



## **“VALORACIÓN DE AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A.”**

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

**Presentado por**

**Sr. José Rodríguez Alfaro**

**Asesor: Jorge Lladó Márquez**

**2017**

A mi madre, Eva Alfaro Alva

Agradezco a mi hermana, Margarita Rodríguez Alfaro; al señor. Alfonso Medrano Contreras, gerente de campo de Agroindustrial Laredo; y al señor. Luis Salinas Bautista.

## Resumen ejecutivo

El presente trabajo consiste en realizar la valorización de Agroindustrial Laredo S.A.A. al 31 de diciembre del 2015. El objetivo es encontrar el valor económico de la empresa y, de acuerdo a ello, sugerir propuestas de inversión. Para ello, se ha creído conveniente analizar sus resultados y principales indicadores hasta la fecha mencionada, para luego proyectar los resultados en los próximos diez años. La valorización se ha realizado mediante el método de flujo de caja descontado (Discounted Cash Flow, en inglés).

Los principales supuestos fueron: un 6% de crecimiento en las ventas proyectadas, un capex de 8,21% de las ventas anuales, un factor de crecimiento perpetuo (g) de 1,5% y un WACC de 8,20%. Se han utilizado herramientas financieras como Bloomberg y Crystal Ball, además de recurrir a fuentes de información relevantes y confiables, incluyendo entrevistas a funcionarios de la empresa y a profesionales del sector. A partir de ello, se ha concluido que, a la fecha de análisis de la empresa, con los supuestos del escenario base, su valor patrimonial es de S/ 323 millones.

De acuerdo al valor de la empresa y su número de acciones emitidas, obtenemos un valor de S/ 28 por acción. Dicho valor representa un 21% por encima del precio al cierre del 2015, que se ubicó en S/ 23 por acción. Esto nos muestra que el precio de la acción en el mercado bursátil está subvaluado, lo que representa una oportunidad de inversión atractiva, ya que la acción de Laredo tendría una capacidad de apreciación en su cotización que generaría ganancias a los posibles inversionistas. En ese sentido, recomendamos a los inversionistas comprar acciones de Laredo, y a quienes ya las posean, mantener sus posiciones.

Para complementar la valorización de la empresa, se ha aplicado un método adicional de valorización: por múltiplos. El resultado obtenido fue de S/16,68 por acción.

La capacidad de apreciación de la acción de Laredo se sustenta en las perspectivas de crecimiento del precio del azúcar para los próximos años, en el crecimiento de la demanda de azúcar y en la recuperación de su participación de mercado, luego de corregir su estrategia comercial. Esto incrementará sus flujos de efectivo, lo que le permitirá cumplir con todas sus obligaciones y aumentar el valor económico de la empresa.

## Índice

<b>Índice de tablas</b> .....	viii
<b>Índice de gráficos</b> .....	ix
<b>Índice de anexos</b> .....	x
<b>Capítulo I. Introducción</b> .....	1
<b>Capítulo II. Descripción de la empresa</b> .....	2
1. Líneas de negocio .....	3
1.1 Línea industrial .....	3
1.2 Línea de consumo directo .....	3
1.3 Línea de subproductos .....	3
2. Transporte .....	4
3. Área geográfica.....	5
4. Proceso productivo .....	6
4.1 Proceso productivo en campo .....	6
4.2 Proceso productivo en fábrica.....	7
5. Recursos humanos .....	9
6. Accionariado.....	9
6.1 Subsidiarias y relacionadas .....	9
6.2 La acción en la Bolsa de Valores de Lima.....	10
7. Gobierno corporativo.....	12
8. Responsabilidad social empresarial .....	13
8.1 Responsabilidad social.....	13
8.2 Responsabilidad ambiental .....	13
9. Política de dividendos.....	13
10. Financiamiento .....	14

11. Análisis FODA .....	15
11.1 Fortalezas.....	15
11.2 Debilidades .....	15
11.3 Oportunidades.....	15
11.4 Amenazas.....	16
<b>Capítulo III. Descripción de la industria .....</b>	<b>17</b>
1. Producción de azúcar en el Perú.....	17
2. Oferta y demanda de azúcar en el Perú.....	18
2.1 Demanda.....	18
2.2 Oferta .....	18
3. Precios del azúcar y derivados.....	19
4. Fuerzas competitivas de la industria azucarera.....	200
5. Canales de distribución de azúcar.....	211
5.1 Canal industrial.....	211
5.2 Canal vertical.....	22
5.3 Canal horizontal.....	222
6. Segmentación de la industria azucarera.....	222
<b>Capítulo IV. Análisis financiero.....</b>	<b>233</b>
1. Análisis de resultados .....	233
1.1 Volumen de ventas .....	233
1.2 Valor de ventas .....	233
1.3 Margen bruto .....	233
1.4 Margen neto.....	244
2. Gasto en bienes de capital (capex).....	244
2.1 Capex de mantenimiento .....	255

2.2	Capex de inversión.....	255
3.	Costos fijos y variables.....	256
4.	Análisis de ratios .....	27
4.1	Capital neto de trabajo.....	278
4.2	Ratios de liquidez .....	27
4.3	Ratios de gestión.....	28
4.4	Ratio de rentabilidad sobre los activos y patrimonio.....	288
4.5	Ratios de solvencia.....	29
4.6	Ratios de rentabilidad.....	29
<b>Capítulo V. Riesgos financieros .....</b>		<b>300</b>
1.	Riesgos de mercado .....	300
1.1	Riesgo de tasa de interés (riesgo bajo).....	300
1.2	Riesgo de moneda (riesgo alto) .....	300
1.3	Riesgo de precio (riesgo alto).....	311
2.	Riesgo de crédito (riesgo bajo).....	322
3.	Riesgo de liquidez (riesgo medio) .....	322
<b>Capítulo VI. Valorización.....</b>		<b>333</b>
1.	Flujos de caja descontados (DCF) .....	333
1.1	Supuestos de tasa de descuento CAPM y WACC .....	333
1.2	Otros supuestos de valorización .....	333
1.2.1	Número de años de proyección.....	333
1.2.2	Ingresos por ventas de azúcar .....	344
1.2.3	Otros ingresos .....	355
1.2.4	Costos fijos y variables.....	365



## Índice de tablas

Tabla 1.	Ubicación y áreas de cultivo en hectáreas .....	5
Tabla 2.	Accionistas principales de Laredo (en miles) .....	9
Tabla 3.	Empresas relacionadas .....	10
Tabla 4.	Estrategia corporativa Laredo .....	12
Tabla 5.	Distribución de utilidades .....	14
Tabla 6.	Pasivo financiero al 31 de diciembre del 2015 (en miles) .....	14
Tabla 7.	Capex de Laredo (en miles de soles) .....	255
Tabla 8.	Relación de costos fijos y variables .....	296
Tabla 9.	Ratios de Solvencia.....	29
Tabla 10.	Sensibilidad de la moneda .....	311
Tabla 11.	Sensibilidad del <i>commodity</i> .....	341
Tabla 12.	Proyección del precio del azúcar .....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b> 4
Tabla 13.	Proyección margen bruto .....	396
Tabla 14.	Proyección margen EBITDA .....	406
Tabla 15.	Proyección capacidad de producción Laredo.....	417
Tabla 16.	Proyección de capital neto de trabajo (en miles de Soles) .....	418
Tabla 17.	Proyección de capex (en miles de soles).....	419
Tabla 18.	Múltiplos de empresas del sector azucarero .....	40
Tabla 19.	Análisis de sensibilidad.....	41

## Índice de gráficos

Gráfico 1.	Línea de tiempo de la empresa.....	2
Gráfico 2.	Líneas de negocio .....	4
Gráfico 3.	Ubicación geográfica .....	5
Gráfico 4.	Proceso productivo en fábrica.....	8
Gráfico 5.	Correlación IGBVL y acción de Laredo .....	11
Gráfico 6.	Cotización y producción del azúcar en el Perú .....	12
Gráfico 7.	Producción departamental de azúcar.....	17
Gráfico 8.	Producción mundial de azúcar 2015 (en millones de toneladas) .....	<b>¡Error!</b>
<b>Marcador no definido.7</b>		
Gráfico 9.	Producción por empresa azucarera .....	19
Gráfico 10.	Cotización de azúcar rubia mercado interno y mercado externo. ....	20
Gráfico 11.	Precio del azúcar mercado interno (en Soles por tonelada) .....	20
Gráfico 12.	Volumen y valor de ventas de Laredo .....	233
Gráfico 13.	Ventas y margen bruto .....	244
Gráfico 14.	Evolución capex de Laredo 2010-2015 (en miles de soles).....	266
Gráfico 15.	Ratios de liquidez de Laredo.....	27
Gráfico 16.	Capital neto de trabajo de Laredo .....	277
Gráfico 17.	Ratios de gestión .....	28
Gráfico 18.	Rentabilidad sobre los activos y patrimonio .....	288
Gráfico 19.	Ratios de rentabilidad .....	299
Gráfico 20.	Proyección precio del azúcar.....	35

## Índice de anexos

Anexo 1.	Cálculo de CAPM y WACC .....	477
Anexo 2.	Otros supuestos de valorización.....	488
Anexo 3.	Proyección costos fijos y costos variables. ....	499
Anexo 4.	Capex histórico .....	499
Anexo 5.	Capital Neto de Trabajo histórico. ....	499
Anexo 6.	Estados financieros históricos.....	50
Anexo 7.	Estados financieros proyectados .....	522
Anexo 8.	Ratios financieras proyectados.....	544
Anexo 9.	Valorización.....	555
Anexo 10.	Análisis de sensibilidad.....	566

## **Capítulo I. Introducción**

La industria azucarera es una de las agroindustrias de más larga presencia histórica en el país y, hasta la fecha, es uno de los principales motores económicos de la región norte. Agroindustrial Laredo S.A.A. se dedica a la producción y comercialización de azúcar de caña y sus derivados (alcohol, melaza y bagazo). El azúcar es parte de la canasta básica familiar y su mercado representa, aproximadamente, 1,2 millones de toneladas al año en el país. En el 2015, Laredo produjo 151.829 toneladas para el mercado nacional; por tanto, participó del 12,6 % del mercado y exportó 5.418 toneladas. Sus ventas sumaron en total S/ 254 millones, lo que lo posiciona como el tercer productor de azúcar en el país, después de Casa Grande y Cartavio.

Constituida con su denominación actual luego del proceso de privatización del sector azucarero a fines de la década de 1990, la mayor parte de sus acciones fue adquirida por el grupo Manuelita, de Colombia, grupo empresarial con una larga experiencia en el sector azucarero. Desde ese momento, Laredo comenzó un periodo de recuperación, que ha logrado ubicarla como líder de su sector en rendimiento productivo, calidad de sus productos y buen clima laboral. El grupo Manuelita tiene diversas empresas agroindustriales en Colombia, Brasil, Chile y Perú. Por su liderazgo sectorial, su crecimiento continuo tanto en ventas como en todas sus operaciones, además de contar con el sólido respaldo financiero de su principal accionista, hemos decidido realizar la valorización de Agroindustrial Laredo.

En medio de la desaceleración económica que viene atravesando el país en los últimos años, la empresa ha seguido apostando por la región con la adquisición de tierras que antes no eran productivas. Además, es pionera en la reducción de residuos de caña quemada, un importante aporte a la conservación del medio ambiente, que redundará en una mejor calidad de vida para los pobladores aledaños a la empresa. La empresa desarrolla una intensa tarea de responsabilidad a través de cuatro ejes: salud y seguridad ocupacional; educación; ingresos complementarios; y mejoramiento de viviendas.

En el mercado bursátil de Lima, las empresas azucareras representan la gran mayoría dentro de las empresas agroindustriales del país. La empresa cotiza sus acciones en la Bolsa de Valores de Lima, con la sigla LaredoC1 desde el año 1997, su número de acciones en circulación es de 11.563.369, su valor nominal es S/ 16,56 por acción y su capitalización bursátil es S/ 231 millones al 29 de diciembre del 2015.

## Capítulo II. Descripción de la empresa

La empresa se dedica a la producción de azúcar. Su origen se remonta al siglo XVIII, cuando la hacienda Laredo, de propiedad de la familia Remírez y Laredo, fue conformada como un ingenio azucarero. En el siglo XIX, pasó a poder de la familiar McPherson y luego a la familia Chopitea Luna Victoria. En 1937 fue adquirida por la familia Gildemeister, propietaria de la hacienda azucarera Casa Grande. En 1969, con la Ley de Reforma Agraria del general Juan Velasco Alvarado, Laredo es expropiada a los Gildemeister y pasa a ser constituida como la Cooperativa Agraria Azucarera Laredo. En 1998 la empresa es adquirida por el grupo Manuelita, de Colombia, propiedad de la familia Eder, como parte de la privatización obligatoria de las cooperativas azucareras que había iniciado el gobierno del presidente Alberto Fujimori. Empieza, entonces, un proceso de reestructuración patrimonial, mejoramiento y modernización de todas sus operaciones.

**Gráfico 1. Línea de tiempo de la empresa**

Siglo XVIII	1867	1937	1969	1998
Adquisición de la hacienda San Nicolás por la familia Ramírez y Laredo. Pasa a denominarse hacienda Laredo.	Adquisición de la hacienda por la familia Chopitea. Se inicia la modernización del ingenio de azúcar.	Adquisición de la hacienda por la familia Gildemeister, por lo que forma parte del mayor Conglomerado azucarero del país.	Ley de Reforma Agraria, por lo que se constituye la Cooperativa Agraria Azucarera Laredo.	Privatización obligatoria de las cooperativas azucareras, el grupo Manuelita adquiere la mayoría de acciones, se constituye la Empresa Agrícola Laredo S.A.A.

Fuente: Laredo Perú, 2008. Elaboración: Propia.

Luego de ordenar las finanzas de la empresa, los nuevos conductores comenzaron un proceso de adquisición de tierras. Primero adquirieron la ex hacienda Chiclín por remate de tierras en el año 2005, y adquirieron, en el año 2008, 3.000 hectáreas de tierras áridas que formaban parte del proyecto de irrigación Chavimochic, hoy eficientemente cultivadas de caña con tecnología de punta, por lo que han triplicado su área de cultivo original.

La estrategia de mercado de Laredo está orientada a la calidad de sus productos, no a la cantidad. Por ello, tiene como objetivo producir el azúcar de la mejor calidad en el país y tener el liderazgo en este aspecto en el sector azucarero nacional. Dadas las características del mercado peruano, el segmento que demanda esa calidad de azúcar es el mercado industrial de bebidas no alcohólicas. Laredo ha venido migrando su producción a este sector, reduciendo su

participación en el mercado de consumo directo, con lo que ha consolidado su posición como principal proveedor de azúcar en el sector de bebidas y golosinas del país. Con la gran demanda que tiene ese sector, su producción está destinada casi exclusivamente al mercado nacional y exporta solo pequeñas cantidades (en el 2015, exportó el 3,8% de su producción).

La plantación principal de Laredo rodea la ciudad de Trujillo por el este y una parte considerable de la zona oeste. Debido a ello, ha empezado a interesarse por desarrollar proyectos inmobiliarios en los terrenos aledaños a la ciudad y ha constituido una subsidiaria: Inmobiliaria La Merced.

## **1. Líneas de negocio**

La producción de azúcar está destinada a dos mercados distintos: el mercado industrial de bebidas y el mercado de consumo directo. Además, durante el proceso industrial, se generan subproductos, que son alcohol, melaza y bagazo. De acuerdo a ello, sus productos y subproductos se orientan a tres líneas de negocio:

### **1.1 Línea industrial**

Para este sector, que representa su principal mercado, Laredo produce azúcar refinado, que se caracteriza por su alta calidad, y se dirige a empresas del sector farmacéutico y a empresas productoras de bebidas claras y golosinas traslúcidas. Este producto actualmente concentra alrededor del 50% de la producción de la empresa. Asimismo, produce azúcar industrial, dirigido a las empresas que producen golosinas y gaseosas oscuras, cumpliendo con los requisitos físico-químicos que requieren dichas empresas; representa el 30% de la producción.

### **1.2 Línea de consumo directo**

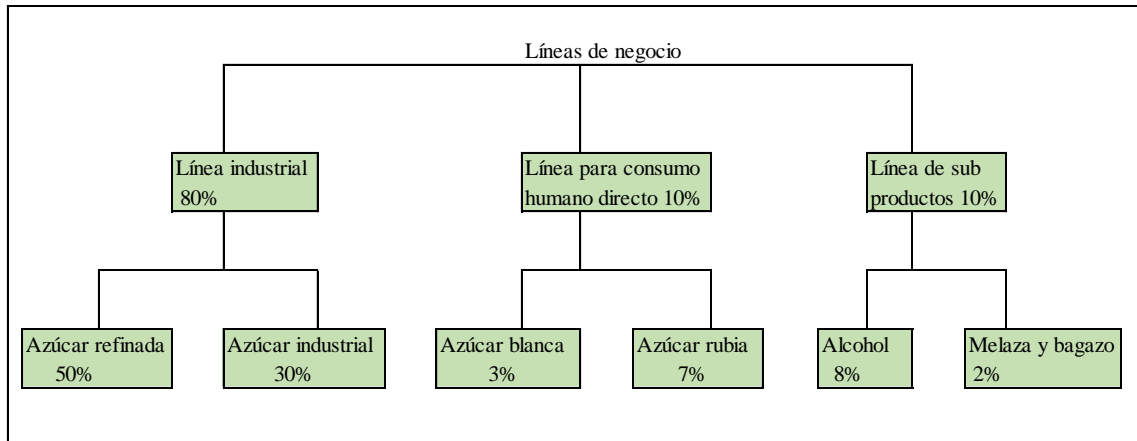
Representa el 10% de la producción, del cual la azúcar blanca doméstica es el 3%, y la azúcar rubia, el 7%, dirigida al consumo humano directo.

