



“VALORIZACIÓN DE LA CORPORACIÓN LINDLEY S.A.”

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

Presentado por

Srta. Cheryl Wong Pérez

Srta. Paola Tello Sifuentes

Sr. Piero Suarez Cavagneri

Asesor: Profesor Jorge Eduardo Lladó Marquez

2019

Dedicamos el presente trabajo a nuestros padres,
hijos y amigos por su apoyo incondicional.

Agradecemos a la Universidad del Pacífico y profesores, quienes nos brindaron su constante apoyo y compromiso incondicional.

Resumen ejecutivo

Para la valorización de la empresa se ha usado el método de Flujo de caja descontado, estimando los flujos de caja libres de los años 2018 al 2027 donde se considera una tasa de disminución de las ventas para el 2018 de -4,57 % y para los siguientes 9 años crecería entre 5,29 % a 4,96 %, la tasa de crecimiento perpetuo de 2,5 % y un Costo promedio de capital ponderado de 7,1 % obteniendo el valor de la empresa de S/ 6.195 millones de soles al cierre de diciembre 2017. Bajo estos parámetros y con una prima de control de 30%, el valor intrínseco de la acción común sería S/ 7.38 y el de la acción de inversión S/ 5.68. Como principales inputs de valor hemos considerado la información de la empresa en su plan estratégico a largo plazo y la información histórica de sus Estados Financieros al 31 de diciembre de 2017. Finalmente comparamos los resultados obtenidos con el precio pagado en setiembre de 2018 por Arca Continental para adquirir 223,7 millones de acciones comunes a US\$ 2,26 por acción equivalente a S/ 7,46. Con esta compra Arca Continental tiene una participación igual al 99,78 % de las acciones con derecho a voto de Corporación Lindley.

Al cierre de 2017, la Compañía está enfocada en mantener su posicionamiento como líder en el mercado de las bebidas gasificadas y en crecer en producción y eficiencia, para ello, ha realizado grandes inversiones en plantas y equipos con lo cual proyecta cubrir la demanda esperada.

La Compañía tiene como accionista y socio estratégico a Arca Continental, segunda embotelladora de las marcas de The Coca Cola Company (TCCC), cuyo principal objetivo es asegurar una buena relación con sus embotelladoras, suministrando incentivos como buenos precios (del concentrado) y apoyo en marketing. Una mala relación entre The Coca Cola Company y sus embotelladoras puede afectar de manera negativa sus resultados, por lo que el respaldo a Corporación Lindley SA está asegurado a través de Arca Continental que posee el 99 % de sus acciones.

Por lo anteriormente expuesto consideramos que la empresa podrá operar de manera rentable, dado su ventaja ante la competencia, al contar con un alto nivel de participación y posicionamiento de mercado, en especial por sus marcas Coca Cola e Inca Kola y por tener como respaldo a la internacional The Coca Cola Company.

Índice de contenidos

Índice de tablas.....	vii
Índice de gráficos	viii
Índice de anexos	ix
Capítulo I. Introducción	1
Capítulo II. Descripción del negocio	2
1. Descripción de la empresa.....	2
2. Grupo económico	2
3. Cartera de productos	2
4. Capacidad instalada.....	3
5. Principales insumos y proveedores.....	5
6. Cadena de valor.....	5
6.1. Proceso de producción	6
6.2. Proceso de distribución	8
7. Capital social.....	9
8. Descripción de la acción	10
8.1. Evolución de la cotización	10
9. Gobiernos corporativo.....	11
10. Responsabilidad social empresarial.....	11
Capítulo III. Análisis del macroambiente, la industria y posicionamiento competitivo de la empresa	13
1. Análisis de la industria con Pestel (político, económico, social, tecnológico, ecológico, legal)	13
2. Análisis de Porter de la industria	18
3. Desempeño del sector en el mercado peruano	19
4. Análisis de la competencia de bebidas no alcohólicas.....	20

5. Análisis FODA de la empresa	21
6. Matriz de Boston Consulting Group (BCG) de la empresa	21
7. Visión, misión, valores y propuesta de valor	22
8. Estrategias aplicadas	23
9. Matriz Canvas	24
Capítulo IV. Análisis financiero	25
1. Ingresos	25
2. Costo de ventas	25
3. Análisis de la inversión (Capex).....	26
4. Financiamiento a largo plazo	27
5. Finanzas operativas	30
5.1. Análisis de capital de trabajo (NOF y FM).....	31
5.2. Análisis Dupont.....	32
6. Análisis de dividendos	33
Capítulo V. Análisis de riesgos	34
1. Riesgos financieros	34
2. Riesgos no financieros	34
Capítulo VI. Valoración.....	37
1. Método de flujo de caja descontado	37
1.1. Estimación del costo medio ponderado de capital (CAPM) y WACC.....	37
1.2. Supuestos del flujo de caja	37
2. Método de múltiplos de empresas comparables	38
3. Comparación de precios mediante diversos métodos de valorización	39
Conclusiones y recomendaciones	41
Bibliografía	42
Notas biográficas.....	73

Índice de tablas

Tabla 1.	Operaciones de venta de acciones a Arca Continental	9
Tabla 2.	Matriz con Canvas para bebidas gaseosas	24
Tabla 3.	Detalle de bonos corporativos internacionales	28
Tabla 4.	Obligaciones financieras	28
Tabla 5.	Valor razonable de los derivados	29
Tabla 6.	Principales ratios financieros	30
Tabla 7.	Fondo de maniobra (FM) vs. necesidades operativas de fondos (NOF)	32
Tabla 8.	Matriz de riesgos	32
Tabla 9.	Detalle de pago de dividendos	33
Tabla 10.	Matriz de riesgos	36
Tabla 11.	Parámetros utilizados para el cómputo del CAPM y WACC	37
Tabla 12.	Supuestos del flujo de caja	37
Tabla 13.	Valor patrimonial	38
Tabla 14.	Valorización por empresas comparables	39
Tabla 15.	Comparación de precios mediante diversos métodos de valorización	39

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Ciclo de vida por segmento.....	3
Gráfico 2.	Distribución de plantas a nivel nacional.....	4
Gráfico 3.	Cadena de valor	6
Gráfico 4.	Proceso de producción	7
Gráfico 5.	Proceso de distribución con CDA	8
Gráfico 6.	Evolución de la cotización de la acción de inversión “CORLINI”.....	10
Gráfico 7.	Consumo anual per cápita de agua embotellada de algunos países (litros/habitante)	13
Gráfico 8.	PBI y variaciones porcentuales del PBI	14
Gráfico 9.	Precio promedio mensual azúcar blanco primera posición - Londres Contrato N° 5 – US\$/t	15
Gráfico 10.	Población por grupo de edades (2005 – 2017)	16
Gráfico 11.	Diamante de Porter	19
Gráfico 12.	Mix de producción de gaseosas y aguas.....	20
Gráfico 13.	Análisis FODA de la empresa.....	21
Gráfico 14.	Matriz Boston Consulting Group	22
Gráfico 15.	Volumen de ventas de cajas unitarias, ingresos y costo de ventas.....	25
Gráfico 16.	Composición del costo de venta.....	26
Gráfico 17.	Composición del rubro activo fijo neto.....	26
Gráfico 18.	Precio de acción	40

Índice de anexos

Anexo 1.	Productos por línea de negocios.....	46
Anexo 2.	Línea de tiempo de Corporación Lindley	47
Anexo 3.	Mix de volumen de ventas	48
Anexo 4.	Composición del Directorio	48
Anexo 5.	Organigrama y puestos claves.....	49
Anexo 6.	Empresas comparables a Lindley	49
Anexo 7.	Detalle del precio de la acción de inversión de Lindley	51
Anexo 8.	Matriz BCG	52
Anexo 9.	Estructura de ventas por tipo de producto	52
Anexo 10.	Ventas por volumen y precio por unidad de caja	53
Anexo 11.	Discusión sobre la aplicación de una prima de control	53
Anexo 12.	Discusión sobre la utilización del CAPM	54
Anexo 13.	Discusión sobre la tasa de crecimiento a perpetuidad	55
Anexo 14.	Análisis de sensibilidad del precio del azúcar	56
Anexo 15.	Análisis de sensibilidad de valor de la acción	56
Anexo 16.	Discusión sobre la proyección de las ventas	57
Anexo 17.	Estados financieros históricos y proyectados	60
Anexo 18.	Análisis de consistencia	65
Anexo 19.	Costo medio ponderado de capital (CAPM) y WACC.....	65
Anexo 20.	Estructura accionaria 2017.....	66
Anexo 21.	Análisis de Posición del tipo de cambio.....	67
Anexo 22.	Análisis de la industria de Porter.....	69
Anexo 23.	Discusión sobre deuda proyectada y <i>pricing</i>	69

Capítulo I. Introducción

En el año 2000, el ranking de las mejores marcas globales posicionaba a Coca-Cola en el primer puesto. Al cierre de 2018 ocupa el quinto puesto en respuesta a las tendencias de consumo saludable, que rechazan el consumo de productos con altos niveles azúcar, y a las presiones ambientalistas que condenan el uso excesivo de plástico que contamina el medio ambiente.

