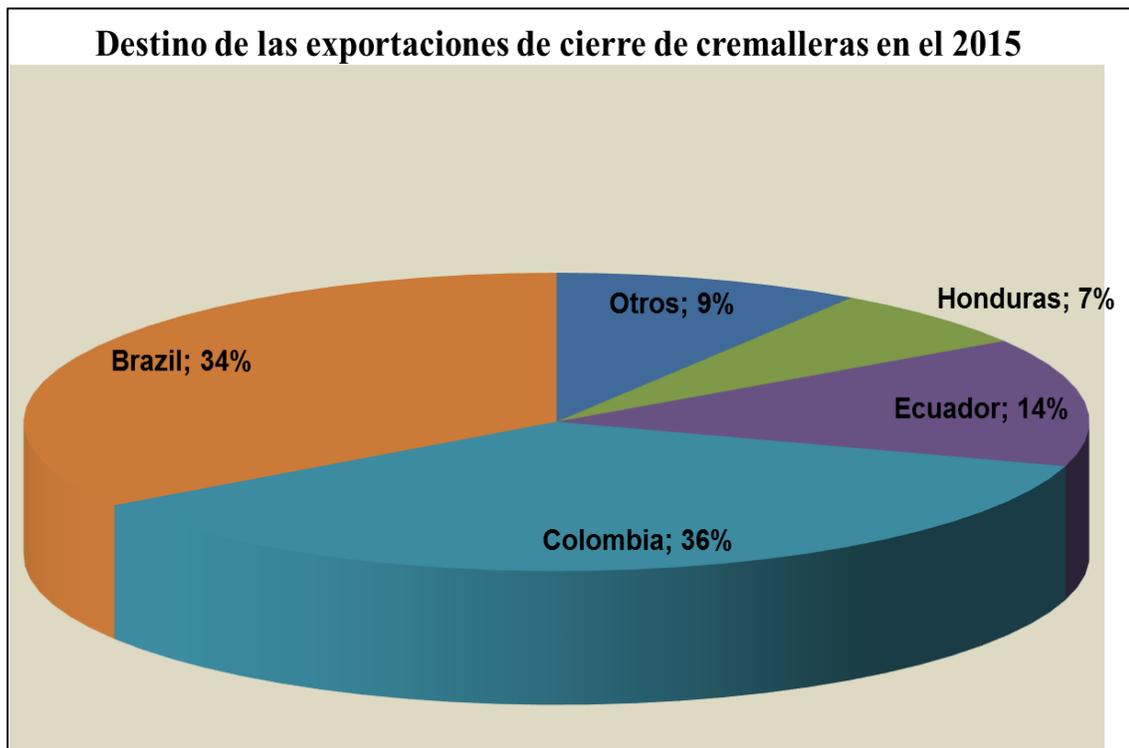
Se debe precisar que las exportaciones en el presente año cayeron en un 15,48% respecto al 2014, en especial hacia Colombia y Brasil (ver gráficos 7 y 8).

Gráfico 7. Exportaciones por países de cierres



Fuente: Elaboración propia, 2016.

Gráfico 8. Destino de exportaciones de cierre



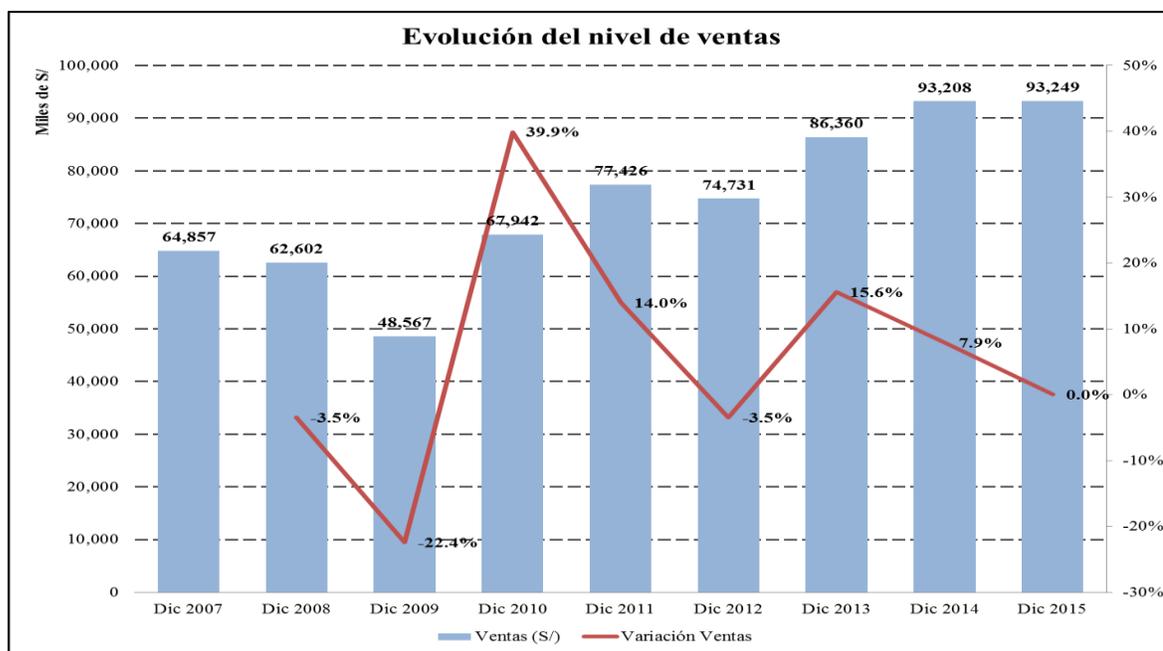
Fuente: Elaboración propia, 2016.

Capítulo IV. Análisis Financiero

1. Rentabilidad y ventas

Los ingresos por venta de King Zipper totalizaron, al cierre del ejercicio 2015, S/ 93,24 millones, un valor 0,04% mayor al registrado al cierre del año 2014 (S/ 93,23 millones). Este crecimiento se produjo como consecuencia, principalmente, de mantener las ventas en el exterior y de su nueva línea de negocios de hilados, con un 7% de participación de ventas en 2015.

Gráfico 9. Evolución de niveles de ventas



Fuente: Elaboración propia, basada en Estados Financieros KZ.

En lo que respecta al costo de ventas, este representó el 74,3% de los ingresos a diciembre de 2015, en comparación con el 76,9% a diciembre de 2014. De esta manera, el margen bruto de la compañía se situó en 25,66% a diciembre de 2015, nivel superior al observado en diciembre de 2014 (23,07%). Esto obedece principalmente a que, en el año 2015, la facturación se hizo en soles (hasta el año 2013 se hizo en dólares). Esta situación, aunada al incremento de los precios de los commodities (con precios en dólares), ocasionó que el MB descendiera y una menor depreciación acumulada respecto al 2014.

Por su parte, al 31 de diciembre de 2015, los gastos de ventas y administración muestran una disminución de -1,32% (neto de depreciación y amortización) en relación al mismo período del año 2014. Así, el total de la utilidad operativa es de S/ 5,71 millones en el 2015, superior en 28,10% a la observada en diciembre de 2014. Este incremento en la carga operativa, principalmente en los gastos administrativos, se debe al aumento en gastos de bonificación por cumplimiento de metas para los empleados que tuvo que asumir la compañía.

Por el lado de los gastos financieros, estos se incrementaron en 42,2% durante el año 2015, respecto al año 2014. Este incremento responde básicamente a la pérdida por la diferencia de cambio (58,4%).

Finalmente, la utilidad neta a diciembre de 2015 totaliza S/ 3,42 millones, superior en 43,68% a la alcanzada en diciembre de 2014. Esto se debe al menor costo en las ventas, 3,7%, principalmente.

Cuadro 7. Rentabilidad de King Zipper

Rentabilidad	Dic 2008	Dic 2009	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015
ROA	3.1%	2.9%	4.8%	3.7%	1.0%	1.6%	2.0%	2.9%
ROE	11.9%	10.5%	15.0%	9.8%	2.4%	4.0%	5.0%	7.5%
Margen Operativo	10.9%	7.9%	8.8%	6.4%	3.4%	9.8%	6.7%	8.3%
Margen Neto	3.4%	4.3%	5.0%	4.4%	1.5%	2.2%	2.6%	3.7%

Fuente: Estados Financieros KZ, elaboración propia

La generación de flujos operativos (EBITDA) de la compañía se vio incrementada durante el año 2015 como consecuencia del mayor resultado de operación obtenido a causa de una disminución en el costo de ventas (la cual estuvo acompañada, en el mismo ritmo, por las ventas del 2014 y 2015), que se situó en S/ 5,71 millones (S/ 4,45 millones en 2014). La disminución del costo de ventas del 2015 ha disminuido fundamentalmente por: a) disminución en el precio de las materias primas, principalmente el cobre, y b) disminución del volumen de desperdicios, lo cual trajo como resultado un mejoramiento del EBITDA, que pasó de 10,0 millones de soles en el 2014 a 11,8 millones en el 2015. Así, se acercó al obtenido en el 2013, que fue de 12,2 millones de nuevos soles, el cual es el EBITDA más alto obtenido en el período de 2008 a 2015.

Cuadro 8. Indicadores anualizados

Indicadores anualizados	Dic 2008	Dic 2009	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015
EBITDA*	9.6	6.8	9.0	8.2	6.0	12.2	10.0	11.8
Margen EBITDA	15.3%	14.0%	13.3%	10.6%	8.1%	14.1%	10.8%	12.6%
Gasto Financiero Neto*	4.8	1.8	1.5	1.0	1.1	5.0	4.3	4.4
Depreciación y Amortización*	2.8	2.9	3.1	3.2	3.5	3.7	3.8	4.0
Deuda Financiera/EBITDA	4.9	5.6	4.1	4.5	6.6	3.8	4.4	3.6
EBITDA/Gastos Financieros Netos	2.0	3.7	6.2	8.0	5.4	2.4	2.3	2.7

*Expresados en millones de Soles

Fuente: Elaboración propia, basada en Estados Financieros KZ.

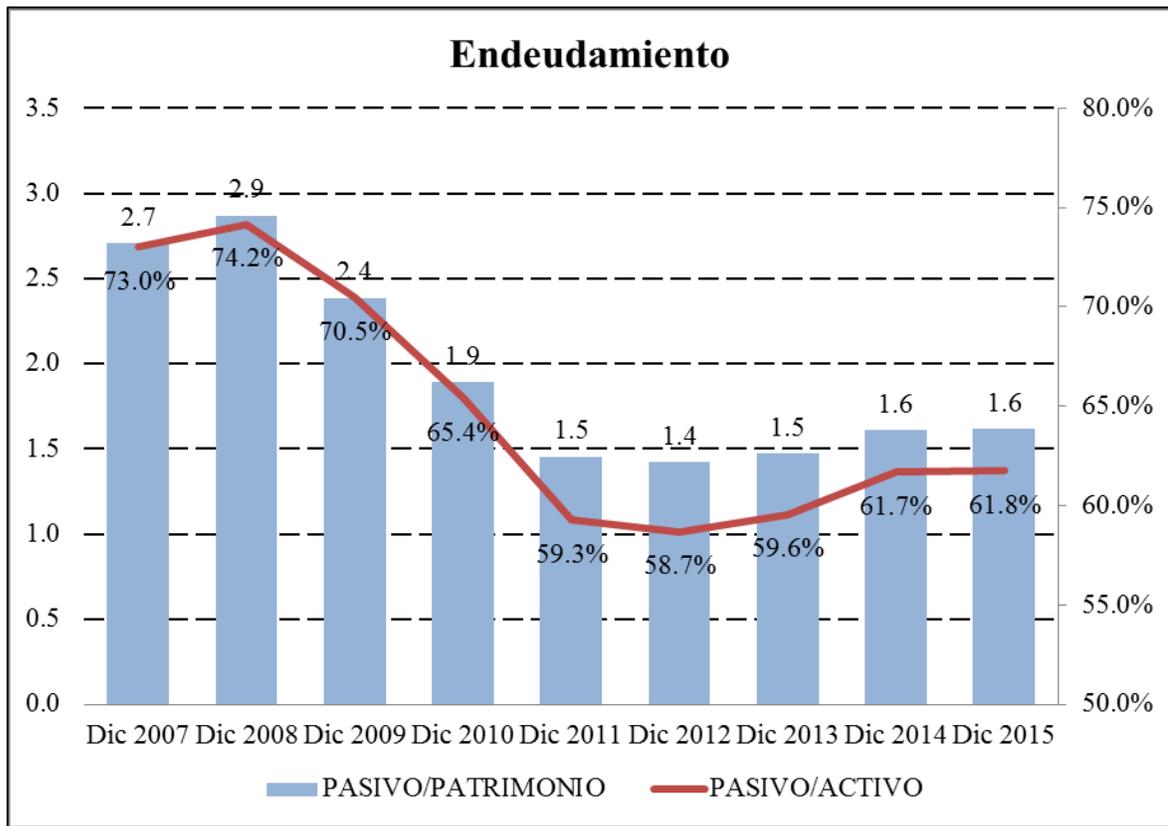
Se puede observar que un importante componente del flujo operativo lo constituye el gasto de depreciación y amortización (S/ 4,4 millones al año). Asimismo, de disponer del íntegro del EBITDA, dicho flujo debería cumplir con las obligaciones financieras en un aproximado de cuatro años.