### **1.3 Línea de subproductos**

En la producción de azúcar se generan tres subproductos: alcohol, bagazo y melaza. El principal subproducto es el alcohol extra neutro, dirigido a empresas que producen alimentos, bebidas y

perfumería, que representa el 8% de su producción. El 70% se dirige al mercado nacional y el 30% es exportado a Colombia. El bagazo, que es el desecho de la molienda, sirve principalmente como combustible para los calderos de producción de la fábrica. La melaza se vende para servir de insumo en la elaboración de alimentos balanceados; ambos representan un 2% de la producción.

**Gráfico 2. Líneas de negocio**



Fuente: Laredo. Elaboración propia, 2017.

## 2. Transporte

El transporte en Laredo involucra el traslado de la caña cosechada a la fábrica. Para ello, requiere el servicio de transportistas terceros especializados y propietarios de camiones especiales para el transporte de caña. El traslado del azúcar a los clientes corre por cuenta de estos, quienes contratan empresas de carga pesada para recoger sus productos desde la empresa. Para el transporte interno del personal que supervisa las áreas de campo, se requiere el uso de camionetas en los caminos pavimentados y afirmados; en los caminos internos de los fundos se utilizan caballos de paso.

### 3. Área geográfica

Está ubicada geográficamente en el departamento de La Libertad. La matriz de la empresa, donde están su plantación original y la planta industrial de producción, se ubica en el distrito de Laredo, provincia de Trujillo. Además, cuenta con otros campos de cultivo, todos en el departamento de La Libertad: en los distritos de Trujillo, provincia de Trujillo; Virú, provincia de Virú; y Chiclín, provincia de Ascope. Alcanza, a diciembre del 2015, un área total de 10.629 hectáreas.

**Tabla 1. Ubicación y áreas de cultivo en hectáreas**

Fundos	Provincia	Distrito	Área
Zona I	Trujillo	Laredo	653
Zona II	Trujillo	Laredo	1.126
Zona III	Trujillo	Laredo	963
Zona IV	Trujillo	Laredo	406
Anexo Cortijo	Trujillo	Trujillo	581
Anexo Perú	Virú	Virú	699
Anexo Huaca Larga	Virú	Virú	202
Arena Dulce	Virú	Virú	3.790
María Eliza	Virú	Virú	427
Arena Dulce (Pur Pur)	Virú	Virú	246
Arena Dulce (Cuatro Piedras)	Virú	Virú	532
Chiclín	Ascope	Chiclín	1.004
<b>Total</b>			<b>10.629</b>

Fuente: Laredo. Elaboración propia, 2017.

**Gráfico 3. Ubicación geográfica**



Fuente: Laredo. Elaboración propia, 2017.

## 4. Proceso productivo

La producción de azúcar tiene dos procesos principales: proceso productivo en campo y proceso productivo en fábrica.

### 4.1 Proceso productivo en campo

Constituye el primer proceso productivo, que provee la caña de azúcar, principal insumo para la elaboración del azúcar. Implica todo lo concerniente a su cultivo, cosecha y transporte a la planta industrial, y tiene las siguientes etapas:

- **Preparación del terreno.** El primer paso es el rastro arado. Se realiza un subsolado a una profundidad de 60 cm con el fin de dar aireación al suelo y permitir su drenaje. Luego se surca a una distancia de un metro y medio para facilitar la siembra y la conducción del agua durante el riego. Este proceso tarda 12 días, aproximadamente.
- **Siembra de las semillas de caña.** La semilla se obtiene de cañas seleccionadas, cortando estacas de aproximadamente 50 centímetros. Para evitar el surgimiento de malezas que compitan con la caña durante la primera fase de su crecimiento, se realiza un control durante la infestación presente. Tarda 22 días, aproximadamente.
- **Riego y crecimiento de la caña.** Factor muy importante, del cual dependen la calidad y productividad de la cosecha. El riego se programa con balance hídrico. Luego, el cultivo se fertiliza con urea. Cuando la caña culmina su periodo de crecimiento se realiza el agoste, que consiste en suprimir los riegos para inducir la concentración de sacarosa. Esta etapa es la más larga del proceso productivo en campo y dura, en promedio, doce meses.
- **Cosecha de la caña.** La cosecha se realiza de forma mecánica o manual y se carga en los vehículos, usando alzadores de uña. Los camiones de caña cortada llegan a la balanza electrónica. Toma 8 días, aproximadamente.
- **Transporte de la caña a la fábrica.** Los camiones de caña cortada llegan a la entrada de la fábrica. Transportar toda un área de caña cosechada toma aproximadamente 4 días.

Todo el proceso productivo en campo tarda aproximadamente trece meses y quince días. La siembra y cosecha se realizan en todo el año, porque cuenta con grandes áreas de cultivos ubicados en diferentes valles, lo que le asegura un abastecimiento de caña mensual.

Los principales insumos que demanda el proceso productivo de campo son: semillas de caña de azúcar –que ellos mismos producen–, agua –que se proveen tanto de la Junta de Usuarios del Río Moche como del Proyecto de Irrigación Chavimochic–, abonos, pesticidas, herramientas de cultivo y de cosecha, que proveen diversas agropecuarias de la ciudad.

#### 4.2 Proceso productivo en fábrica

Es el proceso mediante el cual se transforma la materia prima caña en azúcar. Consta de varias etapas en las que se obtiene primero el jugo de caña, que es purificado, luego evaporado y cristalizado, hasta finalmente ser refinado para obtener, de esa manera, el azúcar, que luego se empaca y almacena. Dura siete horas, aproximadamente.

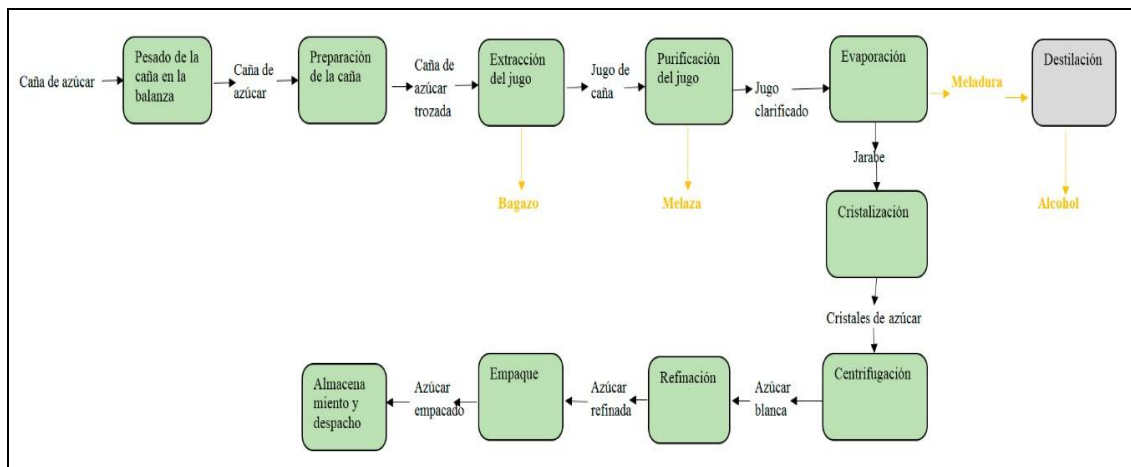
- **Pesado de la caña en la balanza.** Los camiones de caña cortada llegan a la balanza electrónica, donde es pesada la caña. Toma veinticinco minutos, aproximadamente.
- **Preparación de la caña.** La caña se descarga en la mesa alimentadora con la ayuda de una grúa, donde es lavada para eliminar tierra y arena, y pasa al conductor de caña, que la lleva a la picadora o machetero, que la troza. Después, continúa hacia el desfibrador, donde queda preparada para extraerle el jugo, que contiene la sacarosa. Demora veinticinco minutos.
- **Extracción del jugo.** En el tándem de molinos se realiza el proceso de extracción de la sacarosa, que consiste en exprimir y lavar el colchón de bagazo. El residuo, llamado bagazo, va pasando de un molino a otro para extraer la mayor cantidad de jugo posible. El bagazo que queda es un subproducto. Tarda 35 minutos.
- **Purificación del jugo.** El jugo se calienta para acelerar la separación de los sólidos no azúcares. Al jugo caliente se le adiciona floculante y se envía a los clarificadores, donde se logra la separación de los sólidos disueltos. Al jugo que sale de los clarificadores, que es limpio y brillante, se le conoce como jugo clarificado y se envía a los evaporadores. Requiere de una hora y quince minutos.
- **Evaporación.** Consiste en retirar el alto contenido de agua que tiene el jugo clarificado, donde se recibe un jugo de, aproximadamente, quince grados Brix, y se concentra hasta 65 grados Brix, lo que da como resultado la meladura o jarabe. Los grados Brix miden la cantidad aproximada de azúcares en zumos de frutas y bebidas como el jugo de caña. Toma 50 minutos.
- **Cristalización.** Este proceso se realiza en los tachos, donde el agua de la meladura clarificada se evapora, lo que da como resultado la cristalización de la sacarosa (azúcar).

Esta cristalización se puede observar en la masa, que es la mezcla de miel y cristales de azúcar. Requiere veinticinco minutos.

- **Centrifugación.** La masa de los tachos se envía a las centrífugas, para separar la miel de los cristales de azúcar. Con el fin de obtener una azúcar más blanca, dentro de la centrífuga se aplica agua caliente para eliminar los residuos de miel en los cristales de azúcar. La miel se envía a unos tanques de almacenamiento. Tarda cincuenta minutos aproximadamente.
- **Refinación.** Se realiza disolviendo de nuevo el azúcar en agua condensada, clarificándola por micro aireación y flotación, y luego se pasa por un filtro, donde se eliminan las impurezas inorgánicas y materiales colorantes; luego, se vuelve a cristalizar en el tacho y se separa el azúcar en las centrífugas, para su posterior almacenaje y empaque. Requiere 35 minutos.
- **Empaque.** El azúcar se transporta hasta un silo, luego se empaqa en sacos de 50 kg o en tamaños jumbo, que se cosen. Tarda una hora aproximadamente.
- **Almacenamiento.** El azúcar se almacena en el almacén de productos terminados. Posteriormente, se despacha según programación de distribución a los clientes. Requiere 40 minutos.

Los principales insumos que demanda el proceso productivo en fábrica son: caña de azúcar, energía eléctrica, combustible, sacos de plástico, bolsas de empaque. El más importante de todos los insumos es la caña de azúcar, que se abastece en un 55% de sus propios campos y en un 45% de sembradores de caña de la zona, entre los que destaca la Empresa Agrícola Barraza. La energía eléctrica se abastece de Hidrandina; los sacos son provistos principalmente por Norsac.

**Gráfico 4. Proceso productivo en fábrica**



Fuente: Laredo. Elaboración propia, 2017.

## 5. Recursos humanos

Para la ejecución y desarrollo de las actividades, la empresa contrató 1.718 personas durante el año 2015: 7 funcionarios, 216 empleados y 1.304 obreros contratados a plazo indefinido; 21 empleados y 170 obreros contratados a plazo fijo.

## 6. Accionariado

El accionariado de Laredo pertenece mayoritariamente a empresas de la familia colombiana Eder: Manuelita Internacional e Inversiones Manuelita. A través de estas empresas, los Eder son propietarios del 78,68 % de Agroindustrial Laredo. Los accionistas de Agroindustrial Laredo S.A.A., que poseían más del 1% de la participación accionarial a diciembre 31 del 2015, son los siguientes:

**Tabla 2. Accionistas principales de Laredo (en miles)**

<b>Accionistas con más del 1% de participación</b>	<b>Nacionalidad</b>	<b>Nº de acciones</b>	<b>%</b>
Manuelita Internacional S.A.	Colombiana	7,424	64,21
Inversiones Manuelita S.A.	Colombiana	1,684	14,57
Velarde Aspíllaga Luis Julio	Peruana	6,994	6,05
Alberto J. Gambetta Laguerre	Peruana	2,330	2,01
Interseguros Compañía de Seguros de Vida	Peruana	1,605	1,39
BBF S.A.	Peruana	1,222	1,06
Otros accionistas con menos de 1%		1,238	10,71
<b>Total de acciones comunes</b>		<b>1,156</b>	<b>100</b>

Fuente: Laredo, 2015. Elaboración: Propia.

El capital social creado, suscrito y pagado asciende a S/ 191.603.000 y está representado por 11.563.369 acciones comunes, que, a la fecha, tienen un valor nominal de S/ 16,56 (Laredo 2015). La empresa cuenta solo con acciones con derecho a voto o Comunes (LAREDO C1).

### 6.1 Subsidiarias y relacionadas

- **Subsidiarias.** La empresa tiene una subsidiaria, Condominios La Merced S.A.C., constituida el 2 de setiembre del 2015 en la ciudad de Trujillo. Dicha empresa tiene como actividad principal todo tipo de actividades relacionadas con la promoción inmobiliaria. La compañía posee el 99% de acciones de la inmobiliaria. Inmobiliaria La Merced está compuesta por 3.641.685 acciones, cada acción tiene un valor nominal de S/ 1. Al cierre del

2015, tenía en total activos S/. 6.989.000, total pasivos S/ 3.346.000, total patrimonio S/ 3.642.000.

- **Relacionadas.** Las empresas relacionadas de Laredo son las pertenecientes al grupo Manuelita de Colombia, dedicadas principalmente a la agroindustria, en varios rubros y países de Sudamérica. En Colombia se encuentra su centro corporativo en Cali, a través de Manuelita Azúcar y Energía, ubicada en Palmira, Valle del Cauca.

**Tabla 3. Empresas relacionadas**

<b>Empresas</b>	<b>Rubro de negocio</b>	<b>País</b>
Manuelita Azúcar y Energía	Caña de Azúcar	Colombia
Vale do Paraná	Caña de Azúcar	Brasil
Manuelita Aceites y Energía	Palma de aceite	Colombia
Palmar de Altamira	Palma de aceite	Colombia
Océanos	Acuicultura	Colombia
Mejillones América	Acuicultura	Chile
Manuelita Frutas y Hortalizas	Frutas y hortalizas	Perú

Fuente: Informe anual Manuelita, 2015. Elaboración: propia.

Sus rubros de negocios son denominados plataformas. La plataforma caña de azúcar tiene capacidad instalada para procesar 4,2 millones de toneladas de caña al año, y capacidad de producción de 425.000 toneladas de azúcar, 75 millones de litros de bio etanol carburante y 7 millones de litros de bio etanol industrial. Los resultados económicos de Manuelita S.A. de Colombia, en el año 2012, fueron de US\$ 482 millones en ventas y utilidad neta de US\$ 26 millones<sup>1</sup>. Al 31 de mayo del 2015, Laredo tiene cuentas por pagar a empresas relacionadas por 349 mil soles, que vence en 1 mes y tiene cuentas por cobrar por S/ 3.706.000 soles a corto plazo.

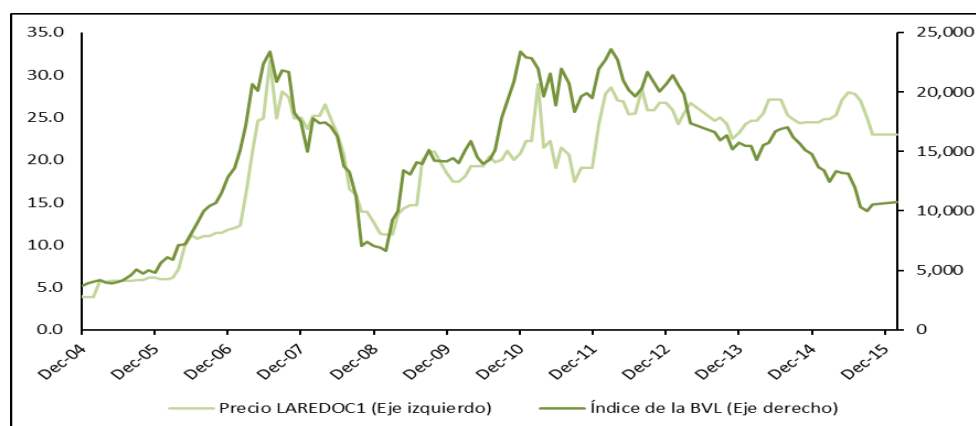
## **6.2 La acción en la Bolsa de Valores de Lima**

Al cierre del 2015, encontramos la última cotización de Laredo el 27 de octubre a S/ 23 por acción. Una capitalización bursátil de: S/ 237.049.850 soles. Esto muestra ser una acción poco líquida, aunque se compran y venden acciones de Laredo casi todos los meses en la Bolsa de Valores de Lima. El precio de la acción alcanzó S/ 36 el año 2012, pero la cotización ha venido cayendo desde el año 2013, debido principalmente a la caída en el precio del azúcar en los años 2013 y 2014. En comparación con el IGBVL, vemos que han tenido una evolución similar en

<sup>1</sup> Última información pública disponible: Comunicación de Progreso, Manuelita S. A.

sus cotizaciones: ambas llegaron a su máximo de cotización en el 2007, cuando la acción de Laredo llegó a cotizarse por encima de S/ 50 por acción, luego se desplomaron en el 2008 y 2009, y se han recuperado desde el 2010, verificándose una correlación entre ambas de: 0,86. En el siguiente gráfico se muestra la evolución comparada de la acción de Laredo y el IGBVL, desde el año 2004.