Esta coyuntura motivó la valorización de Corporación Lindley, que es la principal embotelladora de bebidas no alcohólicas en Perú. Posee la marca representativa del sabor peruano, la bebida gaseosa Inca Kola y es, además, la principal embotelladora de Coca-Cola. Desde el año 2015 forma parte del grupo económico Arca Continental S.A.B. de C.V, embotellador de The Coca-Cola Company que desarrolla sus operaciones en México, Ecuador, Argentina y Estados Unidos. La adquisición por parte de Arca Continental ha permitido que Corporación Lindley pueda mejorar en los últimos años su perfil de riesgo, encontrándose en A-, según la última calificación dada por Fitch Rating en el 2017.

Corporación Lindley mantiene el liderazgo del mercado con una participación de valor promedio del 58,1 % de la industria y en bebidas gaseosas de 74,0 % al cierre del año 2017. En el 2017, las ventas en volumen de Corporación Lindley tuvieron un descenso de 0,6 % después de 3 años de crecimiento continuo, generado por el fenómeno El Niño Costero que se vivió en Perú, especialmente en la costa, e impactó en la producción de bebidas no alcohólicas por el desabastecimiento de agua, requisito indispensable para su elaboración.

Por otro lado, las nuevas tendencias de consumo saludable han generado una disminución progresiva del consumo de las bebidas altamente azucaradas impactando negativamente en el crecimiento de Corporación Lindley, dado que el 75 % del portafolio de producción está compuesto por bebidas azucaradas. En respuesta, Corporación Lindley se ha enfocado, en los últimos años, en la expansión de su portafolio de productos sin azúcar o bajas calorías, dada la exigencia del mercado, y a reforzar su estrategia comercial. Es por ello que desde el año 2009 se aplicó un plan de reconfiguración logística y expansión de la capacidad productiva que contempló inversiones en infraestructura y maquinaria, con la finalidad de aumentar su capacidad de producción, optimizar sus procesos productivos internos y a su vez, lograr una más eficiente administración de costos y gastos. Alineado a sus objetivos de desarrollo de mercado, ha venido realizando inversiones en envases, equipos especialmente de frío y material publicitario en puntos de ventas que tienen como finalidad mejorar el nivel del servicio de sus clientes.

Capítulo II. Descripción del negocio

1. Descripción de la empresa

Corporación Lindley S.A., en adelante la “compañía”, se constituye en noviembre de 1928 bajo el nombre de José R. Lindley e Hijos S.A. (ver anexo 1). La actividad principal de la empresa es la elaboración, embotellamiento, distribución, venta y comercialización de bebidas no alcohólicas (ver anexo 2), jugos de fruta, bebidas gasificadas y no gasificadas (jarabeadas o no jarabeadas) y pulpa, utilizando ciertas marcas de propiedad de empresas relacionadas, tales como Corporación Inca Kola Perú S.R.L., Schweppes Holdings Limited y The Coca-Cola Company, con los cuales tiene contratos de embotellador que se renuevan a su vencimiento.

2. Grupo económico

Desde el año 2015, la compañía forma parte de AC Bebidas S. de R.L. de C.V., subsidiaria de la empresa mexicana Arca Continental, S.A.B. de C.V., segunda embotelladora de Coca-Cola más grande de América Latina, y se dedica a la producción, comercialización, distribución y venta de bebidas de marcas de propiedad The Coca-Cola Company en los territorios de México, Argentina, Ecuador y Estados Unidos.

La compañía tiene las siguientes subsidiarias:

- Embotelladora La Selva S.A. (Ellsa), dedicada a la producción y comercialización de bebidas no alcohólicas de las marcas propiedad The Coca-Cola Company en la zona de la selva y en la que tiene una participación en el capital social de 100 %.
- Empresa Comercializadora de Bebidas S.A.C. (Ecobesa), dedicada a la comercialización, distribución e importación de alimentos, concentrados y bebidas alcohólicas y no alcohólicas en el territorio nacional. Cuenta con una participación del 100 % del capital social.

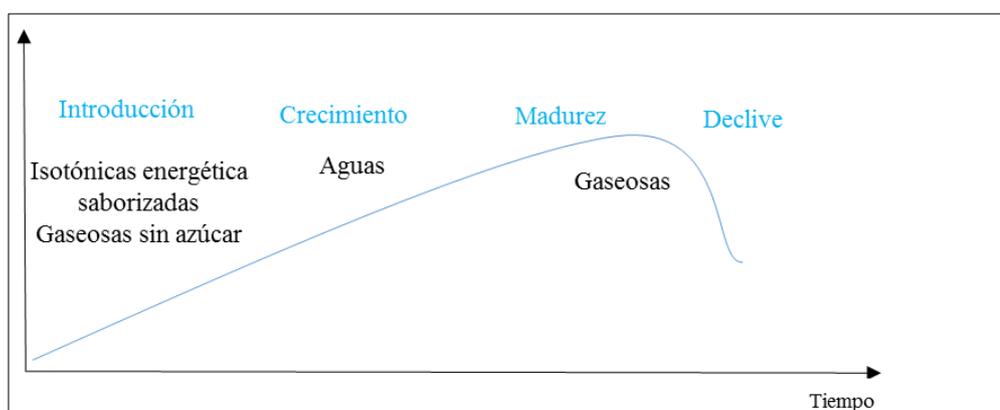
3. Cartera de productos

La compañía cuenta con dos grandes carteras: las bebidas carbonatadas y no carbonatadas. Las carbonatadas esta conformadas por las gaseosas de marcas propias como: Inka Cola y las marcas de propiedad de The Coca-Cola Company como: Coca-Cola, Fanta, Sprite, Crush, Schweppes. Se incluye las bebidas gaseosas sin azúcar o *light*.

Las bebidas no carbonatadas las conforman el agua San Luis, jugos de fruta, bebidas isotónicas como Powerade y energéticas como Burn.

El ciclo de vida de las gaseosas se encuentra en la etapa de declive, evidenciada por la ralentización de las ventas y su menor consumo. El ciclo de las aguas se encuentra en crecimiento, evidenciado por el incremento de las ventas y su producción. Los demás productos se encuentran en etapa de introducción y se vienen desarrollando otras opciones de bebidas bajas en calorías o sin ellas.

Gráfico 1. Ciclo de vida por segmento



Fuente: Elaboración propia 2018

La composición de la cartera de productos de la compañía para el 2017 es similar durante los años 2015 y 2016. Las gaseosas son el producto que más vende, con un 71,2 % del total de sus ventas; siguen las aguas, con 21,6 %; los jugos y néctares, con 3,9 %; aguas saborizadas, con 1,8 %; e isotónicos, 1,4 % (ver anexo 3).