2. Solvencia y endeudamiento

El patrimonio neto de la compañía ascendía a S/ 44,8 millones al cierre del ejercicio 2015, un 4,6% inferior al registrado en el mismo período del 2014. Esto fue producto de la repartición de dividendos en octubre del 2015.

Con respecto al pasivo, este disminuyó en 4,3% con respecto al 2014, principalmente por la disminución de cuentas por pagar comerciales (-35,6%) y obligaciones financieras (-11,7%). Por tanto, el nivel de apalancamiento se mantiene en un nivel de 1,6 para los años 2014 y 2015, respectivamente, lo que representa niveles superiores a los mostrados a los períodos 2011 al 2013.

Gráfico 10. Endeudamiento de King Zipper.



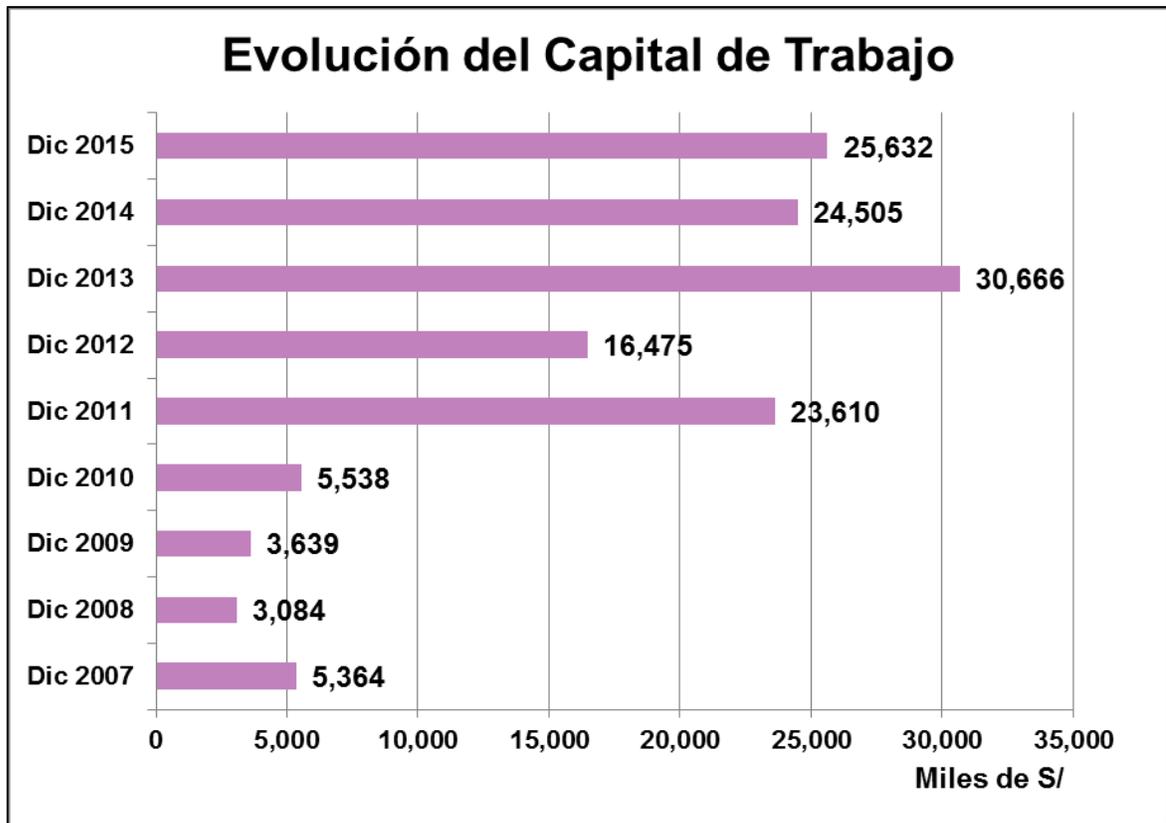
Fuente: Elaboración propia, basada en Estados Financieros KZ.

La deuda financiera de KZ está conformada por descuento de letras, pagarés bancarios, préstamos bancarios y arrendamientos financieros, los cuales financian la adquisición de maquinaria y equipos. La deuda financiera ascendía a S/ 41,8 millones.

3. Liquidez y calidad de activos

Al término del año 2015, KZ presenta un capital de trabajo positivo de S/ 25,6 millones, que está respaldado principalmente por la realización de las cuentas por cobrar comerciales (S/ 29,5 millones) y de las existencias (S/ 24,6 millones).

Gráfico 11. Evolución del capital de trabajo



Fuente: Estados Financieros KZ, elaboración propia.

Las cuentas por cobrar comerciales disminuyeron en -2,7% con respecto al cierre del ejercicio 2014 como consecuencia de la menor venta realizada a clientes del exterior en el año 2015.

Por otro lado, el nivel de existencias mantenidas por la compañía fue menor en -5,4% a las registradas en diciembre de 2014. Dichas existencias estuvieron conformadas principalmente por materias primas y auxiliares (21,4%), productos terminados (28,3%) y productos en proceso (29,6%). La disminución del nivel de existencias se explica, sobre todo, por el incremento de la rotación, producto de las políticas de reducción de inventarios establecidas por la Gerencia desde el año 2014.

Con respecto a los indicadores de liquidez, tanto corriente como ácida, es necesario indicar que estos mostraron una mejora con respecto a los del año 2014, los mismos que decrecieron con respecto al año 2013. Este cambio obedece, principalmente, a la obtención por parte del accionista mayoritario

de un préstamo, que será pagado el año 2020 en una sola armada. Dicho préstamo fue utilizado para el pago de obligaciones corrientes.

Cuadro 9. Liquidez de King Zipper

Liquidez	Dic 2008	Dic 2009	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015
Liquidez corriente	1.07	1.09	1.14	1.86	1.47	2.04	1.69	1.79
Prueba ácida	0.59	0.55	0.55	0.89	0.65	1.07	0.96	1.03

Fuente: Elaboración propia, basada en Estados Financieros KZ.

Con respecto a los activos fijos, estos representaron el 46,5% del total del activo a diciembre de 2015. Están conformados, principalmente, por las edificaciones de la planta de producción, maquinarias y equipo.

4. CAPEX

El CAPEX de KZ, es de alrededor de US1MM anuales, principalmente para la adquisición de maquinaria y equipo. El financiamiento se realiza mediante operaciones leasing a plazo de 2 años.

5. Política de Dividendos

No hay una política de pago de dividendos establecida, generalmente se pagan en promedio cada 3 años, previa aprobación de la Junta General de Accionistas.

6. Análisis Financiero (Horizontal y Vertical)

En esta sección se procede a realizar el análisis vertical y horizontal de la empresa con el fin de conocer cómo ha sido la gestión financiera de la empresa para el período 2007 – 2016. En este caso, el análisis vertical permitirá conocer cuáles han sido los componentes más relevantes dentro del Balance General para este período y también nos permitirá saber cómo ha sido la evolución de los ratios y márgenes financieros (medido con respecto a las ventas) en el Estado de Resultados.

En otro sentido, el análisis horizontal permite identificar las tasas de crecimientos de todas las cuentas en ambos Estados Financieros, pero es necesario resaltar que la variable más importante a considerar

es la evolución de las ventas, pues ello es la que define el crecimiento de la empresa. Y considerando futuras proyecciones, el crecimiento de las ventas siempre es el punto de partida.

Primero se procederá a realizar el análisis vertical tanto del Balance General como del Estado de Resultados. En el Cuadro N°1 se puede observar que en el Balance General, el activo corriente ha tenido un peso promedio de 55% (período 2007 – 2015), mientras que en el activo no corriente, el peso promedio asciende a 45%. Sin embargo, se debe resaltar que en los últimos cinco años (2011 – 2015), el activo no corriente ha crecido, llegando a ser en promedio el 52% de los activos, mientras que el activo corriente explica el 48% del total de activos.

La razón fundamental de este cambio se debe a un crecimiento importante en el nivel de inmuebles, maquinaria y equipos, el cual representa cerca del 49% de activos en los últimos cinco años. Ello responde a mayores compras de equipos en el 2011, pero que desde ese momento se mantiene estable, pues la inversión que se realiza cada año corresponde a 1 millón de dólares aproximadamente (cercano a los S/. 3,400.00 miles), sin descontar por la depreciación. Por lo tanto, para futuras proyecciones, el supuesto sobre esta cuenta será que crece a 1 millón de dólares antes de restar por la depreciación. Es preferible este método para el tratamiento de inversiones, que usar porcentajes porque, como se observa en el Cuadro N° 1, la inversión no se mueve linealmente en el tiempo con los activos, sino que es un monto plano que va creciendo en un monto fijo en cada período y en fechas determinadas puede crecer fuertemente cuando la empresa busca ampliar su capacidad de producción para soportar mayores ventas.

Las otras cuentas más importantes del Activo se encuentran en el activo corriente, las cuales son “Cuentas por cobrar comerciales” y “Existencias”, donde representan alrededor de 21% y 23% del activo en promedio, respectivamente, para los últimos cinco años (2011 – 2015), y 24% y 27%, para todo el período en análisis (2007 – 2015). Estos porcentajes resaltan la importancia que tienen estas cuentas en el balance y la necesidad de hacer una proyección acuciosa de las mismas. En este sentido, para la estimación de estas variables lo más adecuado es ligarlas al nivel de ventas a través del ciclo de conversión de efectivo (el método se verá más adelante) antes que usar los porcentajes obtenidos en este análisis, pues la evolución de estas cuentas pertenece al capital de trabajo de la empresa, el cual está fuertemente ligado a las ventas y, por ende, a la operativa de la empresa.

En el lado del Pasivo, se observa que hay una tendencia, en los últimos años, al crecimiento del pasivo no corriente, pues el promedio de largo plazo señala que el porcentaje sobre activos es de 33% para los últimos años (2011 – 2015), pero en el global es de 24% (2007 – 2015). Este cambio se debe principalmente a la cuenta de “Préstamos de accionistas” que se incrementó de manera importante en el 2011 y, desde ese momento, se mantiene estable en un porcentaje cercano al 10% de los activos en los últimos cinco años, pues cada año varía. Por tal motivo, para una proyección de esta cuenta, se debe utilizar este porcentaje como base de estimación.

Otras cuentas a considerar en el Pasivo No Corriente son las obligaciones financieras, cuyo crecimiento se viene acelerando en los últimos años. Para la proyección de esta variable, también se debe utilizar el promedio de los últimos cinco años como referencia.

Por el lado del pasivo corriente, se deben resaltar las Obligaciones Financieras que vienen decayendo, en contraposición a las Obligaciones Financieras de largo plazo. Asimismo, las cuentas por pagar comerciales, como porcentaje sobre los activos, se mantiene estable, pero al ser parte del capital de trabajo, su proyección no dependerá de este porcentaje, sino de relación con las ventas estimadas.

Con respecto al Patrimonio Neto, tanto el Capital Social como la Reserva Legal, se han mantenido estables con respecto a los activos, pero, por otro lado, se debe destacar el crecimiento que ha evidenciado los Resultados Acumulados. No obstante, para la proyección de esta variable, la mejor forma de estimar los montos futuros es a través de la incorporación de la utilidad neta de cada ejercicio menos los dividendos que son pagados a los accionistas.

El análisis vertical del Estado de Resultados resalta los porcentajes de cada cuenta con respecto a las Ventas, de esta manera se puede medir la eficiencia de la compañía utilizando los márgenes, donde los más importantes son el Margen Bruto, Margen Operativo y el Margen Neto⁵. Asimismo, también se pueden obtener otros márgenes como Margen EBITDA y Margen EBIT, los cuales sirven especialmente para calcular los flujos operativos de la empresa, los cuales utilizaremos en otra sección.

⁵ El Margen Bruto

Retomando el análisis vertical del Estado de Resultados, se observa que los márgenes antes mencionados se han mantenido en promedio estables, tanto en la ventana de análisis de todos los años como en el de los últimos cinco años. Por lo tanto, se utilizará el promedio de largo plazo para la proyección. Los porcentajes promedio a usar serán de (poner los porcentajes para cada una).