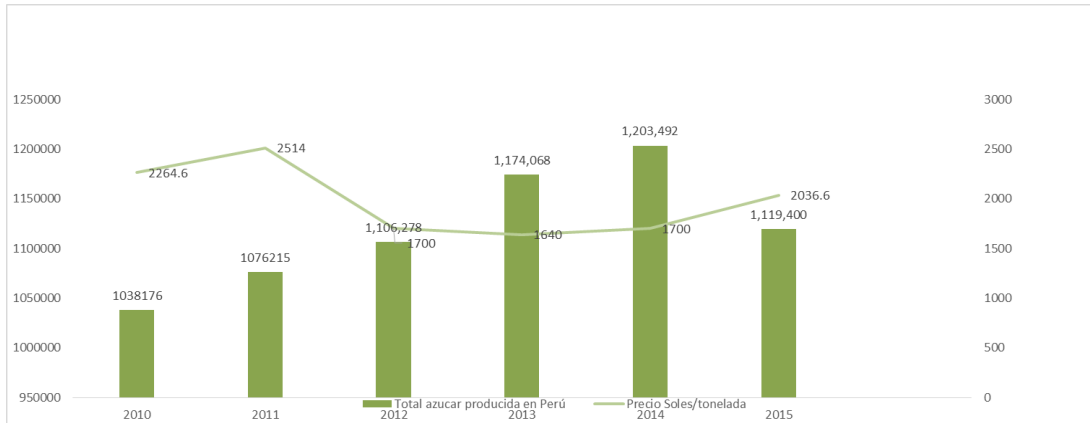
**Gráfico 5. Correlación IGBVL y acción de Laredo.**



Fuente: Bloomberg, 2015. Elaboración propia.

La disminución en la cotización de la acción puede explicarse por aspectos económicos de la empresa, principalmente asociados a la caída en los ingresos que esta tuvo a lo largo del año 2015. Esta caída se debe a que casi todas las ventas de azúcar refinada de Laredo para el presente año se pactaron al inicio, con contratos de venta con sus clientes, cuando no se esperaba que los precios del azúcar en ese año subieran considerablemente, lo que les impidió aprovechar el alza del precio. En años previos, el precio de la acción ha bajado, principalmente por la baja que tuvo la cotización del azúcar y por el aumento del tipo de cambio USDPEN, que encareció los costos financieros de la empresa, que están, en su mayor, parte en dólares. Las empresas del sector han tenido un desempeño similar en sus cotizaciones. La previsión de la empresa es que, para el 2016, reducirán considerablemente estos contratos de venta futuros y podrán aprovechar los precios altos que se pronostican para ese año y, así, mejorar sus ingresos y resultados, lo que traería como consecuencia, para fines del 2016, en adelante una recuperación en la cotización de la acción.

**Gráfico 6. Cotización y producción del azúcar en el Perú**



Fuente: Reporte Minag 2015. Elaboración propia.

## 7. Gobierno corporativo

La empresa Laredo tiene un adecuado manejo de gobierno corporativo. Para ello, ha implementado una estrategia corporativa, que consiste en determinar un propósito central, fomentar los valores corporativos de la empresa, un plan concreto de gobierno corporativo de largo plazo, fijado en el año 2020 y una propuesta de valor. Dicha estrategia corporativa, establecida por la empresa es la siguiente:

**Tabla 4. Estrategia corporativa Laredo**

Propósito central	Valores corporativos	Mega 2020	Propuesta de valor
«Generamos progreso y bienestar con empresas y productos ejemplares, a partir del aprovechamiento racional y sostenible de los recursos naturales».	« Integridad, respeto por la gente y compromiso con su desarrollo, responsabilidad social y ambiental, espíritu pionero, austeridad, orientación al cliente».	«En el año 2020, Laredo se ha consolidado como un líder en el sector agroindustrial en Latinoamérica por su modelo de negocios basado en la sostenibilidad económica, social y ambiental».	«Laredo ofrece: azúcar blanca y refinada de alta calidad a los industriales peruanos más exigentes en los sectores de alimentos, bebidas y farmacéuticos, con un modelo diferenciado de producto, entrega y uso a costo total competitivo».

Fuente: Agroindustrial Laredo, 2015. Elaboración propia

## **8. Responsabilidad social empresarial**

### **8.1 Responsabilidad social**

Empresa Laredo desarrolla una intensa tarea de responsabilidad social. Para ello, realiza las siguientes políticas y actividades: política de salud y seguridad ocupacional, programa de salud, programa de ingresos complementarios, programa de voluntariado y gestión social interna.

### **8.2 Responsabilidad ambiental**

Las principales actividades de cuidado ambiental son:

- **Programa de Manejo de Residuos Sólidos.** Procedimientos y acciones basados en criterios sanitarios y ambientales para un adecuado manejo y gestión de los residuos, desde el momento en que se generan hasta su disposición final.
- **Sostenibilidad Ambiental y Social.** «Nos encontramos trabajando con miras a la Certificación Bonsucro, que evalúa la biodiversidad, ecosistemas y efectos de los derechos humanos en la producción de caña de azúcar y exige el cumplimiento legal y una mejora continua durante todo el proceso de producción. En el marco del cumplimiento de su plan de adecuación y manejo ambiental (PAMA), asume el compromiso de reducir la quema de caña en 1.500 hectáreas, ubicadas en las zonas urbanas cercanas a sus campos durante los próximos cuatro años» (Agroindustrial Laredo 2015).

## **9. Política de dividendos**

En Laredo se ha establecido la siguiente política de distribución de dividendos: «Distribuir entre los accionistas hasta el 75% de las utilidades distribuibles, siempre y cuando no se necesiten tales fondos para programas de mantenimiento y mejoramiento de acuerdo a la decisión que en cada ejercicio adopte la Junta General Obligatoria Anual de Accionistas de la Sociedad. En aquellos casos en que los dividendos se cancelen de manera fraccionada no se devengarán intereses de naturaleza alguna durante el plazo de cancelación».

En junta general de accionistas de fecha 24 de marzo del 2015, se acordó distribuir dividendos correspondientes al año 2014, por S/ 34 millones 690 mil y S/ 28 millones 209 mil correspondientes al año 2013, distribución aprobada en junta general de accionistas, de fecha 31

de marzo del 2014. La utilidad por acción mejoró en el 2014 por mejores resultados de ese año, pero ha sido negativa en el 2015 por la pérdida del ejercicio. Los detalles se muestran en el siguiente cuadro:

**Tabla 5. Distribución de utilidades**

Concepto	2013	2014	2015
Dividendos pagados	28.747	28.296	34.690
Utilidad neta anual	36.588	46.787	-1.177
Número de acciones en circulación	11.563	11.563	11.563
Utilidad por acción	3,16	4,05	-0,10
Dividendos por utilidad		0,77	0,74
<b>Dividendos por acción</b>	<b>2,49</b>	<b>2,45</b>	<b>3,0</b>

Fuente: Notas a los estados financieros Laredo 2015. Elaboración: Propia.

## 10. Financiamiento

Laredo financia sus operaciones con sus resultados acumulados, líneas de créditos comerciales y préstamos bancarios corporativos nacionales e internacionales, no emite bonos. El pasivo financiero total, al 31 de diciembre del 2015, es de S/ 157 millones 671 mil, mayor en S/ 51 millones 314 mil, respecto a diciembre del 2014, que fue de S/ 106 millones 357 mil, el aumento se debió principalmente al incremento de las obligaciones financieras para la adquisición de activos de producción.. Una parte de la deuda financiera está en moneda extranjera, al 31 de diciembre del 2015, la deuda financiera en dólares expresada en soles es de S/ 51 millones 23 mil.

**Tabla 6. Pasivo financiero al 31 de diciembre del 2015 (en miles)**

Deuda Laredo en Dólares				2015					
Entidad				Equivalente soles			Dolares		
	tasa	moneda	T.C.	corriente	no corriente	total soles	corriente	no corriente	total dolares
Préstamos Bancarios									
Banco De Crédito	5.25	Dólares	3.411	8,157		8,157.00	2,391.38	-	2,391
Banco De Crédito	4.26	Dólares	3.411		34,471	34,471.00	-	10,106	10,106
International Finance Corp	3.25 + Libor 6M	Dólares	3.411	12,872		12,872.00	3,773.67	-	3,774
Scotiabank	4.99	Dólares	3.411						
Bancolombia	5.75	Dólares	3.411	3,788	25,209	28,997.00	1,110.52	7,391	8,501
Bancolombia	3.08	Dólares	3.411		18,089	18,089.00	-	5,303	5,303
Bancolombia	2.2 + Libor 3M	Dólares	3.411	8,533		8,533.00	2,501.61	-	2,502
Bancolombia	4.4 + Libor 3M	Dólares	3.411	11,946		11,946.00	3,502.20	-	3,502
Arrendamientos Financieros									
Scotiabank	3.51 - 4.75	Dólares	3.411	4,717	6,086	10,803.00	1,382.88	1,784	3,167
Banco De Crédito	4.80 - 7.5	Dólares	3.411	1,010	521	1,531.00	296.10	153	449
<b>Total deuda dólares</b>				<b>51,023</b>	<b>84,376</b>	<b>135,399</b>	<b>14,958</b>	<b>24,736</b>	<b>39,695</b>
<b>Deuda Laredo en Soles</b>									
Préstamos Bancarios				corriente	no corriente	total			
Banco De Crédito	6.43	Soles		3,864	15,608	19,472			
Banco De Crédito	5.9	Soles		2,800		2,800			
<b>Total deuda soles</b>				<b>6,664</b>	<b>15,608</b>	<b>22,272</b>			
<b>Deuda total expresada en soles</b>				<b>57,687</b>	<b>99,984</b>	<b>157,671</b>			

Fuente: Estados financieros auditados Laredo 2015. Elaboración: Propia.

## **11. Análisis FODA**

### **11.1 Fortalezas**

- Ser una empresa muy bien posicionada en el mercado azucarero del país, sobre todo en el mercado de azúcar industrial.
- Contar con el respaldo económico y experiencia del grupo Manuelita, de Colombia, con más de cien años en el sector azucarero y con una producción de azúcar cercana a la mitad de la producción de azúcar del Perú.
- Sólida posición patrimonial. La empresa cuenta con activos valorizados en S/ 420 millones y su endeudamiento es bajo.
- Experiencia propia en el cultivo eficiente de caña y en la producción industrial de azúcar, 18 años como empresa privatizada y más de 200 años de Laredo.
- Amplias áreas de cultivo en distintos valles del departamento de La Libertad.

### **11.2 Debilidades**

- Endeudamiento con garantía que abarca parte de sus tierras, por un monto de 15 millones de dólares, con vencimiento en junio del 2020.
- Cercanía de su producción a la ciudad de Trujillo, con el impacto de contaminación que genera sobre dicha ciudad.
- Poca participación en el mercado de azúcar para el consumo humano directo. Esta se ha venido reduciendo a mínimos niveles, que no superan el 10% de la producción anual en los últimos 5 años, creando una dependencia del azúcar refinado industrial.
- Bajo volumen de exportaciones, que crea una dependencia del mercado interno.
- Dependencia de los precios altos del azúcar en el mercado interno por banda de precios.

### **11.3 Oportunidades**

- Tiene la oportunidad de crecer más en el mercado de azúcar industrial del país.
- Oportunidad de crecer en el mercado nacional de azúcar para el consumo directo.
- Oportunidad de aumentar sus exportaciones de azúcar.
- Oportunidad de generar nuevos subproductos con mayor valor agregado como Etanol, ron, madera prefabricada y papel.
- Desarrollar grandes Proyectos de habilitación urbana dada su cercanía con la ciudad.

#### **11.4 Amenazas**

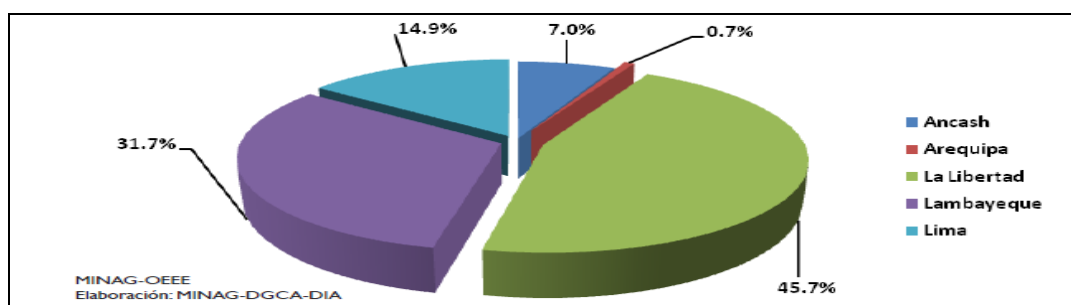
- Intensificación de medidas de control ambiental del gobierno, que puedan limitar su producción o forzarla a incurrir en grandes inversiones para mitigación de sus emanaciones.
- Los tratados de libre comercio, que puedan permitir el ingreso de azúcar subsidiada al país.
- Demanda de eliminación de banda de precios del azúcar, por los países exportadores de azúcar y la Organización Mundial del Comercio.
- Agitación social es siempre potencial en el sector agrario.
- Fenómenos climáticos adversos, como inundaciones ocasionadas por el fenómeno de El Niño y también sequías.
- Aumento del tipo de cambio, ya que la mayor de su endeudamiento está en moneda extranjera.

### Capítulo III. Descripción de la industria.

#### 1. Producción de azúcar en el Perú

El cultivo de caña de azúcar es considerado uno de los principales cultivos agroindustriales en el Perú. Genera un aporte importante al valor bruto de la producción agropecuaria y, en especial, en el subsector agrícola. La caña de azúcar aportó, aproximadamente, S/ 2 mil millones el 2015, con un crecimiento del 11,43% respecto al año 2014. La producción de caña de azúcar viene creciendo a una tasa promedio de 1,62 % en los últimos cinco años. La mayor producción de los últimos cinco años se dio en el año 2014, con 1.203.000 toneladas. Los principales productores son los departamentos de La Libertad y Lambayeque que en conjunto producen cerca del 80% del azúcar nacional.

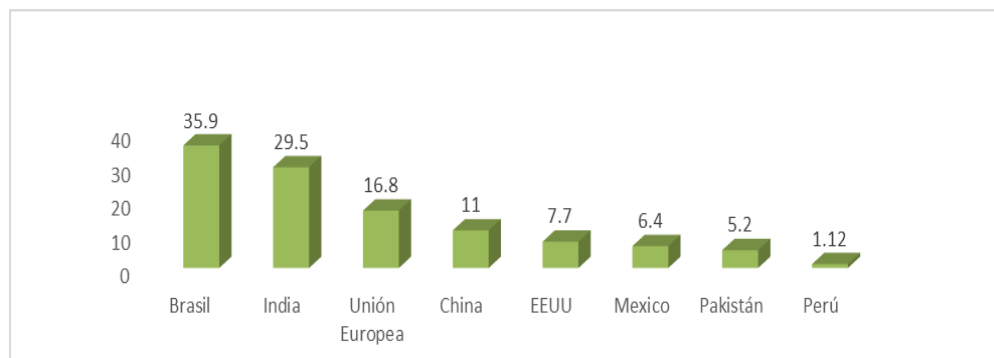
Gráfico 7. Producción departamental de azúcar



Fuente y elaboración: Reporte anual Minag, 2015.

El Perú tiene una pequeña participación en la producción mundial de azúcar, siendo Brasil e India los principales productores.

Gráfico 8. Producción mundial de azúcar 2015 (en millones de toneladas)



Fuente: Reporte sobre el azúcar Gobierno de México, 2015. Elaboración propia

## **2. Oferta y demanda de azúcar en el Perú**

### **2.1 Demanda**

Depende principalmente del crecimiento poblacional y del aumento del poder adquisitivo, que se refleja en la variación del consumo privado. Es importante tener en cuenta el consumo per cápita de azúcar en el país, a cifras del 2015 es de 38,2 kg, lo cual es bajo en comparación con otros países de la región, como Brasil (59,1 kg) y Chile (43,2 kg). Con la población del Perú, que, según informe del INEI, se situó, al 30 de junio del 2015, en 31.151.643 habitantes, obtenemos una demanda aproximada anual de azúcar de 1.200.000 toneladas, además de la demanda de los productores de bebidas.

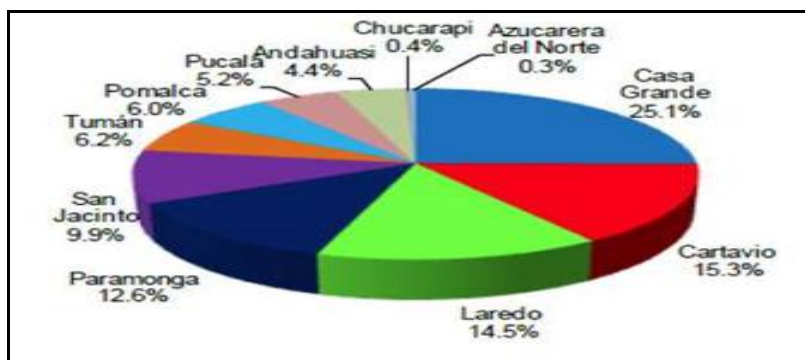
### **2.2 Oferta**

Depende principalmente del rendimiento de la producción de caña de azúcar por hectárea y del incremento de tierras disponibles para la siembra. El rendimiento de caña viene creciendo en el país por las buenas condiciones climáticas y por mejoras en las técnicas de cultivo. Las tierras disponibles también se han incrementado con los proyectos de irrigación.