4. Capacidad instalada

La compañía ha modernizado y ampliado su capacidad productiva para poder afrontar la demanda de los productos que ofrece en los distintos mercados. Actualmente, la demanda es atendida gracias al agresivo plan de expansión de la capacidad productiva, el cual se inició en el 2009, y se espera que concluya en los siguientes años. Al cierre del año 2017, la compañía cuenta con 8 plantas de producción con capacidad para producir 4.080 millones de litros al año y cuyo uso fue

de 1.686 millones de litros en ese mismo año. Dichas plantas están ubicadas en los principales departamentos del Perú y en Lima.

- Planta de Zárate: Está especializada en la producción de agua y otras bebidas no carbonatadas, con cobertura a la sierra y selva central. Tiene una capacidad de 35 millones de litros por mes.
- Planta de Trujillo: Abastece toda la región norte del país. Tiene una capacidad de 67 millones de litros al mes y fue inaugurada en el año 2012.
- Planta de Callao: Es la de mayor volumen de operaciones, principalmente de productos en vidrio retornable, abastece a la región central del país y tiene una capacidad de 48 millones de litros por mes.
- Planta de Huacho: Está dedicada al procesamiento y producción de pulpa de fruta para exportación.
- Planta de Arequipa: Produce envases y tapas. Tiene una capacidad de 19 millones de litros por mes.
- Planta de Cusco: Produce y embotella en bidones, en botellas de plástico y de vidrio. Tiene una capacidad de 6 millones de litros por mes.
- Planta de Iquitos: Pertenece a Embotelladora La Selva y tiene una capacidad de 6 millones de litros por mes.
- Planta Pucusana: Capacidad instalada de 160 millones de litros por mes, así como un almacén de productos terminados de 30 mil m².

Gráfico 2. Distribución de plantas a nivel nacional



Fuente: Corporación Lindley. Elaboración propia 2018

5. Principales insumos y proveedores

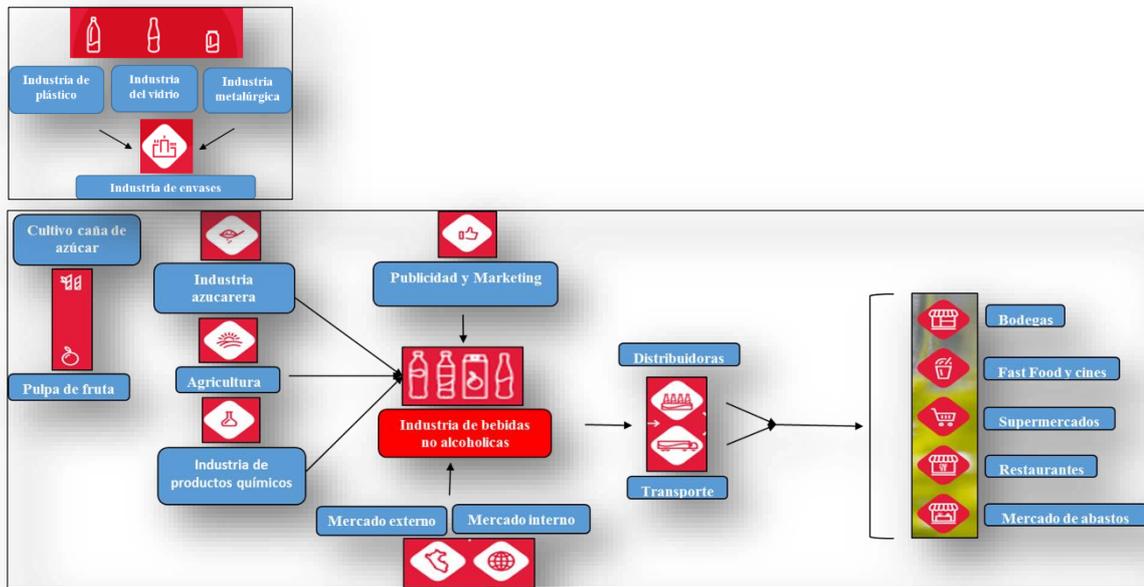
Entre los principales insumos que se utiliza en el proceso productivo, se encuentran el azúcar, los concentrados y jarabes, el gas carbónico, los envases de plástico, de vidrio, de hojalata y láminas, las chapas y los colorantes. Durante el periodo 2017, las bases y concentrados de bebidas se importaron desde Chile a través de su relacionada Coca Cola Chile S.A. por aproximadamente US\$ 74 millones para la elaboración de bebidas de marcas de propiedad de The Coca-Cola Company y representan aproximadamente el 40 % de sus costos variables de producción, el precio está asociado a un porcentaje del precio de venta final del producto. La importación de azúcares químicamente puros representa el 22 % de los costos variables; las resinas PET (petróleo), el 20 %; y los productos químicos varios (ácido cítrico, ácido fosfórico, benzoato de sodio, cloruro de magnesio, entre otros), el 18 %. Los principales países de importación son Chile, Italia, México y Colombia.

6. Cadena de valor

La industria de bebidas no alcohólicas tiene impacto directo e indirecto en la economía del país, que, vinculando distintos sectores productivos, contribuye a la generación de puestos de trabajo e impuestos para el Estado peruano, generando oportunidades de crecimiento.

La compañía cuenta con dos grandes cadenas de valor. La primera corresponde al proceso de producción y la segunda al proceso de distribución.

Gráfico 3. Cadena de valor



Fuente: Elaboración propia 2018

6.1. Proceso de producción

El proceso productivo varía según los diversos productos que se elaboran. A continuación, se describe el proceso productivo de la fabricación de las bebidas gaseosas, principal producto de la compañía:

- a) Proceso de abastecimiento: recaudar los insumos necesarios para la preparación de productos
- b) Proceso de almacenamiento de insumos: en esta etapa se almacena los insumos para su posterior preparación
- c) Proceso de preparación: mezclar cuidadosamente los insumos para obtener el producto
 - Tratamiento de agua: el tratamiento consiste en varios pasos de filtración y desinfección con los que se asegura su inocuidad (libre de microorganismos), removiendo además sabores extraños y contaminantes químicos.
 - Elaboración de jarabe simple: el agua tratada es mezclada con edulcorantes nutritivos como el azúcar, en medidas exactas, formando el jarabe simple que es filtrado a baja presión, eliminando así cualquier impureza.
 - Elaboración de jarabe terminado: al jarabe simple se le agrega el concentrado, que es proporcionado por The Coca-Cola Company. Este contiene ingredientes puros y esencias que otorgan sabor, color y olor a los productos.

- Elaboración de bebida terminada: el agua tratada y el jarabe terminado, se dosifican en proporciones dadas en un depósito que los mezcla. La bebida sin gas (Agua-Jarabe), es impulsada por una bomba al carbonatador. De allí por el efecto de la presión a la que es sometida la bebida terminada, sale a través de una cañería en dirección a la llenadora.
- d) Proceso de envasado: se vierte el preparado en las botellas, ya sea de plástico o de vidrio
- Llenado y tapado: el envase es presurizado a la misma presión de la llenadora, que se encuentra bajo presión de gas carbónico. Una vez que alcanza el equilibrio de presiones entre la llenadora y el interior de los envases, la bebida es transferida por gravedad al envase hasta alcanzar el nivel de lleno adecuado. A la salida de la llenadora, la botella es capsulada o coronada con una tapa hermética que asegura la conservación de sus características organolépticas.
 - Inspección de posllenado: las botellas llenas y perfectamente tapadas son inspeccionadas en pantallas iluminadas, verificando que el nivel de llenado este dentro de la especificación.
 - Codificado: el envase es codificado en forma automática con la fecha de elaboración, línea de Producción, hora e identificación de la planta.
- e) Almacenamiento: en esta etapa se encajona y paletiza, luego de que las botellas han sido inspeccionadas se las coloca en sus en cajas para ordenarlas manualmente sobre *pallets*.
- f) Transporte y distribución: los *pallets* son cargados por grúas en los camiones de distribución para ser entregados a los centros operativos, desde donde se realiza la distribución a los clientes, quienes son los encargados de vender el producto a los consumidores.