Análisis Vertical

Cuadro 10. Análisis vertical – Balance general de King Zipper

Balance General (S/. 000)										Porcentajes promedio	
ACTIVOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	(2007 - 2015)	(2011-2015)
Efectivo y equivalente	0.94%	0.47%	0.33%	0.08%	1.34%	0.76%	1.14%	1.23%	0.70%	0.78%	1.03%
Cuentas por cobrar comerciales	23.47%	31.75%	26.53%	27.71%	18.40%	17.68%	20.59%	25.08%	25.52%	24.08%	21.45%
Cuentas por cobrar a relacionadas											
Otras cuentas por cobrar	5.99%	4.19%	5.42%	2.83%	1.50%	1.56%	4.03%	1.35%	2.09%	3.22%	2.11%
Existencias	33.03%	29.29%	31.57%	33.03%	23.71%	25.41%	23.76%	21.17%	20.95%	26.88%	23.00%
Activos disponibles para venta											
Gastos pagados por anticipado	0.15%	0.18%	0.16%	0.08%	0.58%	0.46%	0.46%	0.30%	0.40%	0.31%	0.44%
Activo corriente	63.57%	65.88%	64.01%	63.73%	45.54%	45.86%	49.99%	49.13%	49.66%	55.26%	48.04%
Otras cuentas por cobrar a LP	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.12%	1.65%	0.78%	1.13%	0.00%	0.63%	1.14%
Inversiones financieras	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.02%	3.22%	3.37%	0.74%	1.32%
Inmueble maquinaria y equipo, neto	36.30%	34.04%	34.50%	35.06%	51.80%	51.99%	48.80%	46.10%	46.49%	42.79%	49.04%
Activos disponibles para venta, neto											
Activos intangibles, neto	0.12%	0.08%	1.49%	1.21%	0.54%	0.49%	0.42%	0.42%	0.48%	0.58%	0.47%
Activo no corriente	36.43%	34.12%	35.99%	36.27%	54.46%	54.14%	50.01%	50.87%	50.34%	44.74%	51.96%
Total activos	100.00%	100.00%									
PASIVOS Y PAT. NETO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Porcentajes promedio	
										(2007 - 2015)	(2011-2015)
Obligaciones financieras	27.34%	53.72%	43.95%	44.65%	12.73%	21.71%	17.08%	18.34%	19.66%	28.80%	17.90%
Cuentas por pagar comerciales	8.97%	3.97%	11.15%	7.47%	8.06%	7.02%	4.65%	6.92%	4.66%	6.98%	6.26%
Cuentas por pagar a relacionadas											
Papeles comerciales											
Tributos, participaciones y otras cuentas por pagar	18.75%	3.93%	3.74%	3.68%	3.69%	2.57%	2.77%	3.90%	3.49%	5.17%	3.28%
Parte corriente oblig. financ. LP											
Pasivo corriente	55.06%	61.62%	58.84%	55.80%	24.48%	31.30%	24.49%	29.15%	27.81%	40.95%	27.45%
Obligaciones financieras	15.21%	10.68%	9.84%	8.15%	20.14%	13.30%	21.06%	17.86%	16.02%	14.69%	17.67%
Impuesto a la renta y part laboral	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.33%	3.79%	3.74%	5.41%	9.09%	2.93%	5.27%
Prestamos de accionistas	2.76%	1.85%	1.79%	1.44%	10.33%	10.29%	10.26%	9.27%	8.86%	6.32%	9.80%
Pasivo no corriente	17.97%	12.53%	11.62%	9.59%	34.80%	27.38%	35.06%	32.54%	33.96%	23.94%	32.75%
Total pasivo	73.02%	74.15%	70.46%	65.39%	59.28%	58.68%	59.55%	61.69%	61.77%	64.89%	60.19%
Capital social	24.56%	21.35%	21.96%	22.13%	13.80%	13.67%	19.18%	18.81%	19.67%	19.46%	17.02%
Acciones de inversión											
Excedente de revaluación											
Reserva legal	2.40%	2.09%	2.45%	3.25%	2.33%	2.31%	2.28%	2.39%	2.71%	2.47%	2.41%
Resultados no realizados											
Resultados acumulados	0.02%	2.40%	5.12%	9.22%	24.59%	25.34%	18.98%	17.11%	15.85%	13.18%	20.38%
Patrimonio neto	26.98%	25.85%	29.54%	34.61%	40.72%	41.32%	40.45%	38.31%	38.23%	35.11%	39.81%
Total pasivo y patrimonio	100.00%	100.00%									

Fuente: Estados Financieros KZ, elaboración propia.

Cuadro 11. Análisis vertical - Estado de resultados de King Zipper

ESTADO RESULTADOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Porcentajes promedio	
										(2007 - 2015)	(2011-2015)
Ventas netas	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100%	100%
Costo de ventas	(70.23%)	(74.28%)	(76.75%)	(75.26%)	(73.38%)	(80.12%)	(73.94%)	(76.92%)	(74.24%)	(75%)	(76%)
Margen Bruto	29.77%	25.72%	23.25%	24.74%	26.62%	19.88%	26.06%	23.08%	25.76%	25%	24%
Gastos de administración y ventas	(19.24%)	(16.73%)	(18.57%)	(18.36%)	(22.18%)	(18.36%)	(18.41%)	(18.30%)	(19.64%)	(19%)	(19%)
Margen Bruto (a)	10.54%	9.00%	4.68%	6.38%	4.44%	1.52%	7.65%	4.78%	6.12%	6%	5%
Ingresos financieros	1.62%	13.65%	13.06%	3.64%	5.85%	6.95%	5.38%	4.36%	8.05%	7%	6%
Gastos financieros	(5.15%)	(21.37%)	(16.83%)	(5.78%)	(7.16%)	(8.45%)	(11.15%)	(8.98%)	(12.76%)	(11%)	(10%)
Otros, neto (b)	1.97%	1.86%	3.24%	2.37%	1.93%	1.83%	2.10%	1.95%	2.21%	2%	2%
Ut. Ant. Part. Trab e Imp. Renta	8.97%	3.14%	4.15%	6.61%	5.06%	1.85%	3.99%	2.11%	3.62%	4%	3%
Part. de los trabajadores											
Impuesto a la renta	(2.96%)	0.27%	0.13%	(1.63%)	(0.65%)	(0.39%)	(1.76%)	0.45%	0.05%	(1%)	(0%)
Margen Neto ejercicio	6.02%	3.40%	4.28%	4.98%	4.40%	1.46%	2.22%	2.56%	3.67%	4%	3%
Depreciación (c)	4.85%	4.48%	6.07%	4.54%	4.19%	4.71%	4.32%	4.05%	4.27%	5%	4%
Margen EBIT (d)=(a) + (b)	12.51%	10.86%	7.92%	8.75%	6.37%	3.36%	9.76%	6.73%	8.33%	8%	7%
Margen EBITDA (e)=(c)+ (d)	17.36%	15.34%	13.99%	13.29%	10.56%	8.07%	14.08%	10.78%	12.61%	13%	11%

Fuente: Estados Financieros KZ, elaboración propia.

El análisis horizontal busca medir los cambios porcentuales anuales de cada cuenta, tanto en el Balance General como en el Estado de Resultados; ello permite medir la variación de cada una con el fin de determinar las variables que más han crecido o decrecido en un período de análisis determinado.

Si bien este análisis permite ver qué variables se acelera o desacelera, pero ello de por sí no es una medida de relevancia. Por tal motivo, es necesario que tanto el análisis vertical y horizontal sean utilizados de manera complementaria.

En el caso del Balance General, la variable que más creció fue el disponible con tasas promedio de 70% para los últimos cinco años. También se encuentra las inversiones financieras, donde aumenta en más de 700 % anual. A pesar de estos datos, ya se vio en el análisis anterior que ambas variables no son muy significativas en el balance porque su peso relativo es muy bajo.

No obstante, esta poca utilidad que se observa en el Balance, en el Estado de Resultado, sí cobra una mayor importancia este análisis porque permite ver la velocidad a la que crece la variable clave de Ventas Netas. Esto es muy importante, porque el primer paso para cualquier proyección de estados financieros es estimar el crecimiento de las ventas lo que repercutirá luego en el crecimiento de los activos de la compañía.

En este sentido, se ha encontrado que las ventas han crecido alrededor de 4.6% en el período de 9 años, pero también se observó que, en los últimos cinco años, la tasa fue de 6.2%. Este último dato podría indicar que en los últimos cinco años existe una aceleración del crecimiento, lo que es cierto, pero en el último año, al parecer, empieza a notarse una caída, ya que solo se creció 0.5%, luego de crecer con tasas por encima de 7% en los dos años previos. Entonces, estos resultados evidencian que la tasa de crecimiento se viene desacelerando y debería finalmente converger cerca del promedio histórico de los 9 años, dato que será usado para realizar la proyección del Estado de Resultados.

Análisis Horizontal

Cuadro 12. Análisis horizontal – Balance general de King Zipper

Balance General (S/. 000)									Var. % promedio	
ACTIVOS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	(2007 - 2015)	(2011-2015)
Efectivo y equivalente	(41.92%)	(32.72%)	(75.80%)	2,590.93%	(42.90%)	60.61%	9.27%	(45.08%)	4.30%	71.44%
Cuentas por cobrar comerciales	55.56%	(18.75%)	3.64%	6.53%	(3.08%)	23.86%	24.23%	(2.68%)	9.22%	9.11%
Cuentas por cobrar a relacionadas										
Otras cuentas por cobrar	(19.60%)	25.93%	(48.17%)	(15.01%)	4.76%	175.23%	(65.82%)	48.01%	(5.23%)	4.39%
Existencias	1.99%	4.81%	3.83%	15.17%	8.12%	(0.55%)	(9.13%)	(5.41%)	2.10%	1.26%
Activos disponibles para venta										
Gastos pagados por anticipado	43.17%	(17.43%)	(50.74%)	1,113.63%	(19.97%)	5.96%	(33.19%)	26.16%	22.44%	54.05%
Activo corriente	19.18%	(5.53%)	(1.20%)	14.62%	1.63%	15.91%	0.23%	(3.34%)	4.80%	5.52%
Otras cuentas por cobrar a LP					(21.25%)	(50.02%)	47.82%	(100.00%)	(100.00%)	(100.00%)
Inversiones financieras						326.76%	13,774.89%	0.00%	739.73%	739.73%
Inmueble maquinaria y equipo, neto	7.85%	(1.47%)	0.85%	137.03%	1.27%	(0.18%)	(3.66%)	(3.58%)	11.48%	17.35%
Activos disponibles para venta, neto										
Activos intangibles, neto	(28.27%)	1,772.20%	(19.50%)	(29.09%)	(8.33%)	(9.08%)	2.31%	9.37%	27.87%	(7.94%)
Activo no corriente	7.72%	2.57%	0.01%	140.84%	0.31%	(1.75%)	3.72%	(5.38%)	12.55%	18.43%
Total activos	15.01%	(2.77%)	(0.76%)	60.41%	0.91%	6.35%	1.97%	(4.38%)	8.09%	10.91%
PASIVOS Y PAT. NETO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Var. % promedio	
									(2007 - 2015)	(2011-2015)
Obligaciones financieras	125.96%	(20.45%)	0.82%	(54.29%)	72.17%	(16.35%)	9.53%	2.50%	3.72%	(5.87%)
Cuentas por pagar comerciales	(49.08%)	173.11%	(33.52%)	73.02%	(12.13%)	(29.58%)	51.78%	(35.64%)	(0.42%)	0.90%
Cuentas por pagar a relacionadas										
Papeles comerciales										
Tributos, participaciones y otras cuentas por pagar	(75.88%)	(7.57%)	(2.25%)	60.91%	(29.76%)	14.59%	43.48%	(14.25%)	(12.39%)	9.77%
Parte corriente oblig. financ. LP										
Pasivo corriente	28.73%	(7.16%)	(5.88%)	(29.65%)	29.04%	(16.78%)	21.38%	(8.79%)	(0.76%)	(3.51%)
Obligaciones financieras	(19.21%)	(10.48%)	(17.72%)	296.14%	(33.38%)	68.45%	(13.54%)	(14.23%)	8.79%	26.95%
Impuesto a la renta y part laboral	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	(11.58%)	4.93%	47.36%	60.56%	10.33%	17.03%
Prestamos de accionistas	(22.94%)	(5.96%)	(20.33%)	1,054.84%	0.52%	6.00%	(7.83%)	(8.67%)	25.05%	59.61%
Pasivo no corriente	(19.78%)	(9.82%)	(18.12%)	482.14%	(20.60%)	36.17%	(5.37%)	(0.21%)	17.04%	42.83%
Total pasivo	16.79%	(7.61%)	(7.90%)	45.40%	(0.10%)	7.93%	5.64%	(4.26%)	5.85%	9.66%
Capital social	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	49.20%	0.00%	0.00%	5.13%	8.33%
Acciones de inversión										
Excedente de revaluación										
Reserva legal	0.00%	14.07%	31.65%	15.01%	0.00%	5.04%	6.98%	8.12%	9.71%	6.92%
Resultados no realizados										
Resultados acumulados	14,887.85%	107.24%	78.65%	327.68%	3.96%	(20.32%)	(8.12%)	(11.38%)	151.50%	23.60%
Patrimonio neto mayoritarios	10.18%	11.11%	16.27%	88.75%	2.39%	4.10%	(3.42%)	(4.57%)	12.90%	13.15%
Patrimonio neto	10.18%	11.11%	16.27%	88.75%	2.39%	4.10%	(3.42%)	(4.57%)	12.90%	13.15%
Total pasivo y patrimonio	15.01%	(2.77%)	(0.76%)	60.41%	0.91%	6.35%	1.97%	(4.38%)	8.09%	10.91%