La producción se oferta principalmente en el mercado nacional, ya que los buenos precios del mercado interno incentivan a los productores a ofertar el azúcar en este mercado; las exportaciones no superan el 10% de la producción de azúcar. Del mismo modo, la importación de azúcar que hace parte de la oferta total de azúcar en el país es reducida, dada la franja de precios que dificulta el ingreso masivo de azúcar importada. En el último lustro, el año de mayor producción de azúcar fue el 2014, cuando se produjo 1.200.000 toneladas; en el 2015, la producción bajó a 1.119.000 toneladas, lo que representa una caída de -6,99%.

La mayor empresa productora de azúcar en el país es Casa Grande, ubicada en el valle de Chicama, en La Libertad, que produjo el 25,1% de la producción del 2015; en segundo lugar, se ubica la empresa Cartavio, con 15,3 % del total de la producción; y, en tercer lugar, Laredo, con 14,5 %. El principal grupo productor de azúcar en el país es el grupo Rodríguez Rodríguez, de Arequipa, propietario de Casa Grande y Cartavio, que en total suman el 40,4% de la producción nacional.

**Gráfico 9. Producción por empresa azucarera**



Fuente y elaboración: Diario Gestión.

### **3. Precios del azúcar y derivados**

En el mercado internacional, la azúcar blanca cotizó a USD 410 por tonelada, las previsiones del precio se mantienen al alza. Esto, sobre todo, por la disminución en la producción internacional y nacional (Diario Gestión 2015).

El precio del azúcar en el mercado nacional en los últimos cinco años alcanzó el máximo en el 2011 de S/ 2.514 por tonelada, bajó a S/ 1.679 por tonelada en el 2013, y se recuperó sobre todo en el 2015, cuando alcanzó la cotización de S/ 2.037 por tonelada (Minagri 2015). El precio del alcohol estuvo en USD 0,71 por litro, ligeramente inferior al precio promedio del 2014, que estuvo en USD 0,74 por litro (Agrodata Perú 2015).

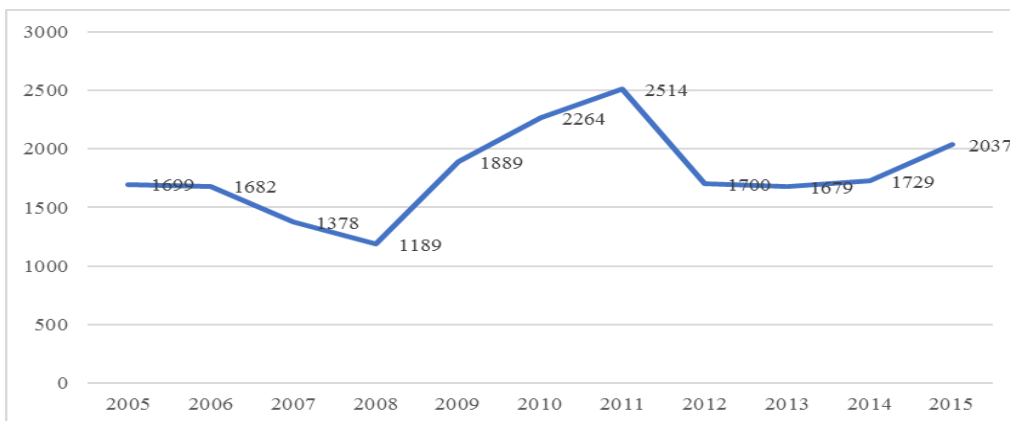
Es importante destacar que existe una banda de precios para el azúcar en el Perú, como una medida de protección a los productores nacionales, frente al ingreso de azúcar importada subsidiada. Esto asegura al productor un precio piso y al consumidor un precio techo. Para ello, el gobierno ha establecido un arancel de importación de 20%, una sobretasa de 5% y un derecho específico variable, cuando el precio CIF del azúcar se ubica por debajo del precio piso, que se va actualizando periódicamente. En cambio, cuando el precio CIF supera el precio techo, proceden rebajas arancelarias (Ministerio de Economía y Finanzas s.f.).

**Gráfico 10. Cotización de azúcar rubia mercado interno y mercado externo.**



Fuente y elaboración: Minagri, 2015.

**Gráfico 11. Precio del azúcar mercado interno (en Soles por tonelada)**



Fuente y elaboración: Minagri, 2015.

#### 4. Fuerzas competitivas de la industria azucarera

Analizando la industria azucarera en el Perú, las fuerzas competitivas que la afectan son principalmente:

- **Poder de negociación de los clientes**, que es bajo. Dado que no existen muchos productores en el país, la producción azucarera ha tendido a centralizarse, lo que ocasiona un bajo poder de negociación de los clientes.
- **Rivalidades entre empresas**, es moderada. Existen diez ingenios azucareros en el país, lo que significa que no son muchos competidores peleándose por pequeñas cuotas de mercado, pero tampoco deja de haber competencia entre ellos, pues la baja participación de mercado de una empresa puede ser sustituida por otra.

- **Amenaza de nuevos competidores.** Es la principal amenaza con la que cuenta la empresa en caso el gobierno llegue a eliminar las barreras arancelarias y paraarancelarias que tiene el azúcar en el Perú. No es una amenaza inminente en este momento, pero es una amenaza potencial, ya que las barreras que tiene el Perú respecto a la azúcar importada son altas en comparación con los países de la región, lo que despierta inquietud y reclamo de los productores de azúcar de otros países, que quieren exportar al Perú. Además, hay estudios económicos que demostrarían que el consumidor en el Perú paga un precio alto por el azúcar. Todo ello está generando la opinión, en algunos especialistas y políticos, de que deberían derogarse las barreras al azúcar importado; si se eliminan esas barreras, ingresarían grandes cantidades de azúcar importada, que modificaría significativamente el precio del azúcar que se comercializa en el país y, por tanto, reduciría las ganancias de las empresas azucareras.
- **Poder de negociación de los proveedores.** Es bajo, dado que no hay muchos ingenios de azúcar en el país; concretamente, en el valle donde se encuentra la fábrica de Laredo y lugares adyacentes, el único ingenio es Laredo, de modo que los proveedores de caña que son los principales proveedores de Laredo tienen un bien bajo poder de negociación.
- **Amenaza de productos sustitutos,** es baja. Existen muchos productos sustitutos para el azúcar, como la miel, estevia y otros endulzantes naturales y artificiales, pero la estandarización de la producción de azúcar, la costumbre de consumirlo, su sabor sobrio, la facilidad para transportarla y su precio asequible hacen que la amenaza de productos sustitutos sea baja.

## 5. Canales de distribución de azúcar

La distribución del azúcar en el mercado nacional tiene tres canales con los cuales llega a los clientes y consumidores. Dichos canales tienen características y una dinámica propia; la importancia de cada uno de estos canales no es estática, va cambiando con el tiempo, pero también influyen las costumbres de consumo del poblador.

### 5.1 Canal industrial

Es el canal para la distribución a los clientes industriales, empresas de bebidas, de golosinas y farmacéuticas, los cuales compran grandes cantidades de azúcar para usarla como insumo para sus productos. Para llegar a estos clientes, las empresas pueden requerir o no de un

intermediario. En el caso de Laredo, recurre a Sucden<sup>2</sup>, al cual le vende directamente el azúcar y este, a su vez, se encarga de cerrar las ventas a empresas como Lindley. Es un canal muy importante para el sector azucarero y que, además, viene mostrando un crecimiento constante.

## **5.2 Canal vertical**

Es el canal por el cual el azúcar llega al consumidor final solo a través de un intermediario, constituido por los supermercados. Es un canal de crecimiento en el país y que tiene todavía espacio de mercado para seguir creciendo, pero a un ritmo bajo, ya que las costumbres de consumo del poblador peruano no son masivas en este canal. Debido a la reducción del azúcar de consumo directo en Laredo, este sector no es atendido por la empresa.

## **5.3 Canal horizontal**

Mediante este canal, el azúcar llega al consumidor final a través de una cadena de comerciantes, que comienza con los grandes distribuidores comerciales, le siguen los mayoristas y, finalmente, los minoristas, que pueden ser los puestos de mercados, bodegas y demás centros de expendio de productos de primera necesidad al por menor. Es el único canal que está usando Laredo para el azúcar que destina al consumo directo.

## **6. Segmentación de la industria azucarera**

Tomando en cuenta los distintos criterios de segmentación de mercado, el azúcar, geográficamente, no está segmentado, ya que los diversos tipos de azúcar se consumen en todo el país. Socioeconómicamente, hay segmentación del azúcar de acuerdo a la calidad-precio, el azúcar *light* de bajas calorías tiene un precio alto y es consumido por familias de alto poder adquisitivo, el azúcar blanca y rubia está dirigida a todos los estratos; Laredo participa con todas las categorías. La propuesta de valor de Laredo consiste en producir el azúcar de mejor calidad del país; de esta forma, esperan competir y consolidar su posición en el mercado, manteniéndose como líder en el mercado de azúcar dirigido al sector industrial. Esperan, también, recuperar participación en el mercado de azúcar para consumo directo. Adicionalmente, la empresa tiene en mente añadir valor agregado a sus subproductos, por ejemplo, del alcohol, producir ron; del bagazo, producir papel y aglomerados.

---

<sup>2</sup> Empresa internacional fundada en Londres, dedicada al comercio a gran escala de *commodities* alimenticios.

## Capítulo IV. Análisis financiero

### 1. Análisis de resultados

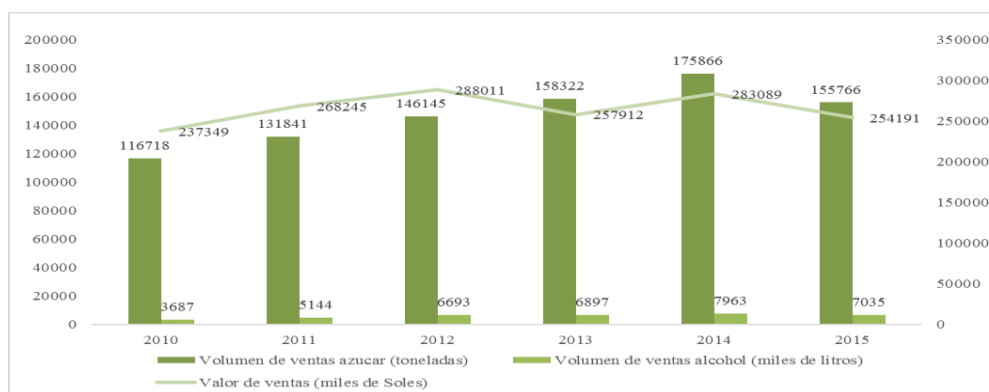
#### 1.1 Volumen de ventas

En el año 2015, la empresa produjo 157.776 toneladas de azúcar. Además, produjo 58.148 toneladas de melaza y 7.035.000 litros de alcohol. La molienda de caña, en el 2015, fue menor que la del 2014 en un 5,04%, la producción de azúcar se redujo en un 10,29% respecto al año anterior por menor disponibilidad de caña y menor sacarosa por efectos climáticos (fenómeno de El Niño), motivos por las que se tuvo una participación del 11,15% del mercado de azúcar nacional.

#### 1.2 Valor de ventas

Las ventas de Laredo en el año 2015 fueron de S/ 254.191.000; en el año 2014 las ventas ascendieron a S/ 283.089.000. Es decir, en el 2015 hubo una caída del 10% de las ventas, debido a una baja en la producción y a contratos de venta a futuro de azúcar a precios bajos, que no permitió aprovechar el incremento en el precio del azúcar del 2015.

**Gráfico 12. Volumen y valor de ventas de Laredo**



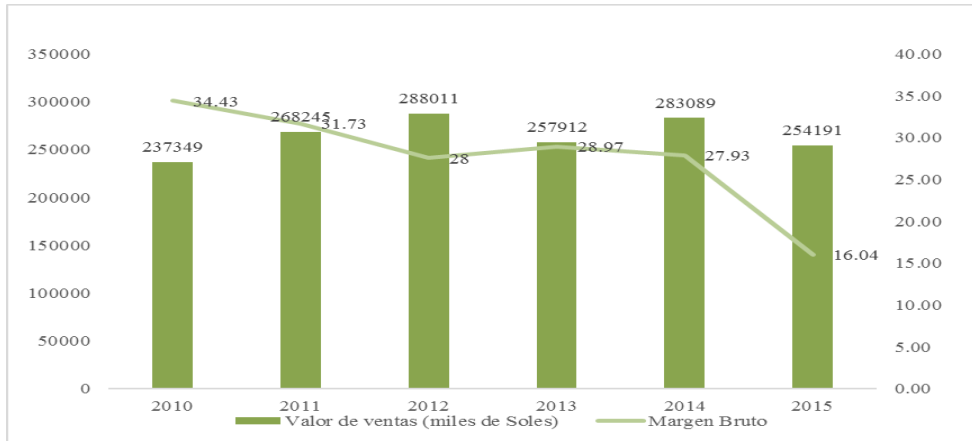
Fuente: Estados financieros auditados Laredo 2015. Elaboración: Propia.

#### 1.3 Margen bruto

El margen bruto de la empresa del año 2015 fue de S/ 40.786.000, inferior en S/ 38.277.000, respecto al margen bruto del 2014, que fue de S/ 69.063.000. En términos porcentuales, el

margen bruto del 2015 fue de 16,04 %. La reducción del margen bruto se explica por la reducción de las ventas y por el aumento del costo de ventas del 2014 al 2015. El costo de ventas el 2015 fue de S/ 213.405.000.

**Gráfico 13. Ventas y margen bruto**



Fuente: Estados financieros auditados Laredo 2015. Elaboración: Propia.

#### 1.4 Margen neto

Durante el año 2015, la empresa tuvo una pérdida de S/ 1.177.000, al 31 de diciembre del 2014; en cambio, tuvo una ganancia neta del ejercicio de S/ 46.787.000, una caída fuerte en el margen neto respecto al año anterior. El margen neto en porcentaje fue de -0,465% en el 2015, 17% en el 2014, 14% en el 2013 y 19% en el 2012. El promedio del margen neto de los últimos cuatro años es de 12,4 %.

## 2. Gasto en bienes de capital (Capex)

La empresa destina anualmente una parte importante de sus fondos en inversiones que le permiten aumentar y mejorar su producción e ingresos. Para cubrir los gastos de capital, la empresa usualmente destina una parte de sus utilidades, la cual, restada de los dividendos que se distribuyen a los accionistas, se reinvierte en la empresa. El capex en Laredo es cubierto principalmente con recursos propios y, en segundo lugar, con financiamiento. Esto es coherente con el hecho de que Laredo mantiene una estructura financiera conservadora, con bajo apalancamiento financiero, además de ser una empresa que está en un ciclo económico de madurez. No hay información pública del gasto de capex en Laredo, por ello lo hemos calculado siguiendo la metodología del CFA (Stowe, John. Robinson, Thomas. Pinto, Jerald. Mc Leavey,

Dennis 2007) De acuerdo a ello, el capex de Laredo del año 2015 fue de S/ 20.860.000, que representa, respecto a las ventas de dicho año, el 8,21%. Tomando en cuenta el porcentaje de endeudamiento que tiene la empresa de 34%, el capex cubierto con financiamiento externo sería de S/ 7.092.000.

**Tabla 7. Capex de Laredo (en miles de soles)**

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Depreciación	11.687	10.566	12.636	12.717	16.879	15.720
Activo corriente	65.563	89.692	54.022	55.905	62.243	65.601
Total activos	72.1820	749.608	750.613	761.675	771.841	780.339
<b>Capex</b>		<b>14.225</b>	<b>49310</b>	<b>21896</b>	<b>20707</b>	<b>20860</b>
Ingresos por ventas de la empresa		268.245	294675	257912	283089	254191
<b>Capex como porcentaje de las ventas</b>		<b>5,30</b>	<b>16,7</b>	<b>8,5</b>	<b>7,3</b>	<b>8,21</b>
Porcentaje de capex a adquirir con capital propio		66	66	72	71	66
<b>Porcentaje de capex a adquirir con deuda</b>		<b>34</b>	<b>34</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>34</b>
Capex adquirido con deuda		4.837	16.765	6.131	6.046	7.092

Fuente: Estados financieros auditados Laredo 2015. Elaboración: Propia

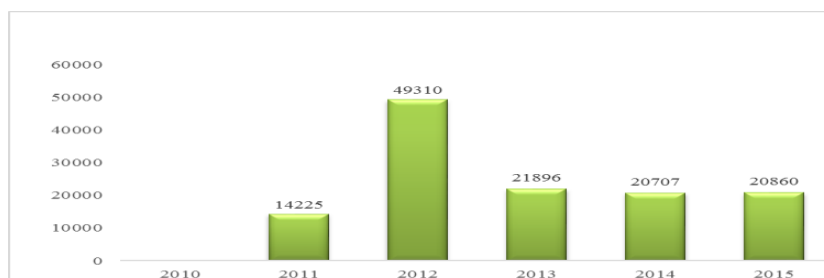
## 2.1 Capex de mantenimiento

Las inversiones en bienes de capital, o capex de mantenimiento, se destinan a la mejora de tierras, edificios, maquinarias, unidades de transporte y equipos. Constituye el gasto corriente que tiene la empresa en capex todos los años. De acuerdo a la información obtenida, descontado el capex del año 2012 del promedio del resto de años, obtenemos un capex de mantenimiento anual de S/19.422.000.