Gráfico 4. Proceso de producción



Fuente: Elaboración propia 2018

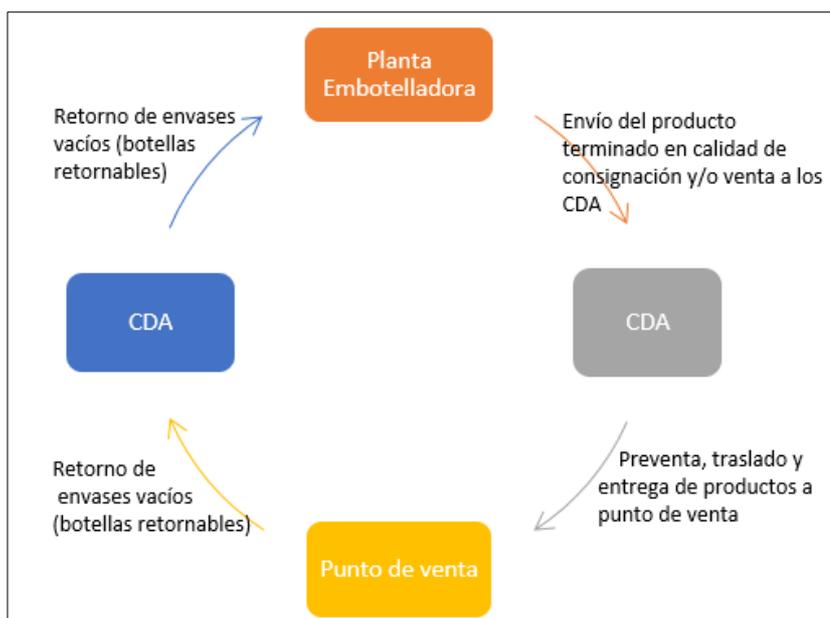
6.2. Proceso de distribución

Para llegar a los clientes se utiliza dos tipos de canales: el tradicional, por donde coloca el 70 % de sus ventas y el canal moderno con el 30 %.

En el canal tradicional se encuentran las bodegas y los mercados, cuya negociación se realiza entre el Centro de Distribución Autorizado (CDA) y el dueño de la bodega. Aquí se cuenta con una red a nivel nacional de 92 CDA y 15 operadores logísticos (OL) a cargo de microempresarios, quienes se encargan de vender y comercializar sus productos, haciéndose responsables de contar con los recursos necesarios y de cumplir con las leyes correspondientes. Cada microempresario tiene una determinada zona geográfica, garantizándole la distribución exclusiva en dicha área. Solo en Lima Metropolitana, la compañía cuenta con 12 centros de distribución mediante este sistema. La empresa mantiene bajos niveles de inventarios minimizando sus costos de mantenimiento, ya que estos son trasladados al microempresario.

En el canal moderno se encuentran los supermercados y cuentas especiales, entre los que destaca NGR del Grupo Intercorp (Bembos, Popeyes, Papa John's, Chinawok, Dunkin Donuts y Don Belisario). En este canal, la negociación es estratégica y directamente con la compañía, que no solo busca ventas sino también tener presencia en el mercado, a través de estrategias de marketing que beneficien a ambas partes.

Gráfico 5. Proceso de distribución con CDA



Fuente:Memorias anuales de Arca Continental Lindley 2017, 2016, 2015, 2014, 2013. Elaboración propia 2018

7. Capital social

El capital social de la compañía está compuesto por 580.981.459 acciones comunes a un valor nominal de S/ 1,00 cada una y 71 522.816 acciones de inversión inscritas en la Bolsa de Valores de Lima (ver anexo 11). Al cierre del año 2017, el principal accionista de la compañía es Arca Continental, S.A.B. de C.V., que posee el 60 % de las acciones comunes y el 22 % de las acciones de inversión. Se realizaron las siguientes operaciones para el cambio del accionariado:

- En setiembre de 2015, la compañía vendió el 47,52 % de sus acciones comunes a Arca Continental por un monto de US\$ 760 millones y US\$ 150 millones adicionales por un acuerdo de no competencia. Paralelamente, la familia Lindley adquirió 64,5 millones de acciones ordinarias de Arca Continental por un monto de US\$ 400 millones que representan el 3,8 % de su capital social.
- En enero del 2016, Arca Continental volvió a comprar otro paquete de acciones, esta vez por 38,4 millones acciones comunes (6,6 % de capital social) a US\$ 1,57 cada acción. Ese mismo mes, Arca Continental compró a la familia Arredondo Lindley 1,2 millones de acciones de inversión (1,78 % de capital social) a US\$ 0,89.
- En marzo del 2016, Arca Continental adquirió 14,5 millones de acciones de inversión (como resultado de la colocación en rueda de bolsa de una “Orden de Compra Abierta” por dichas acciones adquiridas a US\$ 0,89.

Tabla 1. Operaciones de venta de acciones a Arca Continental

(En miles de soles)	A setiembre 2015		A enero 2016		A marzo 2016	
	Accs. Comunes	Accs. de Inversión	Accs. Comunes	Accs. de Inversión	Accs. Comunes	Accs. de Inversión
Nro. Acciones	580.981	71.965	580.981	71.965	580.981	71.965
Cantidad de acciones vendidas	308.847	-	38.441	1.286	-	14.516
% acciones vendidas	53,16 %	-	6,61 %	1,67 %	-	20 %
Valor pagado por AC en USD	758.700	-	60.352	1.145	-	41.599
Valor de unit S/	7,92	(*)2,56	S/ 5,45	S/ 3,09	-	(**)S/ 3,09
Valor patrimonial	4.598.477	184.232	3.165.129	222.251	3.165.129	222.251
Participación acumulada de AC	53,20 %	-	59,80 %	1,70 %	59,80 %	21,80 %

Fuente: Elaboración propia 2018

(*) Cotización en la BVL del día 30 de setiembre 2015

(**) Este precio es equivalente a 0,89 dólares por acción al tipo de cambio promedio publicado por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP de Perú el 24 de febrero de 2016, precio autorizado a ofrecer por la Asamblea General Ordinaria de Accionistas celebrada por Arca Continental el 29 de diciembre de 2015.

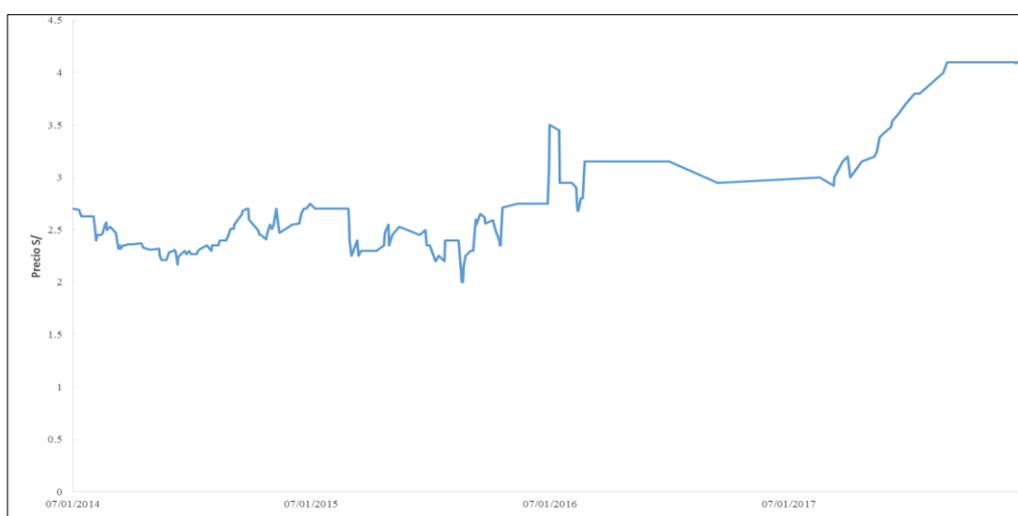
8. Descripción de la acción

Corporación Lindley cotiza en la Bolsa de Valores de Lima a través de su acción de inversión CORLINI1. Al cierre de 2017, la compañía tenía inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores 69.452.575 acciones de inversión (antes denominadas acciones de trabajo) (Corporación Lindley 2018) a un precio promedio de S/ 4,10 (ver anexo 7). Estas acciones tienen preferencia en el pago de dividendos y no tienen acceso al Directorio ni a las Juntas Generales de Accionistas.