Fuente: Estados Financieros KZ, elaboración propia

Cuadro 13. Análisis horizontal - Estado de resultados de King Zipper

ESTADO RESULTADOS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Var. % promedio	
									(2007 - 2015)	(2011-2015)
Ventas netas	(3.48%)	(22.42%)	39.89%	13.96%	(3.48%)	15.56%	7.93%	0.04%	4.6%	6.5%
Costo de ventas	2.09%	(19.84%)	37.17%	11.11%	5.39%	6.65%	12.28%	(3.45%)	5.4%	6.2%
Utilidad bruta	(16.60%)	(29.88%)	48.87%	22.62%	(27.93%)	51.46%	(4.41%)	11.68%	2.8%	7.4%
Gastos de administración y ventas	(16.08%)	(13.87%)	38.34%	37.67%	(20.14%)	15.88%	7.29%	7.38%	4.9%	8.0%
Utilidad operativa	(17.55%)	(59.64%)	90.62%	(20.70%)	(66.84%)	479.80%	(32.55%)	28.14%	-2.2%	5.7%
Ingresos financieros	715.47%	(25.78%)	(60.99%)	83.17%	14.61%	(10.57%)	(12.55%)	84.92%	27.9%	24.9%
Gastos financieros	300.71%	(38.91%)	(51.95%)	41.27%	13.88%	52.40%	(13.08%)	42.21%	17.2%	24.8%
Otros, neto	(9.06%)	35.27%	2.51%	(7.34%)	(8.24%)	32.62%	(0.00%)	13.19%	6.1%	5.0%
Ut. Ant. Part. Trab e Imp. Renta	(66.28%)	2.69%	122.96%	(12.89%)	(64.60%)	148.38%	(42.84%)	71.67%	-6.6%	-5.6%
Part. de los trabajadores										
Impuesto a la renta	(108.69%)	(61.30%)	(1,818.48%)	(54.59%)	(41.67%)	418.71%	(127.36%)	(88.34%)	-100.0%	-153.5%
Part. de los trabajadores diferido										
Impuesto a la renta diferido										
Utilidad neta actividades continuas	(45.42%)	(2.32%)	62.69%	0.78%	(67.99%)	75.62%	24.34%	43.68%	-1.6%	0.2%
Ingreso de operaciones descontinuadas										
Utilidad neta del ejercicio	(45.42%)	(2.32%)	62.69%	0.78%	(67.99%)	75.62%	24.34%	43.68%	-1.6%	0.2%
Depreciación	(10.84%)	5.00%	4.72%	5.13%	8.61%	5.91%	1.14%	5.62%	3.0%	5.3%
EBIT	(16.21%)	(43.40%)	54.59%	(17.08%)	(49.09%)	235.62%	(25.53%)	23.81%	-0.5%	5.5%
EBITDA	(14.71%)	(29.26%)	32.96%	(9.49%)	(26.19%)	101.49%	(17.34%)	16.98%	0.5%	5.4%

Fuente: Estados Financieros KZ, elaboración propia

Capítulo V. Valorización

Terminado el Análisis Financiero; en donde hemos podido encontrar datos para efectuar el proceso de valorización de la empresa, en el presente capítulo efectuaremos dicho proceso. El cual finalmente nos dará como producto el valor de la empresa bajo el método de flujos descontados.

1. Cálculo del WACC

Para el cálculo del WACC se utilizaron los siguientes supuestos:

- Estructura de Capital Objetivo: La teoría sugiere en el mejor de los casos, utilizar la estructura actual de Deuda y Patrimonio a valor de mercado. En caso se prefiera, se puede utilizar un ratio objetivo de la razón de Deuda/Patrimonio de la empresa, que se espera sea de largo plazo. Sin embargo, para empresas privadas, al no tener cotización en bolsa, se deben buscar empresas comparables con deuda y capital que sí coticen en un mercado bursátil. Por tal motivo, se utilizó la base de datos de Damodaran, donde se provee información de empresas de mercados emergentes⁶. De ahí se obtuvo el D/E promedio para el sector Apparell, cuyo valor es de 23.90%.
- La tasa imponible que se utilizará depende de la proyección de tasas impositivas de impuesto a la renta para los siguientes años que tienen previsto implementar la SUNAT y de la participación de trabajadores que equivale a 10%. El promedio de la tasa imponible a utilizar es 34%. El siguiente cuadro muestra la estimación:

⁶ <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/waccemerg.xls>

Cuadro 14. Variación de la Tasa de Impuesto a la Renta

TASA IMPUESTO A LA RENTA	
Ejercicios Gravables	Tasas
2015-2016	28%
2017-2018	27%
2019 en adelante	26%
PROMEDIO	27%
PART. TRABAJADORES	10%
TASA IMPONIBLE	34.00%

Fuente: Elaboración propia, 2016.

- Beta desapalancada para la industria igual a 0,88 (Damodaran, 2016).
- La Tasa libre de riesgo, que se utilizará debe corresponder a una tasa con un promedio de duración similar al de los flujos a utilizar. Sin embargo, en una valorización, los flujos pueden ser infinitos, lo que induce a utilizar tasas libres de riesgo de duración larga. Según Damodaran⁷, se pueden utilizar las tasas de los bonos del tesoro americano a 10 y 30 años, pero hay una mayor inclinación a usar el de 10 años, ya que es un bono mucho más líquido y, por lo tanto, refleja de manera más rápida las expectativas del mercado financiero. En esta oportunidad, se utilizará la tasa del bono a 10 años para fines del 2015, la cual corresponde a 1.28%⁸.
- En la práctica, la prima por riesgo se estima a través de la prima histórica de las acciones sobre las tasas libres de riesgo sobre períodos largos. En este sentido, se debe calcular los rendimientos ganados de las acciones en un período de larga data y compararlo con un activo libre de riesgo. La diferencia, en una base anual, entre los dos rendimientos es la prima por riesgo. Damodaran recomienda usar los períodos más largos posibles (desde 1926) para evitar el ruido en el riesgo que puede generar usar períodos cortos. Asimismo, resalta que la tasa libre de riesgo a usar debe ser acorde con la tasa libre de riesgo definida previamente. También sugiere que las rentabilidades deben ser calculadas en forma geométrica debido a la fuerte correlación negativa en los rendimientos de las acciones, lo que desestima el principal

⁷ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/discrate1.pdf>

⁸ <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>

supuesto del promedio aritmético que es que los rendimientos no están correlacionados. De esta manera, la prima es de 6.28%.

- Si el riesgo de un país es relevante y lleva a obtener una mayor prima de riesgo para inversiones en dicho país, se debe agregar una prima por Riesgo País. La práctica usual es utilizar una medida de riesgo de default para el país en análisis. La primera herramienta a usar es el Spread de Default que tiene el país, el cual es calculado como el spread de un bono en dólares del país en análisis con respecto al bono del tesoro americano. En este sentido, el Perú posee el indicador EMBI+ Perú el cual mide el spread de default de los bonos peruanos en dólares. En diciembre del 2015, el spread era de 2,36% para la deuda peruana (BCRP, 2016a).
- Lambda es igual a 1.65, que es el ratio de la volatilidad de las acciones locales y los bonos soberanos (Bloomberg y BVL). Este factor de ajuste se utiliza en la valorización de empresas situadas en países emergentes, como es el caso peruano.
- Para estimar el costo de la deuda, se sugiere usar una tasa de endeudamiento de mercado. Damodaran recomienda que se debe hallar un Spread de Default para cada empresa, según su calificación de riesgo. El spread se debe sumar a la tasa libre de riesgo para obtener la tasa de endeudamiento. Además, si la compañía se encuentra en un país emergente, se debe agregar la prima por Default del país de origen. De esta manera, se tendrá el costo de endeudamiento en dólares de la firma en análisis como la suma de la tasa libre de riesgo, la prima por default del país de origen y el spread de default correspondiente a la calificación de riesgo de la empresa. Sobre la calificación de riesgo, si la empresa no posee una, Damodaran provee una calificación artificial basada en la cobertura de gastos de intereses de la empresa. Asimismo, en su página web, se provee el spread que correspondería a la calificación de riesgo asignada.
- Según la información obtenida, KING Zipper tiene un ratio de cobertura de 2.7 veces para el período 2007 – 2015. Ello, da un resultado de 5.5%, al cual hay que agregarle la tasa libre de riesgo (1.28%) y el spread de default de Perú (2.36%), para obtener el endeudamiento final en dólares. La tasa final es de 9.14%.

- Por último, la tasa de descuento debe ser expresada en la misma moneda de los flujos a descontar. En este caso, los flujos que se reciben están en nuevos soles, por lo que se necesita que la tasa de descuento también sea expresada en la misma moneda. A través de la fórmula vista en la sección anterior. Para ello, se utilizará la inflación esperada para el dólar y para el nuevo sol, correspondiente al año 2016⁹.

Cuadro 15. Tasa de descuento (WACC)

Tasa de descuento (WACC)

Reapalancar betas

Deuda (000) S/.	52,232,501
D/E (Objetivo)	23.90%
Tasa imponible	34%
Beta desapalancada	0.88
Beta re apalancada	1.02

Costo de capital

Tasa libre de riesgo	1.28%
Beta re apalancado	1.02
Prima por riesgo	6.28%
Riesgo país	2.36%
Lambda	1.65
Prima de Liquidez	1.00%
Costo de capital USD	12.57%

WACC

Deuda/Deuda+Capital	19.3%
Capital/Deuda+Capital	80.7%
Tasa imponible	34%
Costo de la deuda	9.14%
Costo de capital	12.6%
WACC US\$	11.3%

Inflación esperada USD	1.0%
Inflación esperada PEN	3.0%
WACC S/	13.51%

Fuente: Elaboración propia, año 2016.

⁹ La inflación esperada del dólar y del nuevo sol se obtuvieron de las páginas web de la FED y del BCRP.

2. Supuestos

Para el proceso de valorización de KZ se han tomado los siguientes supuestos:

VARIABLES	SUPUESTOS
Tasa crecimiento anual ventas (2016-2020)	4.64%
Tasa de crecimiento anual Flujo de Caja para la Firma (a partir del 2021)	1.280%
CAPEX (Anual)	US\$ 1MM
Margen EBITDA	13.00%
Margen EBIT	8.00%
Depreciación	EBIT-EBITDA

La sustentación de los supuestos serán explicados más adelante.

3. Necesidades Operativas de Fondo

Para hacer las proyecciones de los EEFF, se necesita partir de algunos supuestos en el balance general. La parte de más crucial es la proyección de las cuentas del capital de trabajo las cuales determinan el financiamiento de corto plazo que requerirá la empresa para su actividad, es decir, indica cuál es el valor de las necesidades operativas de fondo.

En esta sección se realizará las proyecciones de las cuentas por cobrar, inventarios, cuentas por pagar y otras cuentas espontáneas menores dentro del activo y el pasivo, respectivamente.

Antes de empezar con las estimaciones, es necesario recordar un concepto que se aplica en los negocios y que las empresas lo consideran en el día a día de sus operaciones. Este es el “Ciclo de conversión de efectivo”.

El ciclo de conversión de efectivo mide cuánto tiempo toma a la empresa convertir el dinero invertido en inventario otra vez en efectivo, a través de la recaudación por las ventas de ese inventario. La siguiente ecuación define este concepto:

Ciclo de conversión de efectivo

$$\begin{aligned} &= (\text{Días de inventario en venta}) + (\text{Días de cuentas por cobrar}) \\ &- (\text{Días de diferimento de pago}) \end{aligned}$$

Según esta ecuación, un ciclo de conversión de efectivo alto implica que la empresa tiene un monto excesivo de capital invertido en el proceso de venta y, por lo tanto, conseguir efectivo por sus propias operaciones le va a tomar muchos días. De esta manera, la firma será más proclive a requerir financiamiento externo (financiero o bancario) para continuar con sus operaciones. Este financiamiento es usualmente conocido como inversión en capital de trabajo.

La ecuación previa refleja cuántos días se demora la empresa en obtener efectivo, luego de haber realizado la inversión en inventario. Ello se puede evidenciar mejor, al profundizar sobre las variables que conforman dicha ecuación. A continuación se presentan las variables involucradas y su forma de cálculo para un ejercicio fiscal de un año ¹⁰:

$$\text{Días de inventario en venta} = (\text{Inventario Promedio})/(\text{Costo de Ventas})\times 365$$

$$\text{Días de cuentas por cobrar} = (\text{Cuentas por cobrar Promedio})/(\text{Ventas})\times 365$$

$$\text{Días de cuentas por pagar} = (\text{Cuentas por pagar Promedio})/(\text{Costos de Ventas})\times 365$$

Los días de inventarios en venta mide en cuánto tiempo promedio es vendido el inventario desde su compra o su elaboración. Los días de cuentas indica cuánto se demora, en promedio, la empresa el cobrar, luego que el inventario ha sido vendido. Y, por último, los días de cuentas por pagar, señala en cuánto tiempo se debe pagar compra del inventario (o de sus insumos, si es el caso de una empresa que lo fabrica), desde la fecha en que se adquirió.

Con estas variables, se puede estimar el ciclo de conversión de efectivo de la empresa KING ZIPPER S.A., lo que servirá de mucho para la estimación del Capital de Trabajo de la empresa para el período 2016 – 2020.

¹⁰ Las fórmulas de cálculo fueron obtenidas el libro de CFA level 1.

Cuadro 16. Conversión de efectivo de King Zipper

En miles \$/.										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015		
Ventas Netas	62,602	48,567	67,942	77,426	74,731	86,360	93,208	93,249		
Costo de Ventas	46,498	37,275	51,131	56,812	59,875	63,858	71,698	69,225		
En miles \$/.										
Activos corrientes										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015		
Cuentas por cobrar promedio	18,887	20,838	19,022	19,994	20,309	22,377	27,762	30,349		
Inventarios promedio	21,003	21,719	22,654	24,830	27,660	28,661	27,278	25,270		
En miles \$/.										
Pasivos corrientes										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015		
Cuentas por pagar promedio	4,261	5,364	6,537	7,127	8,485	6,763	7,037	6,972		
En días										
Ciclo de conversión de efectivo										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Días promedio	
Días de inventario en venta (a)	165	213	162	160	169	164	139	133	163	153
Días de cuentas por cobrar (b)	110	157	102	94	99	95	109	119	111	103
Días de cuentas por pagar (c)	33	53	47	46	52	39	36	37	43	42
Ciclo de conversión de efectivo (d) = (a)+(b)-(c)	242	317	217	208	216	220	212	215	231	214

Fuente: Estados Financieros KZ, elaboración propia

Como se observa en el cuadro anterior, el ciclo de conversión de efectivo de la empresa ha disminuido en los últimos cinco años, pasando a ser de 214 días. Este promedio es menor, y de manera significativa (17 días), al promedio de los últimos 8 años; además, en los últimos 5 años se observa una menor variabilidad en los números de días, por lo que se puede suponer que el estado estacionario del ciclo para KING ZIPPER está cerca al promedio más reciente. En este sentido, para la proyección del capital de trabajo (2016 – 2021) se utilizará este ciclo de conversión de efectivo.