## 2.2 Capex de inversión

En algunos años la empresa requiere hacer inversiones importantes en bienes de capital, por la compra de nuevas tierras o de maquinarias, como la realizada en el año 2012. Restando del capex total el capex de mantenimiento de ese año, obtenemos un capex de inversión de S/ 29.888.000, en la que se incurre cada cinco años, aproximadamente. De acuerdo a la información financiera de la empresa, el capex de los años comprendidos entre el 2010 y el 2015 es el siguiente:

**Gráfico 14. Evolución capex de Laredo 2011-2015 (en miles de soles)**



Elaboración propia, 2017.

### 3. Costos fijos y costos variables.

Los costos variables son los costos que inciden directamente en la producción y está compuesto principalmente de la mano de obra, materia prima y otros gastos de fabricación. Los costos fijos son los gastos que no están directamente relacionados al proceso de producción, incluyen los gastos administrativos, de ventas y financieros principalmente. A cifras anuales del 2015 los costos variables suman 213 millones 405 mil Soles, la empresa produjo 177 mil 776 toneladas de azúcar, con lo que se obtiene un costo variable unitario por tonelada de mil 353 Soles, los costos fijos sumaron 37 millones 504 mil Soles y el precio unitario por tonelada de azúcar fue de mil 389 Soles. Tomando en cuenta estos factores el punto de equilibrio es 180 mil 640 toneladas de azúcar, que sería la cantidad mínima de azúcar que debe producir la empresa para cubrir sus costos.

**Tabla 8. Relación de costos fijos y variables.**

<b>Costos Variables</b>	<b>Total</b>
Mano de obra	8275000
Materia prima	166985000
Otros gastos de fabricación	38145000
<b>Total costos variables</b>	<b>213405000</b>
Unidades producidas (Ton)	157776
<b>Costo variable medio</b>	<b>1353</b>
<b>Costos Fijos</b>	
Gastos de administración	21108000
Gastos de ventas	1361000
Otros gastos	6382000
Gastos financieros	8653000
<b>Total Costos Fijos</b>	<b>37504000</b>
<b>Precio de venta unitario (Ton)</b>	<b>1389</b>

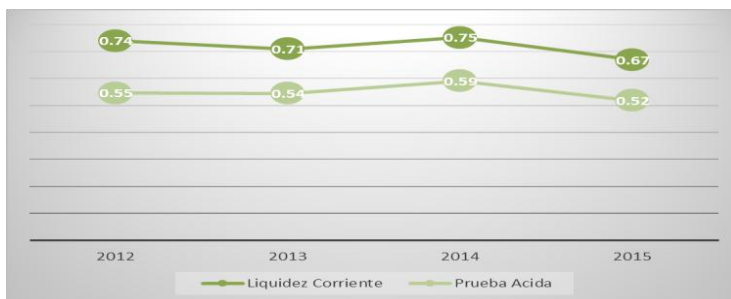
Fuente: Estados financieros auditados Laredo 2015. Elaboración: Propia.

## 4. Análisis de ratios

### 4.1 Ratios de liquidez

Se observa que la liquidez de la empresa está declinando, ya que durante los últimos cuatro años se ubica por debajo de 1. En el 2015, esta ratio era de 0,67; es decir, que no estaría en condiciones de cubrir todas sus deudas de corto plazo con solo sus activos circulantes. La prueba ácida es de 0,52 en el último año analizado, lo que muestra que, con sus activos más líquidos, solo podría cubrir la mitad de su pasivo corriente.

**Gráfico 15. Ratios de liquidez de Laredo**

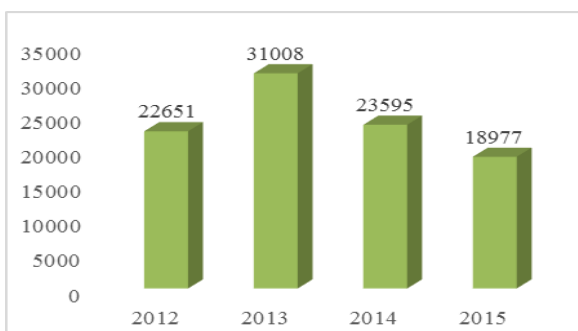


Fuente: Estados financieros auditados Laredo 2015. Elaboración: Propia.

### 4.2 Capital neto de trabajo

También ha disminuido ante la reducción en las ventas del último año, su monto en el 2015 es de S/18.977.000, que representa el 7% de las ventas. Se financia con pasivos espontáneos y utilidades retenidas.

**Gráfico 16. Capital neto de trabajo de Laredo**

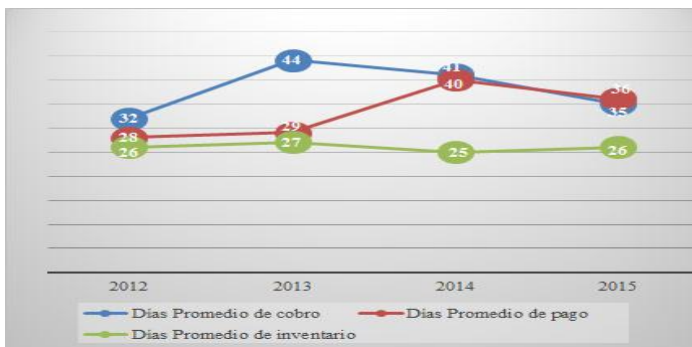


Fuente: Estados financieros auditados Laredo 2015. Elaboración: Propia.

### 4.3 Ratios de gestión

El promedio de días de cobro en el 2015 ha sido de 35 días, y ha mejorado respecto a los tres últimos años, que llegó a estar en 44 días. Lo ideal sería acercarse al promedio del año 2012, cuando estuvo en 32 días. Dado que sus ventas son principalmente a las industrias, estas suelen pagar no al contado, sino con un tiempo de espera; de todas formas, la empresa debe buscar que sus días promedio de cobro sean menores que sus días promedio de pago, cosa que no ocurre históricamente en la empresa, salvo el último año, en que el promedio de días de pago ha sido 36, ligeramente por encima de los días de pago. El promedio de días de inventario se mantiene en su rango y ha sido de 26 días en el 2015.

**Gráfico 17. Ratios de gestión**

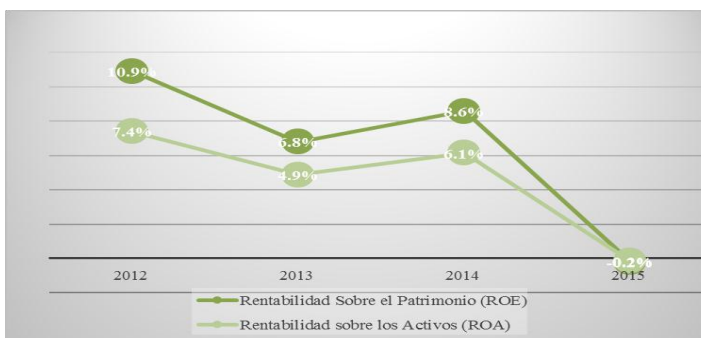


Fuente: Estados financieros auditados Laredo 2015. Elaboración: Propia.

### 4.4 Ratios de rentabilidad sobre los activos y patrimonio

La rentabilidad histórica de Laredo ha tenido un regular desempeño tanto en el ROE como en el ROA, con 8,6% y 6,1%, respectivamente en el penúltimo año, pero en el año 2015 ha tenido un fuerte descenso, ubicándose en 0,2% en ambos indicadores.

**Gráfico 18. Rentabilidad sobre los activos y patrimonio**



Fuente: Estados financieros auditados Laredo 2015. Elaboración: Propia.

#### 4.5 Ratios de solvencia

La empresa muestra un bajo apalancamiento financiero, pues se ubica por encima de 1, el 2015 fue de 1,53. El ratio de endeudamiento es buena, aunque ha tendido a aumentar sobre todo el 2015 que fue de 1,53. El endeudamiento patrimonial también es bajo, pero ha aumentado sobre todo el 2015, por lo que se ha ubicado en 0,53. El endeudamiento a corto plazo muestra una pequeña proporción respecto al patrimonio, por lo que se ubicó en 0,19 el 2015. Los pasivos espontáneos han aumentado y se han ubicado en S/ 20.770.000 en el 2015, que es una buena señal. El ciclo de conversión de efectivo ha mejorado y se ha ubicado en 25 días en el 2015.

**Tabla 9. Ratios de Solvencia**

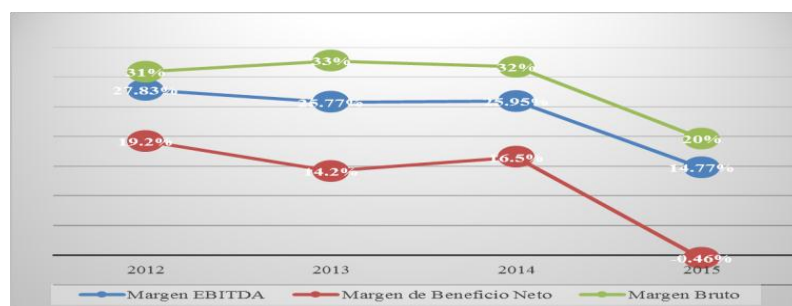
Ratios	2012	2013	2014	2015
Apalancamiento financiero	1,39	1,40	1,41	1,53
Endeudamiento total	0,28	0,28	0,29	0,34
Endeudamiento patrimonial	0,39	0,40	0,41	0,53
Endeudamiento de corto plazo	0,14	0,14	0,15	0,19
Pasivos espontáneos (miles de soles)	16.767	13.784	21.601	20.770
Ciclo de conversión de efectivo (días)	28,8	42,5	25,2	25,0

Fuentes: Laredo. Elaboración propia.

#### 4.6 Ratios de rentabilidad

Acorde con la disminución en los ingresos y la utilidad de la empresa, sobre todo en el último año contable (2015), la rentabilidad se ha deteriorado sustancialmente; la empresa debe mejorar este indicador. El margen bruto se ubicaba encima del 30%, pero en el 2015, se ubicó en 20%, el margen EBITDA se ubicaba alrededor del 25%, pero en el 2015 cayó a 14,77% y el margen neto ha tenido una fuerte caída, ubicándose en una cifra negativa de -0,46%.

**Gráfico 19. Ratios de rentabilidad**



Fuente: Estados Financieros Laredo 2015. Elaboración propia, 2017.

## **Capítulo V. Riesgos financieros**

La compañía está expuesta a riesgos de mercado, riesgos de liquidez y riesgos de crédito originados por la variación del tipo de cambio, de precios y de tasas de interés. Estos riesgos son administrados a través de políticas y procedimientos específicos establecidos por la Gerencia de Administración y Finanzas, la cual tiene a su cargo la administración de riesgos para identificar, evaluar y cubrir los riesgos financieros. Para ello, se cuenta con la estructura de gestión de riesgos, que tiene como base el directorio de la compañía, que es el responsable final de identificar y controlar los riesgos en coordinación con otras áreas, como el área de Auditoría Interna y el área de Finanzas.

### **1. Riesgos de mercado**

El riesgo de mercado es que el valor de los flujos futuros de la empresa fluctúe debido a cambios en los precios de mercado. Comprende tres tipos de riesgo: el riesgo de tasa de interés, el riesgo de moneda y el riesgo de precio del *commodity*.

#### **1.1 Riesgo de tasa de interés (riesgo bajo)**

La empresa suele tener deudas financieras con los bancos a tasas fijas y variables. Este riesgo se genera con los préstamos asociados a tasas variables, pero la empresa considera que no le impacta mucho y que el costo de los instrumentos derivados no lo compensa. Por ello, a diciembre del 2015, solo tiene vigente un instrumento derivado para cubrir las deudas que tiene a tasa variable, que vencerán este año. Al no tener deuda a largo plazo a tasa variable, no es necesario por ahora tomar otro derivado para cubrir el riesgo de tasa.

#### **1.2 Riesgo de moneda (riesgo alto)**

Laredo tiene como moneda funcional el sol; al realizar sus ventas, principalmente en el mercado nacional, recibe la mayor parte de sus ingresos en soles. Una considerable parte de sus obligaciones financieras está en moneda extranjera, pese a ello la empresa no ha tomado la decisión de usar instrumentos derivados para cubrir el riesgo de tipo de cambio.

Al 31 de octubre del 2014, Laredo tenía USD 12.577.000 en activos y USD 34.955.000 en pasivos, de lo que resultaba para la empresa una posición pasiva neta de USD 22.378.000. Al 31

de diciembre del 2015, los activos de la empresa en moneda extranjera son de USD 10.014.000 y tiene pasivos por USD 46.149.000 con lo que se obtiene una posición pasiva neta de USD 36.135.000.

La empresa ha realizado un análisis de sensibilidad, en el que se muestran los beneficios que tendría una depreciación del dólar y, por el contrario, las pérdidas que le ocasionaría la apreciación del dólar.

**Tabla 10. Sensibilidad de la moneda**

Análisis de sensibilidad	Variación en el tipo de cambio (%)	2016 (en miles de soles)
<b>Devaluación</b>		
Dólares americanos	5	6.289
Dólares americanos	10	12.578
<b>Revaluación</b>		
Dólares americanos	5	(6.289)
Dólares americanos	10	(12.578)

Fuente y Elaboración: Estados Financieros Auditados Laredo 2015.

### 1.3 Riesgo de precio (riesgo alto)

Son las posibles pérdidas en que podría incurrir la empresa ante la disminución del precio del azúcar, teniendo en cuenta que este producto es un *commodity*; y, por tanto, su precio es volátil. La empresa no toma coberturas para mitigar este riesgo. La empresa ha realizado un análisis de sensibilidad para medir las posibles pérdidas que tendría al caer el precio del azúcar y las ganancias que tendría si el precio sube.

**Tabla 11. Sensibilidad del *commodity***

Aumento/disminución en el precio	Efecto en resultados antes de impuesto	
	2016 (en miles de soles)	2015 (en miles de soles)
+ 5%	2.818	2.794
+ 10%	5.636	5.587
- 5%	(2.818)	(2.794)
- 10%	(5.636)	(5.587)

Fuente y Elaboración: Estados Financieros Auditados Laredo 2015.

## **2. Riesgo de crédito (riesgo bajo)**

El riesgo de crédito de la compañía se origina de la incapacidad de los deudores de poder cumplir con sus obligaciones. Las cuentas por cobrar comerciales se encuentran concentradas principalmente en un solo cliente: Sucden S.A., que representa el 95% de sus ventas; sin embargo, la compañía considera que este riesgo está mitigado por la evaluación continua que efectúa sobre su historia de crédito y su condición financiera para cumplir con los pagos. Así también, la compañía considera que el contrato que mantiene con dicho cliente será renovado en periodos sucesivos. Por tanto, la compañía no prevé pérdidas significativas que surjan de este riesgo.

## **3. Riesgo de liquidez (riesgo medio)**

El riesgo de liquidez, es el riesgo de que la compañía no pueda cumplir con sus obligaciones de pago relacionadas con pasivos financieros al vencimiento y reemplazar los fondos cuando sean retirados. La consecuencia sería el incumplimiento en el pago de sus obligaciones. Es un riesgo latente que se ha mostrado al hacer el análisis financiero, que muestra una ratio de liquidez bajo.

## **Capítulo VI. Valorización**

La valorización de la empresa se realizó mediante los métodos de: flujo de caja descontado (Discounted Cash Flow), múltiplos comparables. Consideramos que el método de flujo de caja descontado toma en cuenta la capacidad real de la empresa de generar flujos de caja en el futuro. Dichos flujos, actualizados al valor presente, nos dan el valor real de la empresa. El método de múltiplos comparables nos permite encontrar un valor de la empresa acorde con el valor de las empresas del sector. El método de transacciones comparables nos permite valorar la empresa de acuerdo al valor de adquisición de empresas similares.

### **1. Flujos de caja descontados (DCF)**

La empresa tiene una larga historia de actividad económica, por ello puede determinarse cuáles son los factores que influyen en sus resultados. Para la elaboración del flujo de caja descontado, será necesario establecer los supuestos de tasas de descuento el CAPM y WACC y otros supuestos de proyección, tanto de los ingresos como de los egresos.

#### **1.1 Supuestos de tasa de descuento CAPM y WACC**

Primero, calculamos el CAPM y, posteriormente, el WACC. El CAPM es el rendimiento mínimo esperado por los inversores de la empresa. De acuerdo a los cálculos realizados, el CAPM es 12,55%. Luego, calculamos el WACC, el costo de descuento total, que toma en cuenta tanto el rendimiento esperado por los inversionistas de la empresa, como también el costo externo de la deuda. El WACC es de 8,20% (ver anexo 1).

#### **1.2 Otros supuestos de valorización**

##### **1.2.1 Número de años de proyección**

Se proyectarán los resultados por diez años, dado que su producto principal es un *commodity*. Es necesario ver los resultados durante todo el ciclo de subida y bajada de precios. Además, los buenos resultados de la empresa nos llevan a la conclusión de que hay fundamentos sólidos para su normal funcionamiento en los próximos diez años.