8.1. Evolución de la cotización

En el siguiente gráfico se muestra la evolución del precio de la acción de inversión CORLINI1 de julio 2014 a diciembre 2017. Se puede apreciar una variación significativa en febrero del 2015, principalmente porque en ese mes no se tuvo cotización. Cabe señalar, que de acuerdo a la Bolsa de valores de Lima, esta acción está clasificada como no líquida al cierre del 2017.

Gráfico 6. Evolución de la cotización de la acción de inversión “CORLINI1”



Fuente: Bolsa de Valores de Lima. Elaboración propia 2018

Los incrementos del precio de la acción de inversión de la compañía son, en su mayoría, en respuesta a las operaciones de compra de acciones por parte de Arca Continental y a las expectativas de mayores rendimientos en la compañía. Ver detalle de precios de acción de inversión del 2017 en el anexo 7.

9. Gobiernos corporativo

Toda empresa que está listada en la Bolsa de Valores de Lima debe contar con prácticas de gobierno corporativo, ya que adopta las disposiciones, lineamientos y requerimientos establecidos por sus autoridades con el fin de tener sanas prácticas que fortalecerán el crecimiento de la empresa a través de una buena administración (ver anexo 5). Actualmente, la estructura de gobierno corporativo contempla un directorio integrado por personas independientes y dependientes a la empresa (ver anexo 4). En el último cuestionario de Buen Gobierno Corporativo realizado en 2017, la compañía indicó que tiene un cumplimiento del 81,82 % y 18,18 % que no cumple.

Tras la venta de acciones de la compañía en el 2015, el buen gobierno corporativo de la compañía fue cuestionado por el pago adicional de US\$ 150 millones a la familia Lindley por el compromiso de que no se involucre en otro negocio que compita con Arca, un detalle que no fue comunicado como hecho de importancia ante la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) peruana, pero que sí fue comunicado ante el regulador mexicano por parte de la embotelladora. Es decir, Arca pagó aproximadamente US\$ 2,95 por acción común si se toma en cuenta los US\$ 150 millones adicionales por la cláusula de no competencia. A pesar de la legalidad de la transacción, la misma fue cuestionada por los accionistas minoritarios por dos motivos: la falta de transparencia en el hecho de importancia presentado ante la SMV, y la diferencia de precios del 230 % entre lo que Arca Continental pagó por el paquete de acciones de la familia Lindley y lo que ofreció por las accionistas de inversión (US\$ 0,89 por acción de inversión).

10. Responsabilidad social empresarial

La compañía emite un reporte llamado Camino a la Sustentabilidad, en el que muestra su desempeño empresarial en los aspectos económicos, sociales y ambientales. A continuación, se detallan las iniciativas que más destacan en los últimos años:

- **Iniciativas sociales**
 - “Ponchila”, un proyecto que entrega en las comunidades altoandinas mochilas con un poncho incorporado, fabricadas con botellas recicladas.
 - “Escuela de Desarrollo de Negocios”, cuyo objetivo es capacitar a los bodegueros peruanos que son parte de la red de distribución del Sistema Coca-Cola.

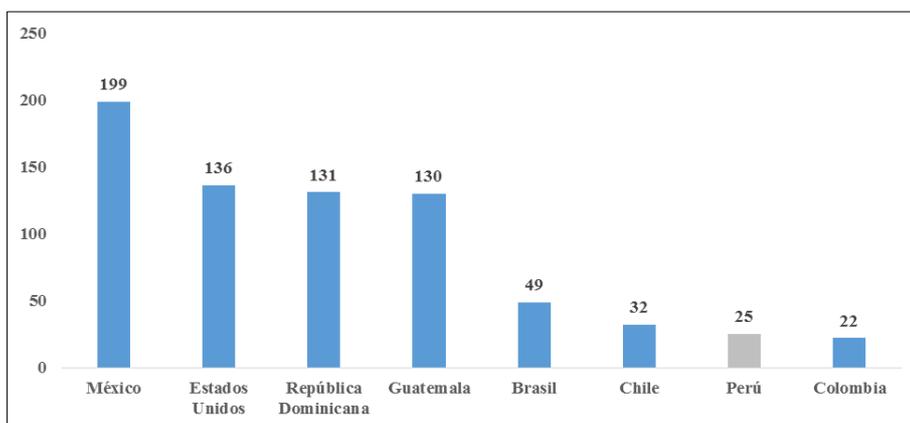
- Programa “Destapando mi Emprendimiento”, el cual busca promover el espíritu emprendedor de las mujeres de Pucusana.
 - Por medio del mecanismo “Obra por impuesto”, Arca Continental Lindley ejecutó dos proyectos con asociación con la empresa de cementos Yura S.A. y con la Municipalidad de Tiabaya en la región de Arequipa.
- Iniciativas ambientales
 - Proyecto “Oxapampa”, que se ejecuta en Reserva de Biósfera de Oxapampa y permite mitigar la deforestación mediante la conservación, recuperación y manejo del agua en la zona central del Perú. En la última década, se ha logrado disminuir la cantidad de agua por bebida producida en más de 33 %.
 - El 2017, Arca Continental Lindley adquirió el 100 % de los Equipos con Gas R-290 (Propano) Ecológico libre de CFC. Durante el año instalaron 18.841 refrigeradores que cuentan con tecnología especializada libre de gases CFC. De esta manera se logra ahorrar, en promedio, 26 % de energía.
 - Reemplazo de luminarias por LED en todas sus instalaciones. En este sentido, la planta de Pucusana recibió la certificación LEED (Liderazgo en Energía y Diseño Medioambiental) por sus elevados niveles de eficiencia en el uso de recursos naturales y por el cuidado de la salud humana.
 - Desde octubre de 2017 se ha incorporado un 25 % de resina reciclada en el portafolio de empaques de plástico no retornables.

Capítulo III. Análisis del macroambiente, la industria y posicionamiento competitivo de la empresa

El sector de las bebidas en América Latina continúa en crecimiento e innovación, siendo el agua embotellada la que ha tenido un crecimiento notorio y obteniendo cuota de mercado de un 60 % en esta región, por lo que destaca como el producto más relevante al cierre de 2017. La demanda de agua viene principalmente de países como México, Argentina, Perú y Chile. Brasil, junto con México, supone uno de los mercados que muestra mayor crecimiento que se evidencia en un incremento en las cifras de ventas (Club de Análisis Estratégico de Riesgos – MAXIMIXE 2018).

En el 2017, en Perú el consumo per cápita de agua embotellada ascendió a 25 litros/habitante; estando rezagado en comparación con otros países de la región como México, donde se consume 199 litros por personas. En Estados Unidos, la venta de agua embotellada ha superado a la de gaseosas en el 2016 y el consumo per cápita en el 2017 es de 136 litros/habitante. La falta de potabilidad en el agua de muchas regiones de América Latina supone que muchos de estos mercados son fundamentales para las grandes marcas y también para las marcas locales.