Adicionalmente, es necesario mencionar que existen otras cuentas contables espontáneas dentro del activo y pasivo corriente, que no represente un monto significativo, pero que serán incluidos en la proyección. Para su estimación, se utilizará el peso promedio que representa de las ventas¹¹, pues su naturaleza está ligada a la evolución de esta variable.

¹¹ El promedio que se utilizará será el correspondiente al período 2011 – 2015, para guardar relación con el ciclo de conversión de efectivo y porque, según los datos observado, este promedio no dista mucho del promedio global.

Cuadro 17. Variables para estimar el Capital de Trabajo

En miles \$/												
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015			
Ventas Netas	64,857	62,602	48,567	67,942	77,426	74,731	86,360	93,208	93,249			
Activos corrientes												
Otras cuentas por cobrar	3,773	3,033	3,820	1,980	1,683	1,763	4,851	1,658	2,454			
Gastos pagados por anticipado	93	133	109	54	654	524	555	371	468			
Pasivos Corrientes												
Otras cuentas por pagar	11,804	2,847	2,631	2,572	4,139	2,907	3,331	4,779	4,098			
En porcentaje sobre las ventas												
Activos corrientes										% Promedio		
Otras cuentas por cobrar	5.8%	4.7%	5.9%	3.1%	2.6%	2.7%	7.5%	2.6%	3.8%	(2007 - 2015)	(2011-2015)	
Gastos pagados por anticipado	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	1.0%	0.8%	0.9%	0.6%	0.7%	4.3%	3.8%	
Pasivos Corrientes										% Promedio		
Otras cuentas por pagar	18.2%	4.4%	4.1%	4.0%	6.4%	4.5%	5.1%	7.4%	6.3%	(2007 - 2015)	(2011-2015)	
										6.7%		5.9%

Fuente: Estados Financieros KZ, elaboración propia

De esta manera, se procede a estimar las variables necesarias para la estimación del capital de trabajo.

Cuadro 18. Capital de trabajo de King Zipper

En miles \$/	Histórico									Proyección			
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Activos corrientes													
Cuentas por cobrar comerciales	22,993	18,682	19,362	20,626	19,992	24,762	30,761	29,937	27,564	28,844	30,183	31,585	33,051
Inventarios	21,209	22,229	23,080	26,581	28,740	28,583	25,973	24,567	30,645	32,068	33,557	35,115	36,745
Otras cuentas por cobrar	3,033	3,820	1,980	1,683	1,763	4,851	1,658	2,454	2,841	2,973	3,111	3,256	3,407
Otros gastos pagados	133	109	54	654	524	555	371	468	603	512	536	561	587
Total	47,368	44,840	44,476	49,544	51,018	58,751	58,763	57,426	61,653	64,397	67,387	70,516	73,791
Pasivos corrientes													
Cuentas por pagar comerciales	2,875	7,853	5,221	9,033	7,937	5,590	8,484	5,460	8,373	8,761	9,168	9,594	10,039
Otras cuentas por pagar	2,847	2,631	2,572	4,139	2,907	3,331	4,779	4,098	4,413	4,618	4,833	5,057	5,292
Total	5,722	10,484	7,793	13,171	10,844	8,921	13,263	9,559	12,786	13,380	14,001	14,651	15,331

Fuente: Estados Financieros KZ, elaboración propia

Con estos datos disponibles se puede calcular el capital de trabajo de la empresa, el cual es definido como la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes. Además, con ello se podrá calcular la inversión adicional en capital de trabajo que requiere la firma, el cual es medido como la variación de un período a otro; si en un período esta variación es positiva, significa que la empresa necesita mayor financiamiento externo para continuar con sus operaciones, por lo que tendrá que ampliar su endeudamiento para cubrir sus necesidades.

Cuadro 19. Capital de trabajo proyectado

En miles \$/	Histórico								Proyección				
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Capital de trabajo	41,646	34,357	36,683	36,372	40,174	49,830	45,500	47,867	48,867	51,018	53,387	55,865	58,459
Inversión en Capital de Trabajo		-7,289	2,326	-311	3,802	9,657	-4,331	2,367	1,000	2,151	2,369	2,479	2,594

Fuente: Estados Financieros KZ, elaboración propia

Los resultados muestran las necesidades operativas de fondeo de la empresa (Capital de Trabajo) y cuánto crece ésta durante el período de proyección. Estos montos reflejan una salida de efectivo que la compañía tiene que realizar cada año con el fin de mantener sus operaciones y que serán obtenidos por una fuente externa (deuda o capital).

4. Proyección de Estados Financieros

Usando los supuestos del análisis horizontal en el Estado de Resultados, se asume que la tasa de crecimiento de las ventas será igual al promedio de todos los años (4.64% anual). Asimismo, considerando los resultados del análisis vertical de ese mismo Estado Financiero, se asume que los márgenes se mantienen de acuerdo al histórico de todos los años, ya que la diferencia es casi nula con el período más reciente, por lo que se puede suponer que los resultados obtenidos por el período de más larga data son equivalentes a un estado estacionario.

Como se mostró en la sección anterior, con los supuestos de las ventas, márgenes de ventas y el ciclo de conversión en efectivo, se estima las primeras cuentas del BG que corresponden a las cuentas relacionadas con el Capital de Trabajo. Luego, se estiman las cuentas del Patrimonio Neta, las cuales están relacionadas con la Utilidad Neta de cada objetivo obtenida del Estado de Resultados proyectado. En este caso, en la Reserva Legal, se debe agregar cada período el 10% de la Utilidad Neta del ejercicio anterior, y los Resultados Acumulados corresponden al 90% de la Utilidad Neta del ejercicio anterior menos los pagos a accionistas a través de dividendos.

Posteriormente, se procede a estimar las cuentas que se encuentran en los pasivos y activos no corrientes. Dentro de esta, la más importante es “Inmueble, Maquinaria y Equipo”, para estimar esta variable, se debe sumar la inversión en cada año menos la depreciación estimada para el mismo período. Otras cuentas importantes que hay que estimar son las obligaciones financieras que deben

ser estimadas mediante el devengamiento de intereses menos los pagos que se hacen con los flujos de caja que se utilizan para pagar u amortizar deuda.

Cuadro 20. Estado de Resultados (2007 - 2020)

En miles \$/.	Histórico										Proyección				
ESTADO RESULTADOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Ventas netas	64,857	62,602	48,567	67,942	77,426	74,731	86,360	93,208	93,249	97,578	102,109	106,850	111,812	117,003	
Costo de ventas	(45,547)	(46,498)	(37,275)	(51,131)	(56,812)	(59,875)	(63,858)	(71,698)	(69,225)	(73,195)	(76,594)	(80,150)	(83,872)	(87,766)	
Utilidad bruta	19,310	16,104	11,293	16,811	20,614	14,857	22,502	21,510	24,023	24,383	25,515	26,700	27,940	29,237	
Gastos de administración y ventas	(12,477)	(10,470)	(9,019)	(12,476)	(17,177)	(13,717)	(15,895)	(17,053)	(18,313)	(18,407)	(19,262)	(20,156)	(21,092)	(22,071)	
Utilidad operativa	6,833	5,634	2,274	4,335	3,437	1,140	6,607	4,457	5,711	5,976	6,253	6,544	6,848	7,165	
Ingresos financieros	1,048	8,544	6,341	2,473	4,531	5,192	4,644	4,061	7,509	6,781	7,096	7,426	7,770	8,131	
Gastos financieros	(3,339)	(13,378)	(8,172)	(3,926)	(5,547)	(6,317)	(9,627)	(8,368)	(11,900)	(10,585)	(11,076)	(11,590)	(12,129)	(12,692)	
Otros, neto	1,278	1,163	1,573	1,612	1,494	1,371	1,818	1,818	2,057	2,110	2,208	2,311	2,418	2,530	
Ut. Ant. Part. Trab e Imp. Renta	5,821	1,963	2,015	4,494	3,914	1,386	3,442	1,967	3,377	4,283	4,482	4,690	4,907	5,135	
Part. de los trabajadores															
Impuesto a la renta	(1,919)	167	65	(1,110)	(504)	(294)	(1,524)	417	49	(705)	(738)	(772)	(808)	(845)	
Part. de los trabajadores diferido															
Impuesto a la renta diferido															
Utilidad neta actividades continuas	3,902	2,129	2,080	3,384	3,411	1,092	1,918	2,384	3,426	3,578	3,744	3,918	4,100	4,290	
Utilidad neta del ejercicio	3,902	2,129	2,080	3,384	3,411	1,092	1,918	2,384	3,426	3,578	3,744	3,918	4,100	4,290	
Depreciación	3,147	2,806	2,946	3,085	3,244	3,523	3,732	3,774	3,986	4,499	4,707	4,926	5,155	5,394	
EBIT	8,111	6,797	3,847	5,947	4,931	2,510	8,425	6,275	7,768	8,086	8,462	8,855	9,266	9,696	
EBITDA	11,259	9,603	6,793	9,032	8,175	6,034	12,157	10,048	11,754	12,585	13,169	13,781	14,420	15,090	

Fuente: Estados Financieros KZ, elaboración propia

Cuadro 21. Balance General (2007 - 2020)

En miles \$/.	Histórico										Proyección			
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ACTIVOS														
Efectivo y equivalente	590	343	230	56	1,501	857	1,376	1,504	826	2,261	2,003	2,004	2,395	3,194
Cuentas por cobrar comerciales	14,781	22,993	18,682	19,362	20,626	19,992	24,762	30,761	29,937	27,564	28,844	30,183	31,585	33,051
Cuentas por cobrar a relacionadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras cuentas por cobrar	3,773	3,033	3,820	1,980	1,683	1,763	4,851	1,658	2,454	2,841	2,973	3,111	3,256	3,407
Existencias	20,796	21,209	22,229	23,080	26,581	28,740	28,583	25,973	24,567	30,645	32,068	33,557	35,115	36,745
Activos disponibles para venta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gastos pagados por anticipado	93	133	109	54	654	524	555	371	468	603	512	536	561	587
Activo corriente	40,032	47,711	45,071	44,532	51,044	51,875	60,127	60,267	58,252	63,914	66,400	69,391	72,911	76,985
Otras cuentas por cobrar a LP	-	-	-	-	2,375	1,870	935	1,382	-	-	-	-	-	-
Inversiones financieras	-	-	-	-	-	7	28	3,954	3,954	3,954	3,954	3,954	3,954	3,954
Inmueble maquinaria y equipo, neto	22,858	24,652	24,290	24,497	58,065	58,806	58,699	56,551	54,525	53,426	52,119	50,593	48,838	46,844
Activos disponibles para venta, neto	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Activos intangibles, neto	78	56	1,053	847	601	551	501	512	560	560	560	560	560	560
Activo no corriente	22,937	24,709	25,343	25,344	61,041	61,233	60,163	62,399	59,039	57,941	56,633	55,107	53,353	51,359
Total activos	62,969	72,419	70,414	69,876	112,085	113,108	120,290	122,665	117,291	121,855	123,033	124,499	126,264	128,344
PASIVOS Y PAT. NETO														
Obligaciones financieras	17,218	38,905	30,949	31,201	14,263	24,556	20,541	22,498	23,061	22,061	21,061	20,061	19,061	18,061
Cuentas por pagar comerciales	5,647	2,875	7,853	5,221	9,033	7,937	5,590	8,484	5,460	8,373	8,761	9,168	9,594	10,039
Cuentas por pagar a relacionadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Papeles comerciales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tributos, participaciones y otras cuentas por pagar	11,804	2,847	2,631	2,572	4,139	2,907	3,331	4,779	4,098	4,413	4,618	4,833	5,057	5,292
Parte corriente oblig. financ. LP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivo corriente	34,668	44,627	41,432	38,994	27,434	35,400	29,461	35,761	32,619	34,847	34,440	34,062	33,712	33,392
Obligaciones financieras	9,576	7,736	6,925	5,698	22,572	15,038	25,332	21,902	18,785	18,785	17,785	16,785	15,785	14,785
Impuesto a la renta y part laboral	-	-	-	-	4,855	4,292	4,504	6,637	10,657	11,613	12,616	13,666	14,765	15,915
Prestamos de accionistas	1,737	1,338	1,259	1,003	11,581	11,642	12,340	11,373	10,387	11,342	12,346	13,396	14,495	15,645
Pasivo no corriente	11,313	9,075	8,184	6,701	39,007	30,972	42,176	39,913	39,829	41,740	42,747	43,847	45,045	46,344
Total pasivo	45,981	53,702	49,616	45,695	66,442	66,373	71,637	75,674	72,448	76,587	77,187	77,909	78,756	79,736
Capital social	15,463	15,463	15,463	15,463	15,463	15,463	23,071	23,071	23,071	23,071	23,071	23,071	23,071	23,071
Acciones de inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Excedente de revaluación	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Reserva legal	1,513	1,513	1,726	2,273	2,614	2,614	2,746	2,937	3,176	3,518	3,876	4,251	4,642	5,052
Resultados no realizados	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultados acumulados	12	1,741	3,608	6,446	27,567	28,659	22,836	20,982	18,595	18,679	18,899	19,268	19,794	20,484
Patrimonio neto mayoritarios	16,988	18,717	20,797	24,181	45,643	46,735	48,653	46,991	44,842	45,268	45,846	46,590	47,508	48,607
Patrimonio neto	16,988	18,717	20,797	24,181	45,643	46,735	48,653	46,991	44,842	45,268	45,846	46,590	47,508	48,607
Total pasivo y patrimonio	62,969	72,419	70,414	69,876	112,085	113,108	120,290	122,665	117,291	121,855	123,033	124,499	126,264	128,344

Fuente: Estados Financieros KZ, elaboración propia

5. Modelo

Se ha valorizado KZ utilizando el método de Flujo de Caja descontado a la firma. La tasa de descuento (WACC) que se aplicará será de 11,2% para un horizonte de 5 años (2016 al 2020). La tasa de crecimiento perpetuo que se usará será de 7,0%, la misma que surge de calcular el crecimiento potencial.