### 1.2.2 Ingresos por ventas de azúcar

La proyección de ventas se realizará partiendo de las estimaciones de incremento de los ingresos de la industria, de la cuota de mercado que tiene la empresa y de su capacidad de producción. Los ingresos de la industria proyectados se calcularán multiplicando la cantidad en toneladas de azúcar demandada en el país por la proyección del precio anual del azúcar en toneladas.

Para proyectar la cantidad demanda de la industria, a la demanda del 2015 se le multiplicó por el factor de variación de ventas de la industria de 6% para la proyección del 2016 al 2018, y de 5% para la proyección del 2019 al 2025 (ver anexo 2). Este múltiplo toma en cuenta los siguientes factores:

- Variación real del consumo privado, que es un factor que incide directamente en la demanda de azúcar en el país y, por tanto, que influye en el crecimiento de los ingresos de la industria azucarera. Los datos históricos y de proyección se han tomado del Reporte de Inflación del BCR de diciembre del 2015 (Banco Central de Reserva 2015).
- La inflación, la cual el año 2015 se encuentra por encima del rango meta, aunque se espera su convergencia alrededor del 2% a partir del 2017, según información del Reporte de Inflación del BCR de diciembre del 2015 (Banco Central de Reserva 2015).

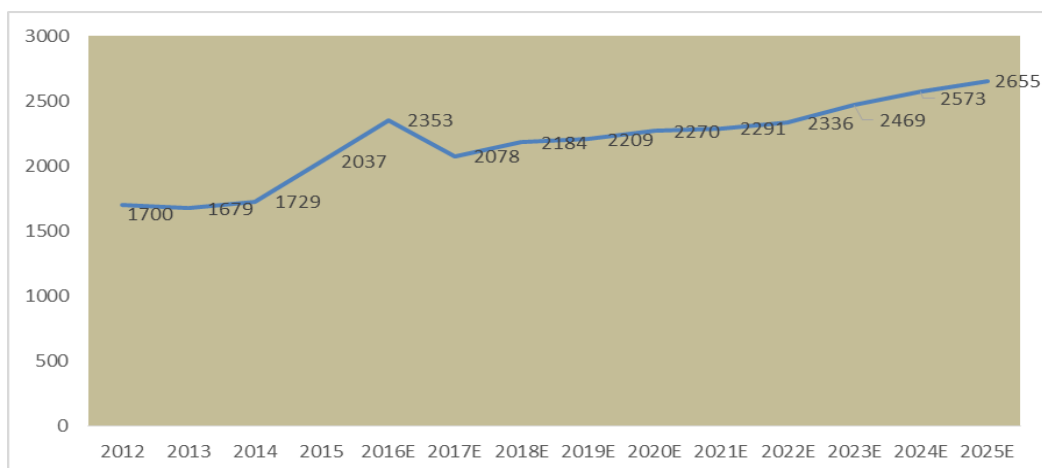
La proyección del precio del azúcar, se realizó partiendo de las perspectivas para el precio internacional de este alimento efectuado por la FAO en sus Perspectivas Agrícolas 2015 2024. Dicha cotización ha sido actualizada al mercado interno añadiendo un spread y dado que la cotización internacional es en dólares se tomó en consideración las cotizaciones forward para el tipo de cambio Soles Dólares de Bloomberg.

**Tabla 12. Proyección del precio del azúcar**

Factores	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Precio USD/Tonelada	398.6	388.3	402.5	405.8	407	406.9	408.8	413.7	419	424.5
% spread respecto al precio	66.30	64.30	63.25	62.10	64.40	63.60	62.80	65.70	66.40	63.70
spread	264.27	249.68	254.58	252.00	262.11	258.79	256.73	271.80	278.22	270.41
Precio local azúcar USD/Tonelada	662.87	637.98	657.08	657.80	669.11	665.69	665.53	685.50	697.22	694.91
Tipo de Cambio	3.55	3.2577	3.3242	3.3586	3.3931	3.4416	3.5104	3.6012	3.6898	3.8202
Precio azúcar soles/ tonelada	2353	2078	2184	2209	2270	2291	2336	2469	2573	2655

Fuente: FAO. Elaboración: Propia

**Gráfico No 20 Proyección precio del azúcar**



Fuente: FAO. Elaboración: Propia

Tomando en cuenta el tamaño de la industria del azúcar del 2012 al 2015 y los ingresos por ventas de la empresa Laredo, encontramos que la cuota de mercado de la empresa es de 13,51%. Esa cuota de mercado será el factor que se aplicará a los ingresos de la industria proyectada, para hallar los ingresos proyectados de la empresa.

Finalmente hemos proyectado la cuota de mercado usando series de tiempo y considerando el aumento en la capacidad de producción que tendrá la empresa. Se analizó la estacionariedad de la tasa de crecimiento de la cuota de mercado para desarrollar el modelo de predicción, de modo que la cuota de mercado que tendrá la empresa estará dentro de su capacidad de producción. la cuota de mercado pasará de un 13.95% en el 2016 a 15.69% para el 2025 (Ver anexo 2).

### **1.2.3 Otros ingresos**

En cuanto a otros ingresos, se contemplan ingresos por alquiler de terrenos, servicios prestados a terceros e ingresos financieros. Se tomará en cuenta la información histórica de la empresa para la proyección.

### **1.2.4 Costos fijos y variables**

Se proyectó los costos variables tomando en cuenta: la mano de obra, materia prima y otros gastos de fabricación. El costo en mano de obra permaneces constante hasta el año 2021, a partir del 2022 que habrá un incremento significativo en la producción, se contempla un incremento proporcional en este aspecto, pasando este costo de S/ 8 millones 275 mil en el 2016 a S/ 10

millones 575 mil para el 2025. El costo de la materia prima también se incrementará proporcionalmente de acuerdo a los aumentos de producción esperados, del mismo modo los otros gastos de fabricación, con los que obtendremos el total de costo variable que pasará de S/ 223 millones 66 mil en el 2016 a S/ 390 millones 465 mil en el 2025. El total de costos variables se dividirá entre la cantidad de azúcar en toneladas que se espera producir y se obtiene el costo variable medio que se calcula será de S/ mil 350 por tonelada en el 2016, hasta el 2025 que se estima este costo sea de S/ mil 384. Los costos fijos se han calculado en S/ 37 millones 504 mil, que por su naturaleza permanecerán constantes en la proyección. Finalmente se calculó un costo total de S/ 260 millones 570 mil para el primer año de proyección, hasta llegar a S/ 427 millones 969 mil en el último año de proyección (ver anexo 3)

### 1.2.5 Depreciación

La depreciación se realizará tomando en cuenta la normativa de la Sunat, que diferencia la depreciación según la naturaleza del activo fijo. Incluirá los nuevos activos fijos que se necesitarán para cumplir los objetivos de ingresos y producción.

### 1.2.6 Margen Bruto

Se proyectó este factor considerando el efecto estacional y las variaciones en las tasas de crecimiento, mediante un modelo de series de tiempos.

**Tabla no 13 Proyección margen bruto**

Variable	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Margen de Utilidad bruta (como % de ingresos)	30.9%	32.7%	31.7%	19.7%	31.34%	31.79%	32.24%	32.70%	33.17%	33.64%	34.12%	34.61%	35.11%	35.61%

Fuente: Estados Financieros Laredo 2015. Elaboración: Propia

### 1.2.7 Margen EBITDA

Siguiendo la misma metodología del margen bruto: se proyectó el margen EBITDA con un modelo de series de tiempo.

**Tabla no 14 Proyección margen EBITDA**

Variable	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Margen EBITDA (como % de ingresos)	27.8%	25.8%	26.0%	14.8%	27.04%	26.27%	25.52%	24.79%	24.09%	23.40%	22.73%	22.08%	21.46%	20.84%

### 1.2.8 Capacidad de producción

La capacidad de producción instalada de la empresa al 2015 es de 204 mil 841 toneladas de azúcar al año, y produjo ese año 157776 toneladas de azúcar, por lo que tuvo una capacidad usada de 77%. Tomando en cuenta las perspectivas de ventas que le permitan mantener su participación de mercado, la empresa tiene que realizar un aumento de su capacidad de producción de fábrica, pues de no hacerlo no estaría en el año 2020 en adelante en capacidad de producir la cantidad proyectada, por ello la empresa tiene previsto hacer dos aumentos en su capacidad de fábrica: un aumento de 11% en el 2017 y un aumento de 35% en el 2022, de esa forma la empresa podrá cumplir con la producción proyectada y mantenerse en un rango de uso de su capacidad de producción de 80% a 90%.

**Tabla 15 Proyección capacidad de producción Laredo**

Conceptos	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Capacidad instalada de producc azucar Tm/año	204841	204841	227374	227374	227374	227374	227374	306955	306955	306955	306955
Produccion azucar tm/año	157776	165206	186446	184808	186798	205819	207472	254773	252676	279144	282148
Capacidad usada en porcentaje	77	81	82	81	82	91	91	83	82	91	92

Fuente: Estados Financieros Laredo 2015. Elaboración: Propia

La inversión necesaria en maquinarias y equipos para el aumento de la capacidad de producción se calculó en S/ 22 millones para el 2017 y S/70 millones para el 2022, tomando en cuenta el valor contable de las maquinarias y equipos. Este aumento en la producción requerirá un aumento en el capital de trabajo para la compra de materia prima, sueldos e insumos, también requerirá un aumento en el capex para cubrir los desembolsos en la adquisición de maquinaria y equipo.

Tomando en cuenta la producción anual de azúcar proyectada y el capital neto de trabajo, se encontró un coeficiente de correlación de 0.9704284 (97%) que confirma una relación directa entre el aumento de producción y el capital requerido.

### 1.2.9 Capital de trabajo. El crecimiento de la demanda per cápita de azúcar, los contratos

De ventas pactadas a futuro, generan una demanda a corto plaza del producto, que a su vez requiere un aumento de la capacidad de producción, con el consiguiente aumento del capital de trabajo para cumplir con la demanda y requerimientos de azúcar.

El capital de trabajo necesario para la capacidad de producción proyectada se calculó tomando en cuenta el financiamiento de proveedores, caja e inventarios disponibles, se muestra a continuación.

**Tabla No 16. Proyección de capital neto de trabajo (en miles de Soles)**

<i>NWK Cuentas</i>	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
+ Caja mínima	4,985	7,624	7,698	7,916	8,093	9,164	9,322	10,774	12,233	14,083	14,689
+ CxC (días de ventas)	24,995	38,228	38,598	39,693	40,581	45,948	46,739	54,020	61,336	70,614	73,652
+ Inventarios (días de CV)	14,752	19,280	19,340	19,756	20,061	22,557	22,783	26,141	29,462	33,662	34,839
- CxP (días de compras)	(20,770)	(27,416)	(27,048)	(27,667)	(28,081)	(31,793)	(31,879)	(36,891)	(41,531)	(47,493)	(48,833)
<b>Capital Neto de Trabajo (NWK)</b>	<b>18,977</b>	<b>30,092</b>	<b>30,889</b>	<b>31,783</b>	<b>32,560</b>	<b>36,713</b>	<b>37,643</b>	<b>43,270</b>	<b>49,266</b>	<b>56,783</b>	<b>59,657</b>

Fuente: Estados Financieros Laredo 2015. Elaboración: Propia

### 1.2.10 Gastos en bienes de capital (Capex)

Se proyectó tomando en cuenta la media del gasto histórico en capex, que es el 8,21% de las ventas anuales. Además, se consideró, de acuerdo a la entrevista realizada a funcionarios de la empresa, que habría un capex de expansión que sirva para dar valor agregado a los subproductos y aumentar la capacidad de producción, que se determinó por un monto de 22 millones a efectuarse en el año 2017 y por 70 millones en el 2022. El capex se financiará con capital propio y con deuda financiera.

**Tabla 17. Proyección de capex (en miles de soles)**

Concepto	%	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos por ventas de la empresa		388,762	392,529	403,670	412,691	467,280	475,324	549,368	623,762	718,122	749,012
Capex de mantenimiento como % de las ventas	8.21	31,903	32,213	33,127	33,867	38,347	39,007	45,083	51,189	58,932	61,467
Capex de expansión			22,000					70,000			
Capex Total	31.8	31,903	54,213	33,127	33,867	38,347	39,007	115,083	51,189	58,932	61,467
Capex adquir con deuda	68.2	21,758	36,973	22,593	23,097	26,153	26,603	78,487	34,911	40,192	41,921
Capex a adquirir con capital propio		10,145	17,240	10,534	10,770	12,194	12,404	36,597	16,278	18,740	19,547

Fuente y Elaboración propia, 2015.

### 1.2.11 Perpetuidad

Se asumirá el 1,5% de perpetuidad correspondiente al crecimiento de la población en el Perú.

### 1.2.13 Tipo de cambio

Que también afecta a los ingresos y egresos. Se sensibilizará para medir su efecto sobre los resultados.

### 1.3 Valor estimado

Luego de los cálculos realizados en la valorización, hemos obtenido el valor de la empresa (EV): S/ 592.327.000, al que, descontando la deuda neta, que es de S/ 269.122.000, obtenemos el valor patrimonial (EqV) de S/ 323.205.000, luego dividimos el valor patrimonial, entre el número de acciones en circulación que tiene la empresa: 11, 563, 369 acciones comunes, con lo que se obtiene un valor por acción de S/ 28, que representa el valor fundamental de la acción de Agroindustrial Laredo.

## 2. Múltiplos de empresas comparables

Para realizar esta valorización, se encontraron cinco empresas comparables del sector, con información suficiente que permita la obtención de los múltiplos. Tomamos en consideración sus principales resultados e indicadores (ver anexo 4) para obtener los múltiplos de comparación.

**Tabla 18. Múltiplos de empresas del sector azucarero**

<b>Empresas comparables</b>	<b>EV/EBITDA</b>	<b>EV/Revenues</b>
<i>Al 31/12/2015</i>	<i>Current</i>	<i>Current</i>
Cartavio S.A.A.	1,93	0,06
Casa Grande S.A.A.	2,52	1,04
Empresa Agrícola Sintuco S.A.	2,03	1,31
Agroindustrias San Jacinto S.A.A.	1,42	0,54
Agroindustrial Paramonga S.A.A.	5,21	1,33
Promedio	2,62	0,86
Mediana	2,03	1,04

Elaboración propia, basada en Bloomberg, 2015.

Tomando en cuenta la mediana del múltiplo Ev Revenues 1,04, se multiplicó por los Revenues de Laredo del 2015, que fue de S/ 283.089.000, obteniéndose que el valor Ev Revenues de la empresa (Ev) es S/ 294.413.000, más la caja de ese año, que es de S/ 4.824.000, menos la deuda financiera de la empresa de S/ 106.357.000, se obtiene un valor patrimonial de Laredo de S/ 192.880.000, que, dividido entre el número de acciones, da un valor por acción de S/ 16,68.

### 3. Análisis de sensibilidad

El análisis de escenarios se realizó tomando en cuenta la variación simultánea de dos variables: El WACC y la tasa de crecimiento perpetuo, sobre el flujo de caja descontado. Partiendo de que el escenario que hemos trabajado para hallar el valor de la empresa, parte de un WACC de 8,21 % y una tasa de crecimiento perpetuo de 1,5%, en el cual el valor de la empresa es de S/ 592 millones. Asimismo, mediante la simulación de Montecarlo, se sensibilizó cuatro variables: precio del azúcar, tipo de cambio, variación en el consumo privado y la perpetuidad del crecimiento. Los resultados muestran que la variable que más impacta en el valor de la empresa es el precio del azúcar, le sigue con bastante diferencia la perpetuidad, las otras dos variables tienen poco impacto. El reporte de probabilidades, nos muestra una alta probabilidad de que la empresa tenga un valor patrimonial mayor a 320 millones de soles y un valor por acción mayor a 25 soles. A continuación, se presenta el análisis descrito:

**Tabla 19. Análisis de sensibilidad**

EV (en millones de soles)		Tasa de crecimiento perpetuo (g)		
		1%	1,50%	3%
	592			
WACC	9,60%	461	477	543
	8,80%	516	538	627
	8,21%	565	592	705
	7,80%	604	636	771
	6,80%	724	772	993

Elaboración propia, 2016.

Estos resultados muestran un escenario optimista. Si el WACC bajara y estuviera en 6,8% y si, simultáneamente, la tasa de crecimiento perpetuo aumentara a 3% en este escenario, el valor de la empresa ascendería a S/ 993.000.000. Un escenario pesimista ocurriría si, en cambio, aumenta el WACC a 9,6% y si simultáneamente baja la tasa de crecimiento a 1%. En este escenario, el valor de la empresa descendería a S/ 461.000.000.

## **Capítulo VII. Resumen de inversiones**

### **1. Resultados**

La empresa, en condiciones normales, está en capacidad de generar los suficientes flujos de efectivo que le permitan cumplir con todas sus obligaciones y aumentar el valor de la empresa. Sin embargo, hay que tener en consideración que, al cierre del 2015, la empresa incurrió en una pérdida del ejercicio por una mala e inusual política de ventas que se venía realizando desde el año anterior. Grandes ventas futuras a precio fijado con más de un año de anticipación, como una estrategia comercial para asegurar su participación de mercado, no como una cobertura ante riesgos de precios, ha demostrado ser perjudicial y se espera reducir considerablemente en el futuro para evitar las pérdidas que ha ocasionado esto. Además, a la fecha de la valorización, el mercado lo está recogiendo y, mientras no haya resultados de mejora en los flujos y en los rendimientos, se seguirá castigando el valor bursátil de la empresa. Pero si la empresa corrige su política de ventas, tomando en cuenta los factores de crecimiento en los ingresos del sector y de la empresa que han sido mencionados en el presente estudio, y los factores de descuento de flujos, la valorización nos da un valor patrimonial de la empresa de S/ 323.205.000, el cual, dividido entre el número de acciones, da un precio por acción de S/ 28. Si comparamos este resultado con el valor por acción a la misma fecha, que era de S/ 23, observamos que la acción esta subvalorada en la cotización de bolsa; por tanto, tiene capacidad de apreciación a mediano plazo, de un año en adelante.