Gráfico 7. Consumo anual per cápita de agua embotellada de algunos países (litros/habitante)



Fuente: Club de Análisis Estratégico de Riesgos - MAXIMIXE – Febrero 2018

1. Análisis de la industria con Pestel (político, económico, social, tecnológico, ecológico, legal)

Los factores externos que pueden representar algún impacto directa o indirectamente en la compañía se analizan a continuación:

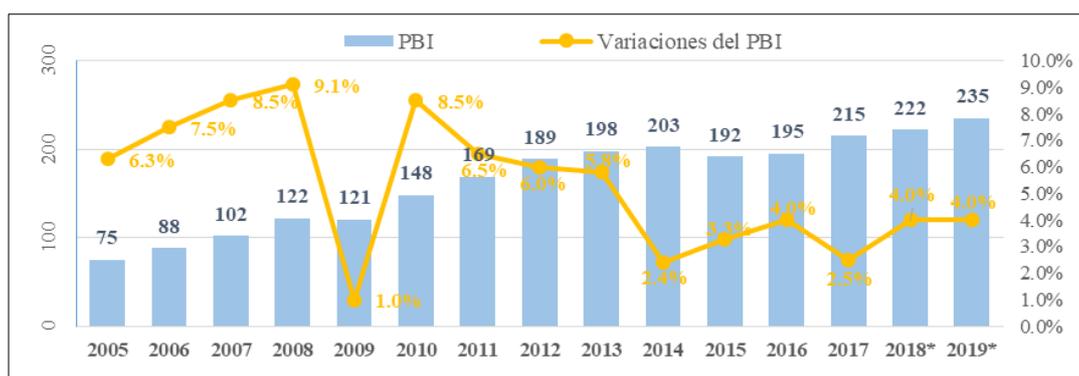
- Factores políticos

La inestabilidad política que afronta el país se ve reflejada en diversos acontecimientos políticos que han provocado la fractura del estado peruano. La renuncia del presidente Pedro Pablo Kuczynski tras verse involucrado en casos de corrupción y la ascensión al mando de Martín Vizcarra llevaron a que la oposición, liderada por el partido Fuerza Popular, hiciera notar su mayoría parlamentaria, muchas veces cuestionada por la población, que ve cada día que la corrupción en todos los poderes del Estado se incrementa.

- Factores económicos

El PBI del Perú ha venido creciendo de una forma sostenible desde el 2014 y se proyecta que siga esta tendencia en el año 2018. La proyección de crecimiento de la economía peruana se mantendrá en 4 % para el año 2018 y 2019 4,6 % (Banco Central de Reserva del Perú [BCRP] s.f.). Julio Velarde, presidente del BCRP, indicó que la actividad económica estará impulsada, en gran parte, gracias PBI primario, el cual está conformado por la minería metálica, la pesca y el agropecuario, los cuales crecieron 4,7 %, 4,2 % y 2,6 %, respectivamente, en el año 2017.

Gráfico 8. PBI y variaciones porcentuales del PBI



Fuente BCRP. Elaboración propia 2018 *Estimado

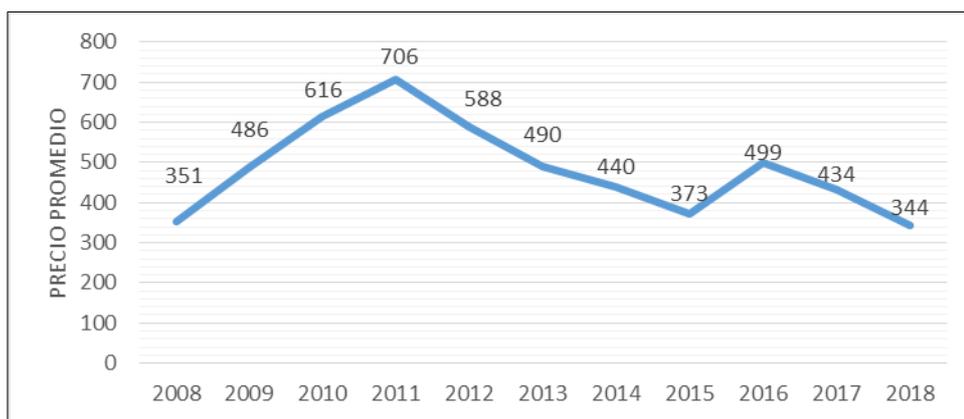
El Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) informó que en el año 2017, el ingreso real promedio per cápita mensual descendió a 962 soles, lo que representó una disminución del 1,5 % respecto al año 2016; es la primera variación negativa de los últimos 10 años, originada, principalmente, por los efectos del fenómeno El Niño que impactó en la zona norte y centro del

país. Se espera que esta desmejora se revierta en el año 2018 y crezca en los próximos años. De la misma manera, el consumo privado ha presentado una desaceleración que ha afectado las ventas de varias empresas del sector, entre ellas Corporación Lindley S.A. Es así que la demanda de ciertos productos de consumo masivo ha experimentado una reducción, entre ellos las gaseosas.

La inflación acumuló una variación anual de 1,36 % en el 2017, siendo la más baja en los últimos 8 años y se debió a una disminución de los precios de los alimentos y energía en 1,48 %.

Por otro lado, el precio del azúcar, principal insumo, en los últimos 10 años muestra una tendencia a la baja presentando fuertes pérdidas ante la presión de un inesperado incremento en la producción de exportadores como India, Tailandia y la Unión Europea. El pronóstico de superávit para el periodo 2017-2018 era de 8 millones de toneladas; sin embargo, estaría alcanzando los 10.8 millones. Los futuros de azúcar blanca se ubicaron en US\$ 434 al término del 2017 y se estima US\$ 330 al término del 2018 (Reuters 2018). En cuanto al precio del petróleo, se encuentra en máximos de 3 años. Las perspectivas son mixtas, dependiendo de los actuales riesgos geopolíticos y en contraparte, crecimiento de los yacimientos de petróleo esquisto en Estados Unidos.

Gráfico 9. Precio promedio mensual azúcar blanco primera posición - Londres Contrato N° 5 – US\$/t

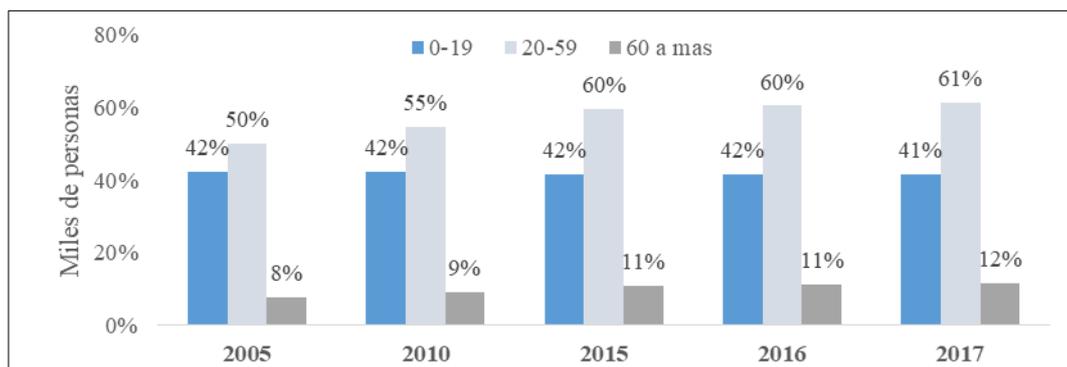


Fuente BCRP. Elaboración propia 2018

- Factores sociales

El INEI destaca que el Perú es un país formado, en su mayoría, por población joven. Al cierre de 2017 se cuenta con 31 millones de personas y al 2018, se estima que habrá 32,1 millones de los cuales la población adulta (de 21 a 59 años) representa el 61 %, teniendo un progresivo incremento (Ipsos 2018).

Gráfico 10. Población por grupo de edades (2005 – 2017)



Fuente: Elaboración propia 2018

En los últimos años se ha visto un cambio en el consumidor, siguiendo una tendencia hacia bebidas más saludables, resultado de la conectividad constante y la desconfianza generalizada a la industria alimentaria. Se estima que en el futuro cada vez más consumidores buscarán ingredientes, productos y combinaciones de alimentos y bebidas que brinden beneficios nutricionales, físicos o emocionales que mejoren sus prioridades de autocuidado.

Por otro lado, las enfermedades relacionadas a la alimentación no sana están aumentando, es así, que se espera un incremento en el consumo de bebidas naturales y agua embotellada, y una disminución en el consumo de bebidas altamente azucaradas.