Cuadro 22. Valorización de KZ y FCD

Free Cash Flow to the Firm (\$/. 000)						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT x (1-t)		8,013,044	8,694,153	9,433,156	10,234,974	11,104,947
- Inversión Neta		(3,500,000)	(3,500,000)	(3,500,000)	(3,500,000)	(3,500,000)
- Incremento en Capital de Trabajo		(3,119,430)	(2,639,121)	(2,719,394)	(2,794,247)	(2,862,177)
Free cashflow to the firm FCFE	-	1,393,614	2,555,032	3,213,761	3,940,727	4,742,770

Fuente: Elaboración propia, 2016.

- El modelo utiliza el método del Flujo de Caja descontado para la Firma (FCFE), en el que se proyectan los flujos en dos etapas: una de cinco años, hasta el 2020, y otra de manera perpetua, a partir del 2021. El horizonte de cinco años inicial corresponde al período de vigencia del Plan Estratégico 2016-2020, en el cual se espera que la empresa pueda entrar en nuevos mercados internacionales y, así, pueda seguir con la expansión de sus ventas. Asimismo, este período se corresponde con una serie de mejoras en la empresa cuyo fin es aumentar su eficiencia (proceso de transición de empresa familiar a capital abierto). En este sentido, las variables claves para el modelo son las que se presentan a continuación.
- Tasa crecimiento anual ventas (2016-2020): Históricamente, el crecimiento promedio de las ventas (2007 – 2015) ha sido de 4.64%; sin embargo, en los últimos cinco años, se observó un promedio de 6.07%, lo cual responde a la mayor expansión que está teniendo la empresa. No obstante, ello, se aprecia que el último año, apenas se creció en 0.5%. Si bien, este efecto puede ser solo de un período (ya que el crecimiento ha sido muy fuerte en los dos años previos), de seguir la tendencia, se debería esperar una desaceleración del crecimiento. En este sentido, al observar los números y ver que es muy probable una desaceleración en los

años venideros, lo más previsible es que las ventas aumenten alrededor de 4.64% para los próximos cinco años. Por lo tanto, en el período de proyección de corto plazo, se utilizará la tasa promedio histórica observada en la muestra.

- Tasa de crecimiento anual Flujo de Caja para la Firma (a partir del 2021)¹²: A partir del 2021, la empresa va a estar más madura, el nivel de ventas será mucho mayor, por lo que mantener un crecimiento cercano a 4.64% va a ser muy difícil. En este sentido, se debe plantear un crecimiento mucho más lento; además, en este modelo, se espera que los flujos vayan hasta el infinito, razón por la cual, es necesario estimar una tasa que no sobreestime el valor residual de la empresa. Por estos motivos, Damodaran sugiere utilizar una tasa de crecimiento para las ventas que sea menor a la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía y plantea que un proxy puede ser la tasa libre de riesgo. Entonces, dado que, en la sección anterior, se calculó que la tasa libre de riesgo en dólares era de 1.28% y la prima por riesgo en el país era de 2.68%, la tasa máxima a la que debería crecer el flujo de caja es de 3.96%. Sin embargo, como este valor está muy cercano al valor promedio utilizado en la fase previa, se asumirá que la empresa solo crece a la tasa libre de riesgo en dólares que es igual a 1.28%. De esta manera, se guarda relación que al menos crece a la tasa libre de riesgo mínima.
- Se debe resaltar que otro de los supuestos que se mantiene es que las inversiones netas (CAPEX) equivale a 1 millón de dólares anuales, según el plan de inversiones que maneja la empresa hasta el 2020. Se ha supuesto que este monto se mantendrá luego de ese año.
- Margen EBITDA: Como se analizó en la primera parte del análisis vertical del Estado de Resultados, se concluyó que, para la proyección de los Estados Financieros, se mantendría los márgenes sobre ventas históricos, ya que no se evidenció mucha variabilidad en ellos. Por esta razón se utilizará el margen EBITDA histórico de 13% en esta oportunidad.
- Margen EBIT: Similar al caso del margen EBITDA, se utilizará el margen EBIT histórico, que es igual a 8%.

¹² <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/growthandtermvalue.pdf>

- Depreciación: Se calculará para cada período como la diferencia del EBITDA y el EBIT.
- Reinversión de Capital de Trabajo: La proyección del capital se desarrolló en la sección previa de Necesidades operativas de fondeo, donde se proyectó el Ciclo de Conversión de efectivo (2016 – 2020), según estimados históricos de “Días en inventarios en venta”, “Días de cuentas por cobrar” y “Días de cuentas por pagar”. Con ello, se pudo obtener los datos proyectados del Activo y Pasivo corriente, para estimar el Capital de Trabajo y, por ende, la reinversión en el mismo.
- WACC: El costo ponderado de capital utilizado es igual a 13.51%, los cálculos para obtener este valor se encuentran en la sección previa.
- Con estos supuestos, el valor de la empresa es de S/ 70.4 millones; los valores del patrimonio y de la deuda son iguales a S/ 18.2 millones y S/ 52,2 millones, respectivamente.

Cuadro 23. Flujo de Caja proyectado

Flujo de Caja Operativo

	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	8,086,186	8,461,643	8,854,534	9,265,668	9,695,891
Tasa de Impuesto	34%	34%	34%	34%	34%
Depreciación	4,498,522	4,707,397	4,925,971	5,154,693	5,394,036
Inv. Capital Trabajo	1,057,545	2,093,164	2,305,967	2,410,118	2,518,969
Flujo de Caja Operativo	8,777,860	8,198,918	8,463,996	8,859,916	9,274,355

Flujo de Caja Inversiones

	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de Caja Operativo	-3,400,000	-3,400,000	-3,400,000	-3,400,000	-3,400,000

Flujo de Caja para la firma

	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de Caja Operativo	5,377,860	4,798,918	5,063,996	5,459,916	5,874,355
	5,435,288	4,741,490	5,001,111	5,391,191	5,799,384

En nuevos soles

Valor de la empresa	70,424,488
Valor residual	57,021,486
Valor Patrimonial	18,191,987
Valor de la Deuda	52,232,501

Fuente: Elaboración propia, año 2016.

6. Escenarios

Adicionalmente, se han elaborado dos escenarios (optimista y pesimista), que estiman el valor de la empresa en cuando la proyección de ventas crece /decrece por encima/debajo de lo esperado en el modelo base para los primeros cinco años. En el caso del escenario optimista, se estima que la tasa de crecimiento anual de las ventas crecerá en 2% más cada año entre el 2016 y el 2020 (tasa final de 6.64%), mientras que en el escenario pesimista, las ventas caerán en 2% anual con respecto a la proyección base (2.64% de tasa final). Los resultados se pueden ver a continuación:

Cuadro 24. Flujo de Caja - escenario optimista

Flujo de Caja Operativo

	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	8,249,359	8,805,357	9,397,548	10,028,237	10,699,870
Tasa de Impuesto	34%	34%	34%	34%	34%
Depreciación	4,498,522	4,707,397	4,925,971	5,154,693	5,394,036
Inv. Capital Trabajo	2,011,165	1,794,645	1,959,225	2,008,310	2,056,232
Flujo de Caja Operativo	7,931,934	8,724,287	9,169,128	9,765,020	10,399,718

Flujo de Caja Inversiones

	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de Caja Operativo	-3,400,000	-3,400,000	-3,400,000	-3,400,000	-3,400,000

Flujo de Caja para la firma

	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de Caja Operativo	4,531,934	5,324,287	5,769,128	6,365,020	6,999,718

Valor de la empresa	81,005,041
Valor residual	66,994,296
Valor Patrimonial	28,772,540
Valor de la Deuda	52,232,501

Fuente: Elaboración propia, año 2016.

Cuadro 25. Flujo de Caja - escenario pesimista

Flujo de Caja Operativo

	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	7,774,463	7,817,643	7,856,633	7,891,121	7,920,780
Tasa de Impuesto	34%	34%	34%	34%	34%
Depreciación	4,492,366	4,694,522	4,905,776	5,126,536	5,357,230
Inv. Capital Trabajo	-1,211,512	1,817,446	1,986,229	2,046,289	2,107,957
Flujo de Caja Operativo	10,835,024	8,036,721	8,104,925	8,288,387	8,476,988

Flujo de Caja Inversiones

	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de Caja Operativo	-3,400,000	-3,400,000	-3,400,000	-3,400,000	-3,400,000

Flujo de Caja para la firma

	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de Caja Operativo	7,435,024	4,636,721	4,704,925	4,888,387	5,076,988

En nuevos soles

Valor de la empresa	64,324,457
Valor residual	49,955,332
Valor Patrimonial	12,091,956
Valor de la Deuda	52,232,501

Fuente: Elaboración propia, año 2016.

Capítulo VI. Conclusiones y recomendaciones

- De acuerdo a los escenarios planteados y a los planes futuros que tiene la empresa, es muy probable que se dé el escenario base en el futuro. Por lo tanto, un valor inicial de la empresa podría ser de S/ 70.4 millones, lo cual daría un valor para el patrimonio de S/ 18.2 millones. Sin embargo, hay variables que pueden afectar este resultado, haciéndolo variar por factores externos. Ante ello, las simulaciones señalan que un rango a considerar podría estar entre S/ 64.3 millones y S/ 81.0 millones (según el EBIT Margin y la tasa de crecimiento) para la empresa, con lo que se tendría un resultado para el patrimonio de entre S/ 12.1 millones y S/ 28.8 millones.
- Es necesario que los accionistas, a fin de proteger su inversión y potenciar el crecimiento de KZ, establezcan como herramienta de evaluación de gestión la valorización de la empresa todos los años desde el presente al 2020, para que, de esa manera, sea posible encontrar e intentar superar posibles escollos que vayan en contra de su plan estratégico.
- KZ está llegando a su etapa de madurez, por lo que las tasas de crecimiento de sus ventas son bajas (entre 6 y 8%). Por ello, es necesario desarrollar nuevos productos y nuevas líneas de negocio, tal como lo establece su plan estratégico.
- La empresa King Zipper no tiene como política pagar dividendos. Si lo hace, lo efectúa de acuerdo a necesidades de los accionistas. Por lo tanto, se plantea no usar la metodología de dividendos descontados.
- Mantener la medición del valor de cualquier empresa bajo esta metodología de valoración se vuelve crítico para las que no cotizan en la bolsa, pues establece una mejor manera de seguimiento, control y toma de decisiones sobre el futuro de la empresa.
- Ante las expectativas de crecimiento de la industria y de ingreso y consolidación en nuevos mercados, la empresa King Zipper tendrá la necesidad de contar con mayores recursos financieros para enfrentar el crecimiento, la competencia futura, los cambios tecnológicos. Por ello, es de vital importancia que, en una posible decisión de venta, se sepa cuál es el valor que tiene la empresa.

Bibliografía

Banco Central de Reserva del Perú (2016a). “Estadísticas”. <<http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas.html>>.

Banco Central de Reserva del Perú (2016b). Reporte de inflación. Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2016-2017. Marzo 2016. Lima. Disponible en: <<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2016/marzo/reporte-de-inflacion-marzo-2016.pdf>>.

Banco Central de Reserva del Perú (2015). Memoria 2015. <<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Memoria/2015/memoria-bcrp-2015.pdf>>.

Damodaran, Aswath (2016). Damodaran online. New York University. <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.

Damodaran, Aswath (2012). Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Fernández, Pablo (2008). “Métodos de valoración de empresas”. Documento de investigación DI-771. Barcelona: IESE Business School-Universidad de Navarra.

Fernández, Pablo (2007). Valoración de Empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor. 3ra edición. Barcelona: Gestión 2000.

Forsyth, Juan Alberto (2007). Valoración de Empresas: métodos y consistencias. Lima: Tarea.

Forsyth, Juan Alberto (2006). Finanzas empresariales: rentabilidad y valor. Lima: Tarea.