### **2. Recomendaciones**

- Recomendamos que la empresa realice un buen estudio sobre el comportamiento del precio del azúcar que le ayude a tener un mejor pronóstico de este, así como concentrarse en su estrategia y nicho de negocio, y no desnaturalizar su política comercial. Reduciendo considerablemente las ventas a futuro con sus clientes pactadas con mucha anticipación.
- La empresa tiene que volver a crecer su participación en el mercado de azúcar rubia, de uso doméstico, para no depender exclusivamente de sus ventas industriales.
- Desarrollar proyectos para añadir valor agregado a sus productos, de forma que pueda producir una gama amplia de productos que mejoren su rentabilidad, como la producción de ron, papel, madera prefabricada, etanol, entre otros.

- Debe realizar estudios y mejoras técnicas en el cultivo, para que no se reduzcan los rendimientos de azúcar por hectárea, ocasionados por temperaturas climáticas encima del promedio, como viene mostrándose los últimos años y también de prevención para los cíclicos fenómenos del Niño que afectan la zona.
- Mejorar sus técnicas de cosecha para reducir considerablemente la quema de caña que afectan a la ciudad y generan malestar.
- Monitorear la evolución del tipo de cambio y del precio del azúcar para aumentar las medidas de coberturas necesarias que a la fecha son bajas y reducir el riesgo de pérdida por apreciación del dólar y depreciación del precio del azúcar.
- De acuerdo a la valorización obtenida, que muestra un valor subvaluado de la acción de Laredo en el mercado bursátil, recomendamos a los que poseen acciones que las conserven, y a los que quieran invertir en acciones de Laredo que compren, con perspectivas de recuperación del precio de la acción en un plazo de un año en adelante, que es el tiempo que le debe tomar a la empresa revertir los resultados económicos obtenidos en el 2015.

## Bibliografía

Agrodata Perú (2015). “Alcohol Etilico-Etanol Perú Exportación junio 2015”. 17 de julio del 2015. Fecha de consulta: 25/03/2017. <<http://www.agrodataperu.com/2015/07/alcohol-etilico-etanol-peru-exportacion-junio-2015.html>>

Agroindustrial Laredo (2008). “Laredo y su historia”. *Portal Laredo Perú*. Fecha de consulta: 24/02/2017. <<http://laredoperu.blogspot.pe/2008/11/laredo-y-su-historia.html>>

Agroindustrial Laredo (2015a). “Azúcar”. *Portal institucional Agroindustrial Laredo*. Fecha de consulta: 25/03/2017. <<http://www.agroindustriallaredo.com/index.php/azucar-2/>>

Agroindustrial Laredo (2015b). “Estrategia corporativa”. *Portal institucional Agroindustrial Laredo*. Fecha de consulta: 25/03/2017. <<http://www.agroindustriallaredo.com/index.php/estrategia-corporativa/>>

Agroindustrial Laredo (2015c) “Política ambiental”. *Portal institucional Agroindustrial Laredo*. Fecha de consulta: 25/03/2017. <<http://www.agroindustriallaredo.com/index.php/politica-ambiental-2/>>

Agroindustrial Laredo (2015d). *Memoria del Directorio y del Gerente General de Agroindustrial*. Laredo: Agroindustrial Laredo.

Banco Central de Reserva del Perú (2017). “Reporte de inflación”. *Portal institucional Banco Central de Reserva del Perú*. Fecha de consulta: 26/02/2017. <<http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/reporte-de-inflacion.html>>

Bolsa de Valores de Lima (2017). “Empresas con valores listados”. *Portal institucional Bolsa de Valores de Lima*. Fecha de consulta: 23/02/2017. <[http://www.bvl.com.pe/inf\\_cotizaciones77600\\_TEFSTRURPQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones77600_TEFSTRURPQzE.html)>

De Fusco, Richard A. MaLeavey, Dennis. Pinto, Jerald E. Runkle, David E. (s.a) *Quantitative Investment Analysis*. 2ª Ed. John Wiley & Sons, Inc.

Fernández, Pablo (2010). *Métodos de Valoración de Empresas*. IESE Bussines School.

Gestión (2016). “Scotiabank proyecta caída de 6% en la producción nacional de azúcar”. En *Diario Gestión*. 28 de junio del 2016. Fecha de consulta 25/03/2017. <<http://gestion.pe/economia/scotiabank-proyecta-caida-6-produccion-nacional-azucar-2164310>>

Manuelita (2017). “Plataformas”. *Portal institucional Manuelita*. Fecha de consulta: 19/02/2017. <http://www.manuelita.com/plataformas>

Ministerio de Economía y Finanzas (s.f.). “Franja de precios”. *Portal institucional Ministerio de Economía y Finanzas*. Fecha de consulta: 24/02/2017. <<https://www.mef.gob.pe/es/economia-internacional/politica-arancelaria/franja-de-precios>>

Mongrut, Samuel (2009). *Tasas de descuento en Latinoamérica hechos y desafíos*. Lima: Universidad del Pacífico.

Pinto, Jerald; Henry, Elaine; Robinson, Thomas R.; Stowe, John (2010). *Equity Asset Valuation*. 2ª ed. Nueva Jersey: John Wiley & Sons Inc.

Robinson, Thomas. Henry, Elaine. Pirie, Wendy. Broihahn Michael (s.a). *International Financial Statement Analysis*. 2ª Ed. John Wiley & Sons, Inc.

Stowe, John et al. (2006). *Equity Asset Valuation*. Nueva Jersey: John Wiley & Sons.

Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (2017). “Legislación tributaria”. *Portal institucional Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria*. Fecha de consulta: 26/02/2017. <<http://www.sunat.gob.pe/legislacion/renta/reglamento.html>>

Ministerio de Agricultura y Riego (2017). “Series históricas de producción agrícola”. *Portal institucional Ministerio de Agricultura y Riego*. Fecha de consulta: 28/02/2016. <<http://frenteweb.minagri.gob.pe/sisca/?mod=salida>>

## **Anexos**

## Anexo 1. Cálculo de CAPM y WACC

CAPM= Rendimiento del inversionista= Ri

Símbolo	Descripción
rf =	Tasa libre de riesgo, yield del USD 10 Years Treasury Bond al 25 diciembre 2015 <sup>3</sup> .
$\beta$ =	$\beta$ desapalancado del sector procesamiento de alimentos, última actualización a cierre de 2015, por $(1 + D/E \text{ de Laredo} (1 - \text{tasa impositiva de Perú}))$ <sup>4</sup> .
rm =	Rendimiento anual del SyP, promedio aritmético desde 1928 hasta el 2015 <sup>5</sup>
$\underline{r_f}$ =	Tasa libre de riesgo, promedio aritmético desde 1928 hasta el 2015, del USD 10 Years Treasury Bond a diciembre del 2015 <sup>6</sup> .
CRP =	Indicador de riesgo país, EMBIG spread de Perú, correspondiente a diciembre del 2015 <sup>7</sup> .
I p	Inflación del Perú 2015
Iu	Inflación de Estados Unidos 2015 <sup>8</sup>

Símbolo	Valor
rf =	2,241
$\beta$ =	0,827
rm =	11,400
$\underline{r_f}$ =	5,18
CRP =	2,36
I p	3,5400
Iu	0,7300
<b>Ri =</b>	<b>12,55</b>

<sup>3</sup> <https://www.bloomberg.com/quote/USGG10YR:IND>

<sup>4</sup> [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

<sup>5</sup> [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html)

<sup>6</sup> [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html)

<sup>7</sup> <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/mensuales/resultados/PN01129XM/html>

<sup>8</sup> <http://es.global-rates.com/estadisticas-economicas/inflacion/indice-de-precios-al-consumo/ipc/estados-unidos.aspx>

## Cálculo del WACC

Símbolo	Descripción.
Ke	Es el CAPM que hemos calculado para los accionistas de Laredo
Capital	Capital aportado por los accionistas
Deuda financiera	Deuda financiera total
Kd	Costo de la deuda, costo financiero por préstamos corporativos obtenidos de la banca Tasa de interés efectivo anual es la Libor a 6 meses + 3,57%
(1-T)	Escudo fiscal, T= Impuesto a la Renta más participación de los trabajadores, T = 35%.

Símbolo	Valor
WACC	(%)
Ke	12,554
Capital	191.604
Deuda financiera	157.671
Kd	4,50
(1-T)	0,65
<b>WACC</b>	<b>8,2072</b>

## Anexo 2. Otros supuestos de valorización

### Ingresos de la Industria azucarera en el Perú (en 000s de Soles), proyección desde el año 2016.

Factores de la Industria	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Producción de azúcar	1,106,278	1,174,068	1,203,492	1,119,400	1,184,020	1,246,811	1,313,992	1,383,481	1,451,766	1,524,402	1,601,722	1,684,090	1,771,904	1,865,595
Precio interno azúcar	1,700	1,679	1,729	2,037	2353	2078	2184	2209	2270	2291	2336	2469	2573	2655
Total ingresos de la industria	1,880,733	1,971,425	2,080,291	2,279,787	2,786,229	2,591,294	2,870,112	3,056,514	3,296,017	3,492,455	3,742,045	4,157,389	4,558,378	4,952,561
Var. real del consumo privado	6.1%	5.3%	4.1%	3.40%	3.50%	3.80%	4.00%	3.99%	3.78%	3.86%	3.94%	4.02%	4.10%	4.19%
Inflación	2.65%	2.80%	3.25%	4.40%	3.23%	2.40%	2.30%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Var. Nominal del consumo privado	8.91%	8.25%	7.48%	7.95%	6.85%	6.29%	6.39%	6.27%	5.86%	5.94%	6.02%	6.10%	6.19%	6.27%
Var. Ventas de la industria		5%	6%	10%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Relación Var. Ventas y Var. Nom.CP		58%	74%	121%	84%	84%	84%	84%	84%	84%	84%	84%	84%	84%

### Ingresos de Laredo (en 000s de Soles), proyección desde el 2016.

Factores de Laredo	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Cuota de mercado	15.31%	13.08%	13.61%	11.15%	13.95%	15.15%	15.91%	15.27%	16.03%	15.39%	14.68%	15.56%	16.34%	15.69%
Ingreso Total	288,011	257,912	283,089	254,191	388,762	392,529	456,563	466,766	528,508	537,606	549,368	646,965	744,835	776,874
Tasa de crecimiento cuota de mercado		-15%	4%	-18%	5%	-4%	5%	-4%	5%	-4%	4%	6%	5%	-4%

### Anexo 3. Proyección costos fijos y costos variables.

Costos Variables	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Mano de obra	8275000	8275000	8275000	8275000	8275000	8275000	8275000	10757500	13984750	18180175	23634227.5
Materia prima	166985000	174848645	197328692	195594491	197700704	217831691	219581178	269643020	267423966	295436656	298615784
Otros gastos de fabricacion	38145000	39941321	45076522	44680372	45161502	49760097	50159739	61595550	61088644	67487686	68213906
<b>Total costos variables</b>	<b>213405000</b>	<b>223066982</b>	<b>250682231</b>	<b>248551880</b>	<b>251139225</b>	<b>275868808</b>	<b>278017938</b>	<b>341998092</b>	<b>342499383</b>	<b>381106541</b>	<b>390465942</b>
Unidades producidas	157776	165206	186446	184808	186798	205819	207472	254773	252676	279144	282148
<b>Costo variable medio</b>	<b>1353</b>	<b>1350</b>	<b>1345</b>	<b>1345</b>	<b>1344</b>	<b>1340</b>	<b>1340</b>	<b>1342</b>	<b>1355</b>	<b>1365</b>	<b>1384</b>
Costos Fijos											
Gastos de adm	21108000	21108000	21108000	21108000	21108000	21108000	21108000	21108000	21108000	21108000	21108000
Gastos de vent	1361000	1361000	1361000	1361000	1361000	1361000	1361000	1361000	1361000	1361000	1361000
otros gastos	6382000	6382000	6382000	6382000	6382000	6382000	6382000	6382000	6382000	6382000	6382000
gastos financ	8653000	8653000	8653000	8653000	8653000	8653000	8653000	8653000	8653000	8653000	8653000
<b>Total Costos Fijos</b>	<b>37504000</b>	<b>37504000</b>	<b>37504000</b>	<b>37504000</b>	<b>37504000</b>	<b>37504000</b>	<b>37504000</b>	<b>37504000</b>	<b>37504000</b>	<b>37504000</b>	<b>37504000</b>
Precio de venta unitario	2037	2353	2078	2184	2209	2270	2291	2336	2469	2573	2655
<b>Costo total</b>	<b>250909000</b>	<b>260570982</b>	<b>288186231</b>	<b>286055880</b>	<b>288643225</b>	<b>313372808</b>	<b>315521938</b>	<b>379502092</b>	<b>380003383</b>	<b>418610541</b>	<b>427969942</b>

### Anexo 4. Capex histórico

Concepto	2011	2012	2013	2014	2015
Depreciación	10.565,86	12.636	12.717	16.879	15.720
Activo corriente	89.691,71	54.022	55.905	62.243	65.601
Total de activos	749.608,49	750.613	761.675	771.841	780.339
Capex	14.225,32	49.310,22	21.896	20.707	20.860
Ingresos por ventas de la empresa		29.4675	257.912	283.089	254.191
Capex como % de las ventas		16,73	8,49	7,31	8,21
Porcentaje de capex adquirido con capital propio	100	100	100	23,48	24,63
Porcentaje de capex adquirido con deuda	0	0	0	76,52	75,37

### Anexo 5. Capital Neto de Trabajo histórico

NWK Cuentas	2012	2013	2014	2015
+ CxC (días de ventas)	25.288	31.816	31.857	24.995
+ Inventarios (días de CV)	14.130	12.976	13.339	14.752
- CxP (días de compras)	-16.767	-13.784	-21.601	-20.770
Capital Neto de trabajo NWK	22.651	31.008	23.595	18.977

## Anexo 6. Estados financieros históricos

Estado de resultados	2012	2013	2014	2015
Total de ingresos	288.011	257.912	283.089	254.191
COGS (costo de ventas)	-199.009	-173.504	-193.269	-204.228
<b>Utilidad bruta</b>	<b>89.002</b>	<b>84.408</b>	<b>89.820</b>	<b>49.963</b>
Cambios en el valor razonable de los activos biológicos	6.665	-428	0	0
Gastos operacionales	-15.507	-17.514	-16.350	-12.415
<b>EBITDA (utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización)</b>	<b>80.160</b>	<b>66.466</b>	<b>73.470</b>	<b>37.548</b>
D&A (depreciación y amortización)	-12.636	-12.717	-16.879	-15.720
<b>EBIT (utilidad antes de intereses e impuestos)</b>	<b>67.524</b>	<b>53.749</b>	<b>56.591</b>	<b>21.828</b>
Ingreso extraordinario por venta de terreno, maquinaria y equipo	0	0	151	363
Ingresos financieros	464	610	497	564
Gastos financieros	-5.897	-6.569	-7.332	-8.653
Diferencia de cambio neta	3.676	-7.265	-4.450	-12.671
<b>EBT (utilidad antes de impuestos)</b>	<b>65.767</b>	<b>40.525</b>	<b>45.457</b>	<b>1.431</b>
Impuestos	-10.477	-3.937	1.330	-2.608
<b>Utilidad neta</b>	<b>55.290</b>	<b>36.588</b>	<b>46.787</b>	<b>-1.177</b>

Estado de situación financiera	2012	2013	2014	2015
<i>Activo</i>				
Efectivo	2.187	1.931	4.824	4.985
Cuentas por cobrar comerciales	25.288	31.816	31.857	24.995
Cuentas por cobrar a relacionadas	586	720	361	4.552
Otras cuentas por cobrar, neto	9.024	5.238	8.512	7.912
Inventario, neto	14.130	12.976	13.339	14.752
Impuestos y gastos pagados por anticipado	2.807	3.224	3.350	8.405
<b>Activo Circulante</b>	<b>54.022</b>	<b>55.905</b>	<b>62.243</b>	<b>65.601</b>
Activos biológicos	55.709	58.638	44.642	45.369
inversiones inmobiliarias	0	0	0	4.420
Terrenos, maquinaria y equipo neto	640.822	647.132	664.722	664.033
Otros activos	60	0	234	916
<b>Total de activos no corriente</b>	<b>696.591</b>	<b>705.770</b>	<b>709.598</b>	<b>714.738</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>750.613</b>	<b>761.675</b>	<b>771.841</b>	<b>780.339</b>
Estado de situación financiera	2012	2013	2014	2015
<i>Pasivo y patrimonio</i>				
Sobregiro				
Cuentas por pagar comerciales	16.767	13.784	21.601	20.770
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	106	74	246	153
Otras cuentas por pagar	14.306	12.341	15.691	11.260
Deudas laborales y terceros por pagar	20.190	14.047	11.530	8.276
Obligaciones financieras a corto plazo	21.756	38.666	32.817	57.687
Pasivo por impuestos a las ganancias	0	0	1.025	0
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>73.125</b>	<b>78.912</b>	<b>82.910</b>	<b>98.146</b>