- Factores tecnológicos

A partir de la década de 1990, en el mundo se empezó a utilizar tecnología para el embotellado de bebidas no alcohólicas con el polietilentereftalato (PET), lo cual permitió eliminar la barrera de ingreso a este negocio que estaba dominado por botellas de vidrio como principal envase. Actualmente, los envases utilizados para el embotellado de bebidas no alcohólicas se han ampliado y, a través del desarrollo de nuevas tecnologías, se ha creado otros tipos de plástico como el polietileno de alta densidad usado para algunos productos de jugo.

Por otro lado, el uso de la tecnología de la información está presente en todas sus áreas, como el uso del comercio electrónico, las telecomunicaciones y el uso de sistemas empresariales ERP. Estos permiten una mayor eficiencia, mejorar la calidad de las decisiones por oportunidad y acceso a información. En este sentido, la compañía ha realizado fuertes inversiones de capital en modernizar su proceso de producción y distribución de última tecnología en aras de hacer más eficientes sus recursos y reducir costos.

- Factores ecológicos

Esta industria es uno de los principales causantes de la acumulación de productos de plástico en el medio ambiente, lo que produce efectos adversos sobre el hábitat de la vida silvestre y de las personas. En los últimos años se ha generado un incremento en las tendencias de cuidado ambiental, por lo que una gran cantidad de compañías se orientan a este tipo de prácticas, a las que se le suman la minimización del peso de las tapas y aumento en la resina reciclada, permitiendo ahorrar energía, reducir las emisiones de CO₂ y recuperar las botellas.

Por otro lado, el cambio climático está marcando niveles de temperatura cada vez más extremos y mantendrá sus efectos durante los próximos años, en los que aumentará la sensación de calor y, por ende, la necesidad de bebidas hidratantes, lo que beneficiará a la industria de bebidas.

- Factores legales

El 2018, el Estado peruano decidió elevar el Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) a cinco industrias, entre ellas la de combustibles y bebidas azucaradas a fin de desincentivar o reducir su consumo por los efectos adversos que generan. El presidente de la Asociación de la Industria de Bebidas y Refrescos Sin Alcohol (Abresa), César Luza, señaló que el alza del ISC a las bebidas azucaradas afecta, en primer término, la cadena de valor de la industria y en ella, a las más de 300 mil bodegas, cuyo ingreso proveniente de la venta de bebidas no alcohólicas y de cerveza les representa el 60 %. La nueva tasa del ISC es 25 % por las bebidas azucaradas que poseen 6 gramos o un mayor contenido de azúcar por cada 100 mililitros de bebida. Por otro lado, en mayo del 2018, el Congreso de la República aprobó la Ley N°30021 Ley de Alimentación Saludable, de manera que las futuras advertencias que se incluyan en el etiquetado de los alimentos y bebidas procesadas ya no sean vía los sellos (octógonos) rojos, sino a través del denominado “semáforo nutricional” de tres colores, según el nivel que cada alimento tenga en grasas, grasas saturadas, azúcar y sal, donde también se consignará la frase “Evitar su consumo excesivo”.

El impacto que tendrá esta ley en los productos de la compañía, principalmente en las gaseosas, que representan más del 70 % de sus ventas, será significativo, ya que al poder identificar rápidamente en el producto los ingredientes más perjudiciales para la salud, es probable que opten por dejar de comprar gaseosas o prefieran una opción más saludable.

2. Análisis de Porter de la industria

De acuerdo con el análisis realizado de la industria, se determinó los siguientes riesgos para la industria (Anexo 22):

- Amenaza de entrada a la industria: Medio

La industria se caracteriza por tener media amenaza de entrada de nuevos competidores por lo siguiente:

- Se necesita alta inversión, ya que se debe invertir en plantas de producción que incluye inversión en terreno, infraestructura, insumos, mano de obra, capacitación, tecnología, entre otros.
- La industria es altamente competitiva, liderada por marcas posicionadas con historia y calidad (Inka Kola y Coca Cola) que dificultan la entrada de nuevos competidores (Arca Continental Lindley 2017).
- La industria de las aguas embotelladas es altamente competitiva y las barreras de entrada no son altas, lo que representa una amenaza, pues cada vez hay más competidores en esta categoría.
- Se requiere tener una cadena de distribución, es decir, un nuevo competidor debería contar con una capacidad alta de distribución y contar con una red de distribución.
- Situación tributaria: Aumento de impuestos a insumos de la producción.

- Poder de negociación de los proveedores: Bajo

En esta industria, el poder de negociación de los proveedores de uno de los principales insumos como el azúcar es bajo, ya que los precios dependen de su cotización en el mercado mundial. Por ende, la industria está expuesta al riesgo de precio del azúcar.

- Poder de negociación de los compradores: Medio

El mercado de bebidas gaseosas es un sector muy competitivo y de consumo masivo; el comprador tiene una gran influencia a la hora de decidir por una marca y, por lo general, el factor precio influye significativamente en la decisión de compra.

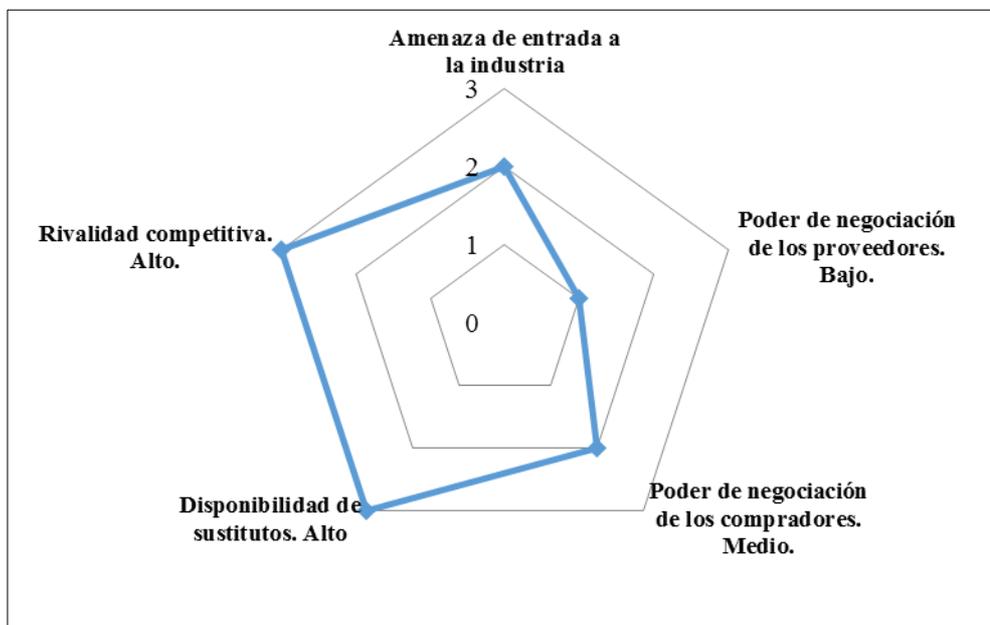
- Disponibilidad de sustitutos: Alto

En la industria de sector bebidas gaseosas, los productos son muy diversificados y se encuentran diversos sustitutos como el agua, las bebidas energéticas, bebidas naturales, tés, jugos.

- Rivalidad competitiva: Alto

Existe competencia intensa en esta industria. Entre los principales competidores en la industria se encuentran Corporación Lindley, Ajeper, Backus, Gloria y Ambey, en sectores específicos. Estos competidores buscan crecer ampliando la demanda de bebidas no alcohólicas y evitan competir directamente con las bebidas líder, Inca Kola y Coca-Cola, dado su alto posicionamiento. Al ingreso de Ajeper, el mercado de bebidas gaseosas comenzó a presentar márgenes de menor rentabilidad debido a su estrategia de bajos precios.