Ghurra, Omar, Rodríguez, Donita y Vásquez, César (2016). “Balanza Comercial – Abril 2016”. Notas de Estudio del BCRP. 3 de junio de 2016. N° 41.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (2016a). Variación de los indicadores de precios de la Economía. Informe técnico N°2 - febrero 2016. Lima. Disponible en <https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/boletines/informe-tecnico-n02_precios-ene2016.pdf>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (2016b). Producción Nacional Enero - Diciembre 2015. Informe técnico N° 2 - febrero 2016. Disponible en: <https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/boletines/informe-tecnico-n02_produccion_dic2015.pdf>.

Kaplan, Inc. (2012). Corporate Finance, Portfolio Management and Equity Investments. SchweserNotes, CFA 2013, Level 1, Book 4. EE.UU.: Kaplan, Inc.

Kasper, Larry (1997). Business valuations: Advanced topics. Westport, CT: Quorum books.

Lira Briceño, Paúl (2012). “Aspectos prácticos para determinar la tasa de descuento de un proyecto”. De vuelta a lo básico. Blogs Gestión. Disponible en: <<http://blogs.gestion.pe/deregresoalobasico/2012/02/aspectos-practicos-para-determ.html>>.

PricewaterhouseCoopers (2014). ¿Estás listo para crecer? Lima: Gestión.

Proaño Rivera, Bladimir y Salgado Arteaga, Juan Carlos (2005). Propuesta Metodológica de Valoración de Empresas aplicada a Grandes Empresas en el Ecuador. Adaptación de los Modelos Z” de Altman y Flujos de Caja Descontados. Cuenca: Universidad del Azuay.

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html.

Anexos

Anexo 1. Estados financieros

UNIVERSIDAD DEL PACIFICO									
MAESTRIA EN FINANZAS CORPORATIVAS									
KING ZIPPER S.A.C.									
BALANCE GENERAL									
(En nuevos soles)									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Intangibles, neto amortizacion acum	78,376	56,220	1,052,550	847,266	600,783	550,757	500,732	512,295	560,321
Total activo no corriente	22,936,665	24,708,508	25,342,635	25,344,493	61,040,700	61,232,971	60,162,729	62,398,663	59,039,268
Total activo	62,968,570	72,419,094	70,413,561	69,876,109	112,085,061	113,107,765	120,290,101	122,665,299	117,290,840
PASIVO Y PATRIMONIO NETO									
PASIVO CORRIENTE									
Obligaciones financieras	17,217,764	38,905,088	30,948,616	31,201,361	14,262,942	24,556,099	20,540,719	22,498,007	23,060,761
Cuentas por pagara comerciales	5,646,672	2,875,285	7,852,586	5,220,770	9,032,770	7,937,245	5,589,699	8,483,801	5,460,367
Otras cuentas por pagar	11,803,656	2,846,582	2,631,146	2,571,942	4,138,567	2,906,804	3,331,002	4,779,410	4,098,324
Total pasivo corriente	34,668,092	44,626,955	41,432,348	38,994,073	27,434,279	35,400,148	29,461,420	35,761,218	32,619,452
PASIVO NO CORRIENTE									
Obligaciones financieras	9,575,691	7,736,396	6,925,290	5,697,906	22,571,847	15,038,342	25,332,137	21,902,408	18,784,765
Préstamos de accionistas	0	0	0	0	4,854,600	4,292,332	4,504,129	6,637,420	10,657,262
Imuesto a la renta diferido	1,736,908	1,338,491	1,258,668	1,002,818	11,580,955	11,641,711	12,339,643	11,373,288	10,386,975
Total pasivo no corriente	11,312,599	9,074,887	8,183,958	6,700,724	39,007,402	30,972,385	42,175,909	39,913,116	39,829,002
Total pasivo	45,980,691	53,701,842	49,616,306	45,694,797	66,441,681	66,372,533	71,637,329	75,674,334	72,448,454
PATRIMONIO									
Capital social	15,462,919	15,462,919	15,462,919	15,462,919	15,462,919	15,462,919	23,071,105	23,071,105	23,071,105
Acciones de inversión	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Acciones en tesorería	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reserva legal	1,513,344	1,513,344	1,726,288	2,272,694	2,613,754	2,613,754	2,745,615	2,937,369	3,175,798
Resultados acumulados	11,616	1,740,989	3,608,048	6,445,699	27,566,707	28,658,559	22,836,052	20,982,491	18,595,483
Total patrimonio neto	16,987,879	18,717,252	20,797,255	24,181,312	45,643,380	46,735,232	48,652,772	46,990,965	44,842,386
Total pasivo y patrimonio neto	62,968,570	72,419,094	70,413,561	69,876,109	112,085,061	113,107,765	120,290,101	122,665,299	117,290,840

Anexo 2. Estados de ganancias y pérdidas

UNIVERSIDAD DEL PACIFICO									
MAESTRIA EN FINANZAS CORPORATIVAS									
KING ZIPPER S.A.									
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS									
(En nuevos soles)									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VENTAS NETAS	64,856,667	62,602,342	48,567,473	67,941,879	77,425,954	74,731,498	86,359,964	93,208,323	93,248,661
COSTO DE VENTAS	(42,705,578)	(44,024,876)	(34,584,819)	(48,540,429)	(54,030,291)	(56,641,262)	(60,474,479)	(68,250,127)	(65,703,635)
Depreciación	(2,841,157)	(2,473,038)	(2,690,129)	(2,590,666)	(2,781,996)	(3,187,527)	(3,337,174)	(3,435,710)	(3,521,582)
Amortización	0	0	0	0	0	(46,050)	(46,050)	(12,299)	0
UTILIDAD BRUTA	19,309,932	16,104,428	11,292,525	16,810,784	20,613,667	14,856,659	22,502,261	21,510,187	24,023,444
(GASTOS) INGRESOS OPERACIONALES									
Administración y ventas	(12,142,117)	(10,137,471)	(8,762,392)	(11,981,533)	(16,760,796)	(13,427,468)	(15,546,667)	(16,727,507)	(17,964,285)
Depreciación	(306,123)	(308,906)	(234,489)	(289,450)	(262,965)	(285,634)	(310,574)	(286,829)	(301,960)
Amortización	(28,664)	(24,107)	(21,723)	(205,284)	(152,812)	(3,976)	(37,745)	(39,111)	(46,486)
RESULTADO OPERATIVO	6,833,028	5,633,944	2,273,921	4,334,517	3,437,094	1,139,581	6,607,275	4,456,740	5,710,713
Otros ingresos (gastos)	1,278,436	1,162,583	1,572,663	1,612,078	1,493,793	1,370,737	1,817,833	1,817,770	2,057,497
Gastos financieros	(495,590)	(869,851)	(405,943)	(313,811)	(247,887)	(287,643)	(423,420)	(466,442)	(147,813)
Intereses	(1,539,517)	(3,042,797)	(2,664,062)	(1,533,190)	(1,734,579)	(2,293,391)	(2,191,370)	(2,186,272)	(2,696,487)
Perdida por diferencia en cambio	(1,303,419)	(9,465,088)	(5,102,331)	(2,079,448)	(3,564,593)	(3,735,914)	(7,012,130)	(5,715,286)	(9,055,687)
Ingresos financieros	114,004	116,172	126,204	45,163	36,326	72,308	230,336	358,137	305,793
Ganancia por diferencia en cambio	933,709	8,427,642	6,214,986	2,428,286	4,494,245	5,120,024	4,413,255	3,702,638	7,203,197
	(1,012,377)	(3,671,339)	(258,483)	159,078	477,305	246,121	(3,165,496)	(2,489,455)	(2,333,500)
Utilidad antes de impuesto a la renta	5,820,651	1,962,605	2,015,438	4,493,595	3,914,399	1,385,702	3,441,779	1,967,285	3,377,213
IMPUESTO A LA RENTA	(1,918,855)	166,838	64,565	(1,109,538)	(503,801)	(293,850)	(1,524,239)	417,006	48,641
Utilidad neta del año	3,901,796	2,129,443	2,080,003	3,384,057	3,410,598	1,091,852	1,917,540	2,384,291	3,425,854

Anexo 3. Estados de flujo de efectivo

UNIVERSIDAD DEL PACIFICO MAESTRIA EN FINANZAS CORPORATIVAS KING ZIPPER S. A. ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (En nuevos soles)									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN:									
Utilidad neta	3,301,796	2,129,443	2,080,003	3,384,057	3,410,598	1,091,852	1,917,540	2,384,291	3,425,855
Más (menos) ajustes a la utilidad neta:									
Compensación por tiempo de servicios	665,446								
Depreciación	3,147,280	2,781,944	2,924,618	2,680,116	3,044,961	3,473,161	3,647,748	3,722,539	3,914,667
Amortización	28,664	24,107	21,723	205,284	198,862	50,026	83,795	51,410	71,552
Estimación para cuentas de cobranza dudosa	372,534	127,440	89,225	449,505	2,270,358	314,767	628,341	701,634	142,615
Diferencia de cambio de cuentas de cobranza dudosa								141	
Estimación por desvalorización de existencias	6,681					750,526			
Pérdida (Utilidad) en venta de activo fijo		78,585	(63,026)	(36,150)		(18,094)	(9,977)	81,956	(7,424)
Ajuste	44,799	104,505	(174,750)			96,734			
Recuperación de estimación para cuentas de cobranza dudosas	(24,182)	(15,876)		(120)	(3,517)		(10,903)		28,707
Recuperación de estimación para desvalorización de existencias									553,520
Retiro de activo fijo					20,624				
Impuesto a la renta diferido	(168,821)	(398,417)	(79,823)	(255,850)	(552,545)	60,756	637,932	(966,355)	(986,313)
Castigo de cuentas estimadas como de cobranza dudosa						(253,706)	(2,677,222)		
Cargos y abonos por cambios netos en el activo y pasivo:									
Disminución (Aumento) de cuentas por cobrar	(6,253,377)	(7,583,884)	3,434,787	710,691	(5,557,905)	997,725	(4,863,880)	(5,286,978)	28,236
Disminución (Aumento) de existencias	(7,004,060)	(413,575)	(1,019,541)	(850,997)	(3,784,732)	(2,909,751)	156,954	2,530,044	1,405,955
Disminución (Aumento) de gastos pagados por anticipado	(31,213)	(39,977)	23,114	55,544	(155,550)	130,682	(31,240)	48,032	(97,019)
Aumento (Disminución) de cuentas por pagar comerciales	3,083,715	(2,771,387)	4,977,301	(2,631,816)	2,075,174	(1,095,525)	(2,347,546)	2,832,928	(3,023,434)
Aumento (Disminución) de tributos, participaciones y otras cuentas por pagar	6,706,218	(1,950,446)	(215,436)	(59,201)	1,577,802	(1,231,763)	424,198	1,437,693	(681,086)
AUMENTO (DISMINUCION) DE EFECTIVO PROVENIENTE DE LAS ACTIVIDADES DE	4,475,480	(7,927,538)	11,998,195	3,851,063	2,544,130	1,457,390	(2,384,260)	7,537,335	4,775,828
ACTIVIDADES DE INVERSION:									
Compra de activos fijos	(1,661,225)	(1,869,779)	(1,931,395)	(1,349,930)	(1,479,719)	(2,742,069)	(2,845,573)	(1,357,886)	(1,973,216)
Variación de inversión en subsidiaria y asociada								3,500	
Compra de acciones						(6,678)	(21,821)		
Variación en cuentas por cobrar subsidiarias								(2,787,383)	(2,488,668)
Compra de intangibles			(1,018,053)				(33,770)	(62,973)	
Venta de activo fijo		4,121	88,949	54,975		39,636	34,756	161,388	
AUMENTO (DISMINUCION) DE EFECTIVO PROVENIENTE DE LAS ACTIVIDADES DE	(1,661,225)	(1,865,658)	(2,860,499)	(1,294,955)	(1,479,719)	(2,709,111)	(2,866,408)	(4,037,354)	(4,461,884)
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO:									
Variación de obligaciones financieras	4,444,740	13,885,138	(9,249,771)	(2,730,792)	(3,054,284)	1,266,844	5,558,207	(1,931,557)	562,754
Préstamos de accionistas					4,854,600	(562,268)	211,797	2,133,291	4,019,842
Pago de dividendos	(7,186,402)	(4,339,133)			(1,516,499)			(3,574,119)	(5,574,433)
AUMENTO (DISMINUCION) DE EFECTIVO PROVENIENTE DE LAS ACTIVIDADES DE	(2,741,662)	9,546,005	(9,249,771)	(2,730,792)	283,817	704,576	5,770,004	(3,372,385)	(991,837)
AUMENTO (DISMINUCION)	72,593	(247,191)	(112,075)	(174,884)	1,348,228	(547,145)	519,336	127,596	(677,892)
SALDO DE EFECTIVO AL INICIO	517,127	589,720	342,529	230,454	55,770	1,403,998	856,853	1,376,189	1,503,785
SALDO DE EFECTIVO AL FINAL	589,720	342,529	230,454	55,770	1,403,998	856,853	1,376,189	1,503,785	825,893