Obligaciones financieras de largo plazo	64.394	65.964	73.540	99.984
Instrumentos financieros derivados	1.773	1.353	710	239
Pasivo por impuesto a las ganancias diferidos	72.435	70.832	68.197	70.753
<b>Total pasivo no corriente</b>	<b>138.602</b>	<b>138.149</b>	<b>142.447</b>	<b>170.976</b>
<b>Total pasivos</b>	<b>211.727</b>	<b>217.061</b>	<b>225.357</b>	<b>269.122</b>
Capital social	191.604	191.604	191.604	191.604
Reserva legal	32.807	38.321	38.321	38.321
Otras reservas	7.882	7.882	7.882	7.882
Resultados no realizados	(1507)	(1150)	(600)	0
Resultados acumulados	308.100	307.957	309.277	273.410
<b>Total patrimonio</b>	<b>538.886</b>	<b>544.614</b>	<b>546.484</b>	<b>511.217</b>
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>750.613</b>	<b>761.675</b>	<b>771.841</b>	<b>780.339</b>

## Anexo 7. Estados financieros proyectados (en miles de soles)

Estado de Resultados	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Total Ingresos	350,424	438,967	406,516	532,640	442,552	476,386	425,274	538,218	569,193	613,622
COGS (Costo de Ventas)	(249,665)	(312,748)	(289,628)	(379,487)	(315,303)	(339,408)	(302,993)	(383,462)	(405,530)	(437,184)
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>100,759</b>	<b>126,218</b>	<b>116,887</b>	<b>153,152</b>	<b>127,249</b>	<b>136,978</b>	<b>122,281</b>	<b>154,757</b>	<b>163,663</b>	<b>176,438</b>
Cambios en el valor razonable de los activos biológicos										
Gastos Operacionales	(18,122)	(22,702)	(21,023)	(27,546)	(22,887)	(24,637)	(21,993)	(27,834)	(29,436)	(31,734)
<b>EBITDA (Utilidad antes de Intereses, Impuestos, depreciación y amortización).</b>	<b>82,637</b>	<b>103,517</b>	<b>95,864</b>	<b>125,607</b>	<b>104,362</b>	<b>112,341</b>	<b>100,288</b>	<b>126,922</b>	<b>134,227</b>	<b>144,704</b>
D&A (Depreciación y amortización)	(14,654)	(16,092)	(18,993)	(20,661)	(22,847)	(24,663)	(26,617)	(29,712)	(31,921)	(34,256)
<b>EBIT (Utilidad antes de intereses e impuestos)</b>	<b>67,982</b>	<b>87,425</b>	<b>76,871</b>	<b>104,945</b>	<b>81,515</b>	<b>87,678</b>	<b>73,670</b>	<b>97,210</b>	<b>102,306</b>	<b>110,447</b>
Ingreso extraordinario por venta de terreno, maq y equipo			257	363			310	363		
Ingresos financieros	534	551	536	546	542	544	542	544	543	543
Gastos financieros	(7,177)	(5,401)	(5,648)	(5,142)	(4,789)	(4,362)	(4,222)	(4,923)	(4,884)	(4,999)
Diferencia de cambio neta	(5,178)	(7,391)	(7,422)	(8,165)	(7,039)	(7,504)	(7,533)	(7,560)	(7,409)	(7,502)
<b>EBT (Utilidad antes de impuestos)</b>	<b>56,162</b>	<b>75,184</b>	<b>64,594</b>	<b>92,547</b>	<b>70,229</b>	<b>76,356</b>	<b>62,767</b>	<b>85,633</b>	<b>90,556</b>	<b>98,490</b>
Impuestos	(19,657)	(26,314)	(22,608)	(32,391)	(24,580)	(26,725)	(18,830)	(25,690)	(27,167)	(29,547)
<b>Utilidad Neta</b>	<b>36,505</b>	<b>48,869</b>	<b>41,986</b>	<b>60,155</b>	<b>45,649</b>	<b>49,631</b>	<b>43,937</b>	<b>59,943</b>	<b>63,389</b>	<b>68,943</b>

Balance	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<i>Activo</i>										
<i>cash superavit</i>										
Efectivo	25,235	13,100	36,878	51,880	97,194	128,023	142,817	160,243	182,469	228,470
Cuentas por cobrar comerciales	34,458	43,164	39,973	52,375	43,517	46,844	56,818	52,924	55,970	60,338
Cuentas por cobrar a relacionadas	1,555	1,797	2,066	2,492	1,766	2,030	2,889	2,295	2,245	2,365
Otras cuentas por cobrar, neto	7,672	7,333	7,857	7,694	7,655	7,635	8,210	7,798	7,825	7,867
Inventario, neto	18,034	22,591	20,921	27,411	22,775	24,516	25,886	27,699	29,293	31,579
Impuestos y gastos pagados por anticipado	4,447	4,856	5,264	5,743	5,078	5,235	5,330	5,347	5,247	5,290
Activo Circulante	91,400	92,841	112,960	147,596	177,985	214,283	241,950	256,305	283,048	335,909
Activos biológicos	51,090	49,935	47,759	48,538	50,210	49,110	56,086	50,986	51,598	51,945
inversiones inmobiliarias	1,105	1,381	1,727	2,158	1,593	1,715	1,798	1,816	1,730	1,765
Terrenos, maquinaria y equipo neto	670,667	714,036	732,742	761,799	783,462	807,902	821,148	884,662	916,718	918,420
Otros activos	303	363	454	509	355	392	441	466	410	424
Total activo no corriente	723,164	765,715	782,682	813,004	835,620	859,119	879,473	937,931	970,457	972,554
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>814,564</b>	<b>858,557</b>	<b>895,641</b>	<b>960,600</b>	<b>1,013,605</b>	<b>1,073,402</b>	<b>1,121,423</b>	<b>1,194,235</b>	<b>1,253,505</b>	<b>1,308,463</b>
<i>Pasivo y Patrimonio</i>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Sobregiro										
Cuentas por pagar comerciales	25,548	32,048	29,084	38,984	31,378	34,457	35,337	38,913	41,120	44,387
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	145	115	135	121	110	76	85	91	82	78
Otras cuentas por pagar	12,800	12,800	12,800	12,800	15,690	12,800	12,800	12,800	12,800	12,800
Deudas laborales y terceros por pagar	11,612	10,770	9,580	9,354	20,239	8,456	9,256	8,342	8,467	9,780
Obligaciones financieras a corto plazo	34,287	33,586	37,377	33,943	29,647	27,196	29,964	36,889	30,906	31,662
Pasivo por impuestos a las ganancias	256	320	400	344	985	512	520	590	652	569
Total Pasivo Corriente	84,648	89,639	89,377	95,546	98,049	83,497	87,962	97,626	94,027	99,275
Obligaciones financieras de largo plazo	121,094	110,260	102,693	93,519	90,534	105,554	107,713	107,181	110,618	102,420
Instrumentos financieros derivados	1,019	830	700	1,597	1,983	2,669	1,980	2,057	2,172	2,220
Pasivo por impuesto a las ganancias diferidos	61,231	62,117	65,050	71,882	78,657	87,669	85,817	89,478	85,405	74,322
Total Pasivo No Corriente	183,344	173,207	168,443	166,998	171,174	195,892	195,510	198,716	198,196	178,962
<b>Total Pasivos</b>	<b>267,991</b>	<b>262,846</b>	<b>257,820</b>	<b>262,544</b>	<b>269,223</b>	<b>279,389</b>	<b>283,472</b>	<b>296,342</b>	<b>292,223</b>	<b>278,237</b>
Capital social	191,604	191,604	191,604	191,604	191,604	191,604	191,604	191,604	191,604	191,604
Reserva legal	38,321	38,321	38,321	38,321	38,321	38,321	38,321	38,321	38,321	38,321
Otras reservas	7,882	7,882	7,882	7,882	7,882	7,882	7,882	7,882	7,882	7,882
Resultados acumulados	309,915	358,785	400,771	460,926	506,575	556,207	600,144	660,087	723,476	792,419
<b>Total Patrimonio</b>	<b>546,572</b>	<b>595,710</b>	<b>637,822</b>	<b>698,056</b>	<b>744,382</b>	<b>794,014</b>	<b>837,951</b>	<b>897,894</b>	<b>961,283</b>	<b>1,030,226</b>
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>814,564</b>	<b>858,557</b>	<b>895,642</b>	<b>960,600</b>	<b>1,013,605</b>	<b>1,073,403</b>	<b>1,121,423</b>	<b>1,194,236</b>	<b>1,253,506</b>	<b>1,308,463</b>

## Anexo 8. Ratios financieros proyectados

CUENTAS CLAVE Y RATIOS	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Ratio Deuda / Inversión neta	21%	18%	14%	13%	11%	17%	16%	15%	15%	0%
Ratio Deuda / Recursos Propios	8%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	7%	6%	7%
Retorno Sobre Capital Invertido	10%	9%	8%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	7%

Elaboración propia, 2017.

## Anexo 9. Valorización

**Flujo de caja libre no apalancado = flujo de efectivo libre de la empresa (FCFF) (en miles de soles)**

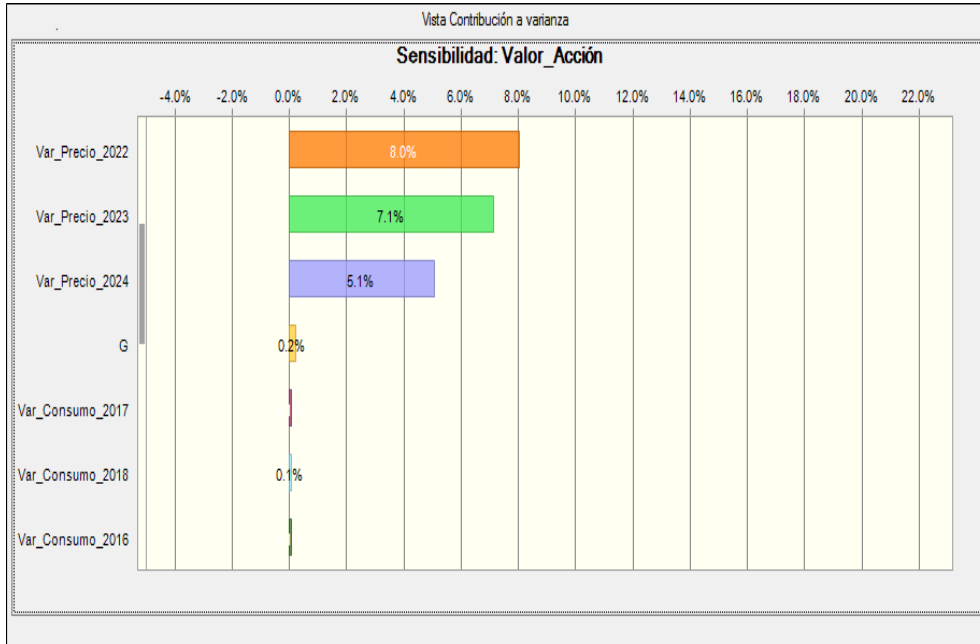
Factores	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EBIT*(1-T)	44.189	56.826	49.966	68.214	52.985	56.991	47.886	63.186	66.499	71.791
+ Depreciación y amortización (D&A)	14.654	16.092	18.993	20.661	22.847	24.663	26.617	29.712	31.921	34.256
- Bienes de capital (capex)	(28.757)	(58.023)	(33.360)	(43.711)	(36.318)	(39.094)	(61.900)	(44.169)	(46.710)	(50.356)
- Incrementos en capital de trabajo										
Neto	139	(7.539)	(66)	(9.495)	19.983	(16.555)	3.200	(7.830)	(2.636)	(2.115)
<b>Flujo de caja libre sin apalancamiento</b>	<b>30.224</b>	<b>7.356</b>	<b>35.533</b>	<b>35.670</b>	<b>59.497</b>	<b>26.004</b>	<b>15.803</b>	<b>40.900</b>	<b>49.074</b>	<b>53.576</b>

**Cálculo del valor presente de Laredo a diciembre del 2015 (en miles de soles)**

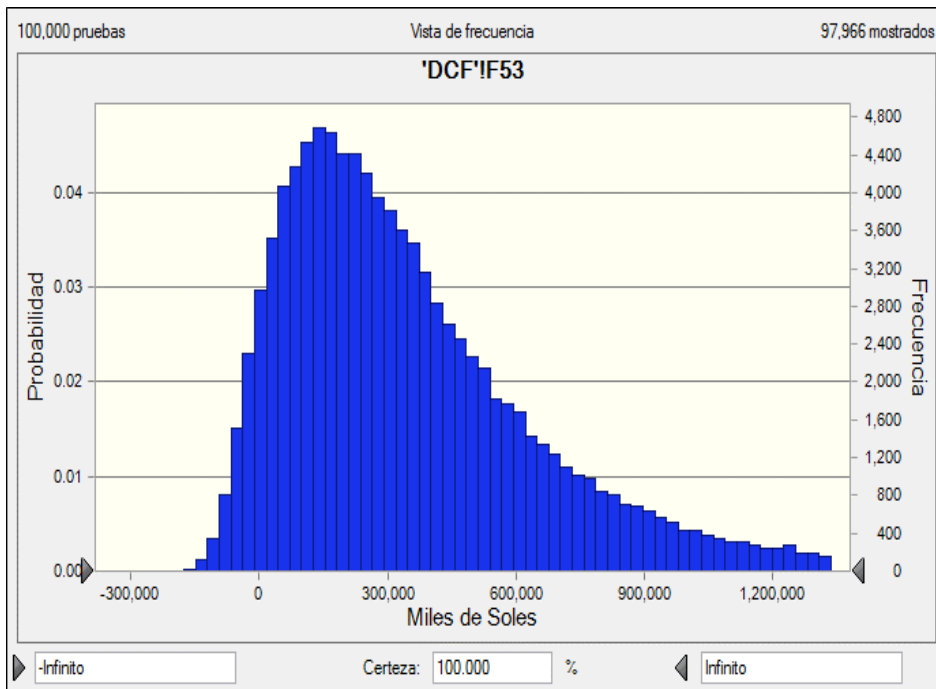
Tasa de descuento: WACC	8,21%
Flujo de caja	223.916
Terminus (método de crecimiento perpetuo)	368.411
Valor de la empresa (EV)	592.327
Menos: deuda neta	269.122
Valor patrimonial (EqV)	323.205
÷ Número de acciones en circulación (#)	11.563.369
<b>Valor por acción (PEN S/.)</b>	<b>28</b>

## Anexo 10. Análisis de sensibilidad

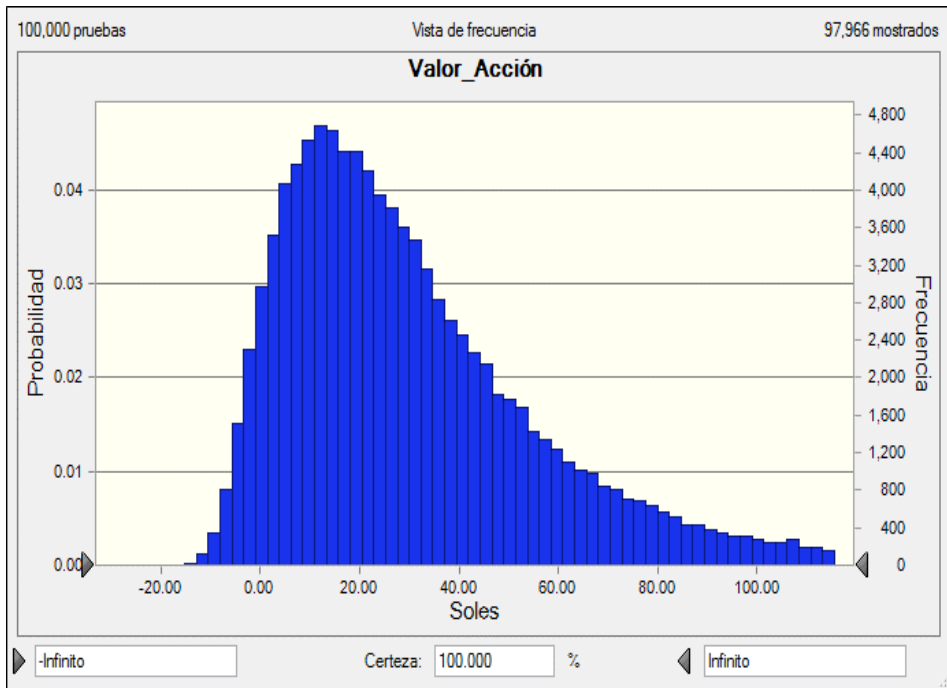
### Impacto de las variables en el valor de Laredo



### Distribución de probables valores patrimoniales de Laredo



## Distribución de probables valores de la acción de Laredo



### **Nota biográfica**

Nació en Chiclayo, el 25 de octubre de 1977. Licenciado en Administración de Empresas por la Universidad Privada del Norte. Cursó el Programa de Certificación de Trader en Mercados Financieros del Instituto de la Bolsa de Valores de Lima.

Tiene más de diez años de experiencia en el sector de consumo masivo y diez años de experiencia en el sector inmobiliario. Ha desempeñado cargos en las áreas de Ventas, Administración y Finanzas. Actualmente, tiene el cargo de administrador de Eva Alfaro Inversiones Inmobiliarias.