Anexo 4. Análisis vertical balance general

UNIVERSIDAD DEL PACIFICO MAESTRIA EN FINANZAS CORPORATIVAS KING ZIPPER S.A.C. Análisis Vertical del Balance General									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ACTIVO									
ACTIVO CORRIENTE									
Efectivo	0.9%	0.5%	0.3%	0.1%	1.3%	0.8%	1.1%	1.2%	0.7%
Cuentas por cobrar comerciales, neto	23.5%	31.7%	26.5%	27.7%	18.4%	17.7%	20.6%	25.1%	25.5%
Diversas, neto	6.0%	4.2%	5.4%	2.8%	1.5%	1.6%	4.0%	1.4%	2.1%
Existencias, neto	33.0%	29.3%	31.6%	33.0%	23.7%	25.4%	23.8%	21.2%	20.9%
Gastos pagados por anticipado	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.6%	0.5%	0.5%	0.3%	0.4%
Total activo corriente	63.6%	65.9%	64.0%	63.7%	45.5%	45.9%	50.0%	49.1%	49.7%
ACTIVO NO CORRIENTE									
Cuentas por cobrar comerciales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	1.7%	0.8%	1.1%	0.0%
Inversiones	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	3.4%
Inmuebles maquinaria y equipo, neto de depreciación acumulada	36.3%	34.0%	34.5%	35.1%	51.8%	52.0%	48.8%	46.1%	46.5%
Intangibles, neto amortización acumulada	0.1%	0.1%	1.5%	1.2%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%
Total activo no corriente	36.4%	34.1%	36.0%	36.3%	54.5%	54.1%	50.0%	50.9%	50.3%
Total activo	100.0%								
PASIVO Y PATRIMONIO NETO									
PASIVO CORRIENTE									
Obligaciones financieras	27.3%	53.7%	44.0%	44.7%	12.7%	21.7%	17.1%	18.3%	19.7%
Cuentas por pagar comerciales	9.0%	4.0%	11.2%	7.5%	8.1%	7.0%	4.6%	6.9%	4.7%
Otras cuentas por pagar	18.7%	3.9%	3.7%	3.7%	3.7%	2.6%	2.8%	3.9%	3.5%
Total pasivo corriente	55.1%	61.6%	58.8%	55.8%	24.5%	31.3%	24.5%	29.2%	27.8%
PASIVO NO CORRIENTE									
Obligaciones financieras	15.2%	10.7%	9.8%	8.2%	20.1%	13.3%	21.1%	17.9%	16.0%
Préstamos de accionistas	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	3.8%	3.7%	5.4%	9.1%
Impuesto a la renta diferido	2.8%	1.8%	1.8%	1.4%	10.3%	10.3%	10.3%	9.3%	8.9%
Total pasivo no corriente	18.0%	12.5%	11.6%	9.6%	34.8%	27.4%	35.1%	32.5%	34.0%
Total pasivo	73.0%	74.2%	70.5%	65.4%	59.3%	58.7%	59.6%	61.7%	61.8%
PATRIMONIO									
Capital social	24.6%	21.4%	22.0%	22.1%	13.8%	13.7%	19.2%	18.8%	19.7%
Acciones de inversión	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Acciones en tesorería	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Reserva legal	2.4%	2.1%	2.5%	3.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	2.7%
Resultados acumulados	0.0%	2.4%	5.1%	9.2%	24.6%	25.3%	19.0%	17.1%	15.9%
Total patrimonio neto	27.0%	25.8%	29.5%	34.6%	40.7%	41.3%	40.4%	38.3%	38.2%
Total pasivo y patrimonio neto	100.0%								

Anexo 5. Análisis vertical del estado de ganancias y pérdidas

UNIVERSIDAD DEL PACIFICO									
MAESTRIA EN FINANZAS CORPORATIVAS									
KING ZIPPER S.A.									
Análisis Vertical del Estado de Ganancias y Pérdidas									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VENTAS NETAS	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
COSTO DE VENTAS	-65.8%	-70.3%	-71.2%	-71.4%	-69.8%	-75.8%	-70.0%	-73.2%	-70.5%
Depreciación	-4.4%	-4.0%	-5.5%	-3.8%	-3.6%	-4.3%	-3.9%	-3.7%	-3.8%
Amortización	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
UTILIDAD BRUTA	29.8%	25.7%	23.3%	24.7%	26.6%	19.9%	26.1%	23.1%	25.8%
(GASTOS) INGRESOS OPERACIONALES									
Administración y ventas	-18.7%	-16.2%	-18.0%	-17.6%	-21.6%	-18.0%	-18.0%	-17.9%	-19.3%
Depreciación	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
Amortización	0.0%	0.0%	0.0%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
RESULTADO OPERATIVO	10.5%	9.0%	4.7%	6.4%	4.4%	1.5%	7.7%	4.8%	6.1%
Otros ingresos (gastos)	2.0%	1.9%	3.2%	2.4%	1.9%	1.8%	2.1%	2.0%	2.2%
Gastos financieros	-0.8%	-1.4%	-0.8%	-0.5%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.2%
Intereses	-2.4%	-4.9%	-5.5%	-2.3%	-2.2%	-3.1%	-2.5%	-2.3%	-2.9%
Perdida por diferencia en cambio	-2.0%	-15.1%	-10.5%	-3.1%	-4.6%	-5.0%	-8.1%	-6.1%	-9.7%
Ingresos financieros	0.2%	0.2%	0.3%	0.1%	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	0.3%
Ganancia por diferencia en cambio	1.4%	13.5%	12.8%	3.6%	5.8%	6.9%	5.1%	4.0%	7.7%
Utilidad antes de impuesto a la renta	9.0%	3.1%	4.1%	6.6%	5.1%	1.9%	4.0%	2.1%	3.6%
IMPUESTO A LA RENTA	-3.0%	0.3%	0.1%	-1.6%	-0.7%	-0.4%	-1.8%	0.4%	0.1%
Utilidad neta del año	6.0%	3.4%	4.3%	5.0%	4.4%	1.5%	2.2%	2.6%	3.7%

Anexo 6. Análisis horizontal del balance general

UNIVERSIDAD DEL PACIFICO MAESTRIA EN FINANZAS CORPORATIVAS KING ZIPPER S. A. C. Análisis Horizontal del Balance General								
	2008/2007	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2015/2014
ACTIVO								
ACTIVO CORRIENTE								
Efectivo	-41.9%	-32.7%	-75.8%	2590.9%	-42.9%	60.6%	9.3%	-45.1%
Cuentas por cobrar comerciales, neto	55.6%	-18.7%	3.6%	6.5%	-3.1%	23.9%	24.2%	-2.7%
Diversas, neto	-19.6%	25.9%	-48.2%	-15.0%	4.8%	175.2%	-65.8%	48.0%
Existencias, neto	2.0%	4.8%	3.8%	15.2%	8.1%	-0.5%	-9.1%	-5.4%
Gastos pagados por anticipado	43.2%	-17.4%	-50.7%	1113.6%	-20.0%	6.0%	-33.2%	26.2%
Total activo corriente	19.2%	-5.5%	-1.2%	14.6%	1.6%	15.9%	0.2%	-3.3%
ACTIVO NO CORRIENTE								
Cuentas por cobrar comerciales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-21.2%	-50.0%	47.8%	-100.0%
Inversiones	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	326.8%	13774.9%	0.0%
Inmuebles maquinaria y equipo, neto depreciación acumulada	7.8%	-15%	0.9%	137.0%	1.3%	-0.2%	-3.7%	-3.6%
Intangibles, neto amortización acumulada	-28.3%	1772.2%	-19.5%	-29.1%	-8.3%	-9.1%	2.3%	9.4%
Total activo no corriente	7.7%	2.6%	0.0%	140.8%	0.3%	-1.7%	3.7%	-5.4%
Total activo	15.0%	-2.8%	-0.8%	60.4%	0.9%	6.3%	2.0%	-4.4%
PASIVO Y PATRIMONIO NETO								
PASIVO CORRIENTE								
Obligaciones financieras	126.0%	-20.5%	0.8%	-54.3%	72.2%	-16.4%	9.5%	2.5%
Cuentas por pagar comerciales	-49.1%	173.1%	-33.5%	73.0%	-12.1%	-29.6%	51.8%	-35.6%
Otras cuentas por pagar	-75.9%	-7.6%	-2.3%	60.9%	-29.8%	14.6%	43.5%	-14.3%
Total pasivo corriente	28.7%	-7.2%	-5.9%	-29.6%	29.0%	-16.8%	21.4%	-8.8%
PASIVO NO CORRIENTE								
Obligaciones financieras	-19.2%	-10.5%	-17.7%	296.1%	-33.4%	68.5%	-13.5%	-14.2%
Préstamos de accionistas	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-11.6%	4.9%	47.4%	60.6%
Impuesto a la renta diferido	-22.9%	-6.0%	-20.3%	1054.8%	0.5%	6.0%	-7.8%	-8.7%
Total pasivo no corriente	-19.8%	-9.8%	-18.1%	482.1%	-20.6%	36.2%	-5.4%	-0.2%
Total pasivo	16.8%	-7.6%	-7.9%	45.4%	-0.1%	7.9%	5.6%	-4.3%
PATRIMONIO								
Capital social	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	49.2%	0.0%	0.0%
Acciones de inversión	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Acciones en tesorería	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Reserva legal	0.0%	14.1%	31.7%	15.0%	0.0%	5.0%	7.0%	8.1%
Resultados acumulados	14887.9%	107.2%	78.6%	327.7%	4.0%	-20.3%	-8.1%	-11.4%
Total patrimonio neto	10.2%	11.1%	16.3%	88.8%	2.4%	4.1%	-3.4%	-4.6%
Total pasivo y patrimonio neto	15.0%	-2.8%	-0.8%	60.4%	0.9%	6.3%	2.0%	-4.4%

Anexo 7. Análisis horizontal del estado de ganancias y pérdidas

UNIVERSIDAD DEL PACIFICO								
MAESTRIA EN FINANZAS CORPORATIVAS								
KING ZIPPER S.A.								
Análisis Horizontal del Estado de Ganancias y Pérdidas								
	2008/2007	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2015/2014
VENTAS NETAS	-3.5%	-22.4%	39.9%	14.0%	-3.5%	15.6%	7.9%	0.0%
COSTO DE VENTAS	3.1%	-21.4%	40.4%	11.3%	4.8%	6.8%	12.9%	-3.7%
Depreciación	-13.0%	8.8%	-3.7%	7.4%	14.6%	4.7%	3.0%	2.5%
Amortización	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-73.3%	-100.0%
UTILIDAD BRUTA	-16.6%	-29.9%	48.9%	22.6%	-27.9%	51.5%	-4.4%	11.7%
(GASTOS) INGRESOS OPERACIONALES								
Administración y ventas	-16.5%	-13.6%	36.7%	39.9%	-19.9%	15.8%	7.6%	7.4%
Depreciación	0.9%	-24.1%	23.4%	-9.2%	8.6%	8.7%	-7.6%	5.3%
Amortización	-15.9%	-9.9%	845.0%	-25.6%	-97.4%	849.3%	3.6%	18.9%
RESULTADO OPERATIVO	-17.5%	-59.6%	90.6%	-20.7%	-66.8%	479.8%	-32.5%	28.1%
Otros ingresos (gastos)	-9.1%	35.3%	2.5%	-7.3%	-8.2%	32.6%	0.0%	13.2%
Gastos financieros	75.5%	-53.3%	-22.7%	-21.0%	16.0%	47.2%	10.2%	-68.3%
Intereses	97.6%	-12.4%	-42.4%	13.1%	32.2%	-4.4%	-0.2%	23.3%
Perdida por diferencia en cambio	626.2%	-46.1%	-59.2%	71.4%	4.8%	87.7%	-18.5%	58.4%
Ingresos financieros	1.9%	8.6%	-64.2%	-19.6%	99.1%	218.5%	55.5%	-14.6%
Ganancia por diferencia en cambio	802.6%	-26.3%	-60.9%	85.1%	13.9%	-13.8%	-16.1%	94.5%
Utilidad antes de impuesto a la renta	-66.3%	2.7%	123.0%	-12.9%	-64.6%	148.4%	-42.8%	71.7%
IMPUESTO A LA RENTA	-108.7%	-61.3%	-1818.5%	-54.6%	-41.7%	418.7%	-127.4%	-88.3%
Utilidad neta del año	-45.4%	-2.3%	62.7%	0.8%	-68.0%	75.6%	24.3%	43.7%

Nota biográfica

Juan Francisco Mori Arellano

Nació en Virú, Trujillo, La Libertad, el 16 de junio de 1951. Es Ingeniero Mecánico (Universidad Nacional de Ingeniería) y Ejecutivo Senior, experto en Gestión de Activos para Minería y Construcción. Posee varios grados y especializaciones: MBA (CENTRUM), Diplomado en Gestión de Mantenimiento (ESAN), Six Sigma Black Belt (Pontificia Universidad Católica del Perú).

Tiene 24 años de experiencia en Mantenimiento de equipos pesados para minería y 7 años en equipos de construcción. Actualmente, es Gerente de Equipos y Mantenimiento de Bouby Sac y labora como consultor independiente.

Miguel Ángel Girano García

Nació en Tarapoto, San Martín, el 26 de agosto de 1961. Es Contador Público egresado de la Facultad de Contabilidad de la Universidad de Lima. Tiene, además, un Diplomado en Impuestos (Pontificia Universidad Católica del Perú).

Es Ejecutivo Senior, con treinta años de experiencia en el área contable y financiera. Actualmente, se desempeña como Gerente de Administración y Finanzas en Corporación Rey S.A.