Gráfico 11. Diamante de Porter

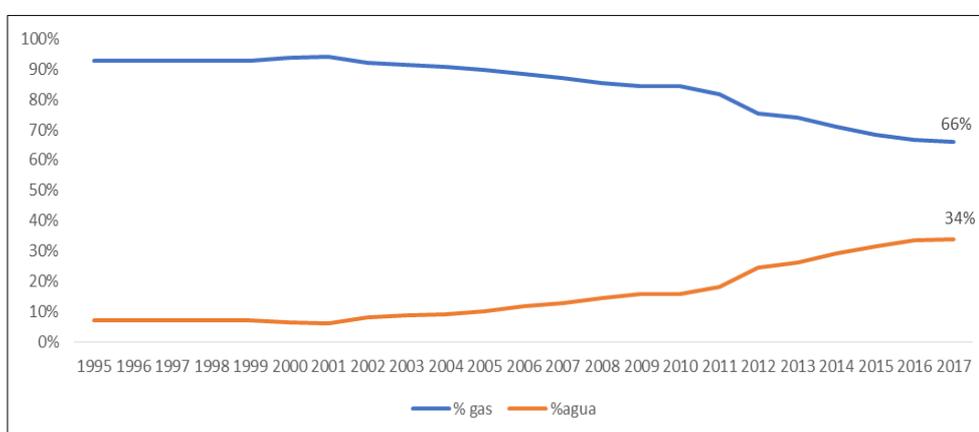


Fuente: Memoria Anual de la Compañía 2017, elaboración propia 2018

3. Desempeño del sector en el mercado peruano

La industria de agua embotellada crece a tasas superiores al promedio de los otros productos del mercado de bebidas no alcohólicas, impulsada por la mayor preferencia de las familias por consumir productos que favorezcan a su salud. Tanto es así, que al cierre de 2017, la producción de bebidas no alcohólicas a nivel nacional se compuso en un 66 % de gaseosas, 34 % de aguas y hace 10 años, la producción de gaseosas era 85 % y las aguas era solo 13 %, evidentemente, en respuesta a las necesidades del mercado.

Gráfico 12. Mix de litros producidos de gaseosas y aguas



Fuente: Ministerio de Producción 2017. Elaboración propia 2018

Por esto, se espera que el mercado de aguas siga ganando importancia, en la medida en que continúe la atención hacia el consumo saludable y entre en vigencia la Ley de Alimentación Saludable, la cual obliga a colocar una etiqueta en los productos procesados que excedan los parámetros de sodio, azúcar, grasas saturadas y grasas trans.

4. Análisis de la competencia de bebidas no alcohólicas

Existe un alto grado de rivalidad entre los 13 competidores existentes en Perú que mantienen 45 marcas en el mercado peruano. Entre ellas, 5 marcas destacan con el 60 % de participación de mercado y pertenecen a Corporación Lindley, seguida por Ajeper, que ostenta un 15 %.

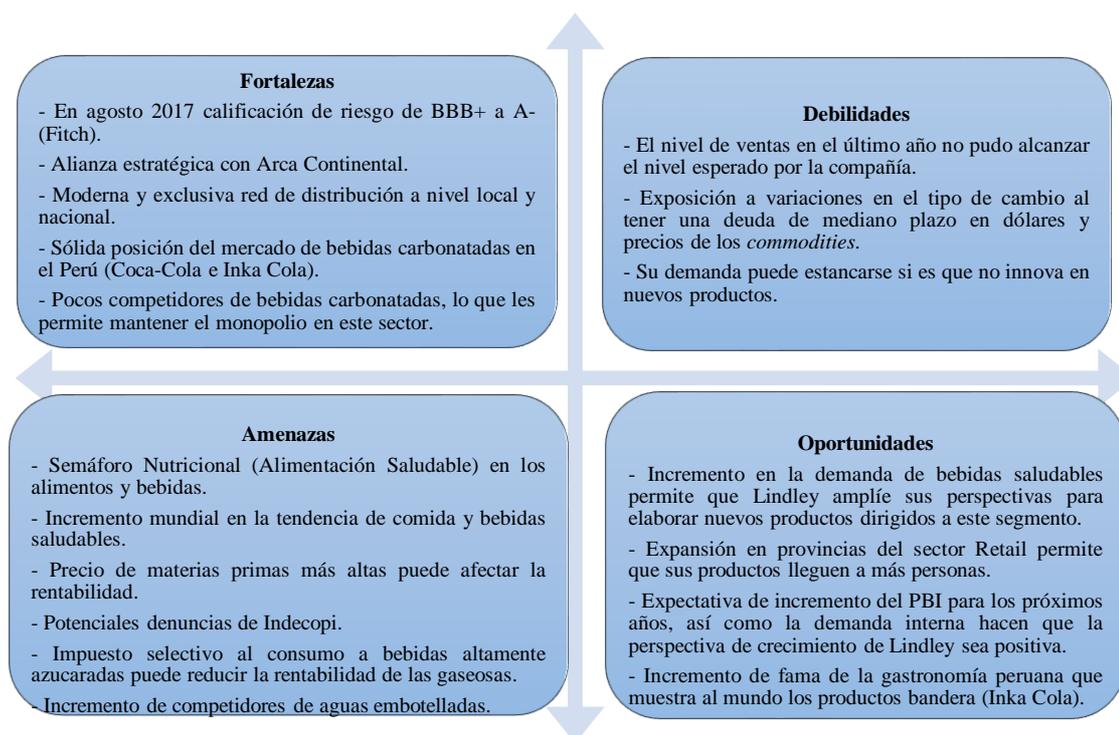
La líder en el mercado es la marca internacional Coca-Cola (Euromonitor, 2017), con un 27 % de cuota de valor de venta. Le sigue Inca Kola, que representa el 24 %, seguida de Kola Real, con 10 %, y de Pepsi, con 7 %. En total, en valor, estas cuatro marcas tienen casi el 70 % del mercado.

Luego de estas marcas se puede mencionar a Sprite, Fanta, 7Up, entre otras, y las firmas locales como Perú Cola y Guaraná Backus, con una cuota de valor de un poco más de 1 %.

Con respecto al mercado de aguas, la líder del mercado es San Luis, con una participación de 37 %, seguida por San Mateo de Corporación Backus, con 16 %.

5. Análisis FODA de la empresa

Gráfico 13. Análisis FODA de la empresa

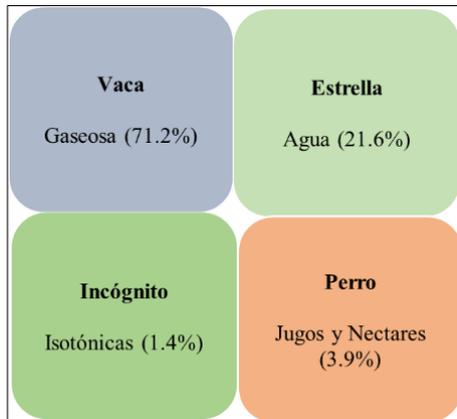


Fuente: Elaboración propia 2018

6. Matriz de Boston Consulting Group (BCG) de la empresa

El objetivo de esta matriz es analizar los productos de una empresa usando la participación y crecimiento de las ventas de dichos productos para tomar una mejor decisión con respecto a una estrategia sobre el producto (ver anexo 8).

Gráfico 14. Matriz Boston Consulting Group



Fuente: Elaboración propia 2018

A la categoría “Gaseosas” se le considera como producto “Vaca”, debido a que tiene una participación alta y un crecimiento bajo; en la categoría “Aguas” se tiene una alta participación y un crecimiento alto considerándolo como un producto “Estrella”; en la categoría “Perro” se tiene a las bebidas “Isotónicas” debido a que no hay crecimiento y la participación de mercado es baja; por último, se tiene la categoría “Jugos y Néctares” clasificada como “Incógnita” porque va creciendo pero con poca participación de mercado.

7. Visión, misión, valores y propuesta de valor

La misión de la compañía es “Operar con excelencia para ser la opción preferida de clientes y consumidores, logrando un crecimiento rentable y sostenible, y generando valor a nuestros públicos de interés”.

Su visión consiste en “Ser la empresa peruana de clase mundial líder en bebidas no alcohólicas” mediante el talento comprometido, infraestructura moderna, productividad, óptimo servicio al mercado y sustentabilidad.

Los valores (principios básicos) que tiene la compañía y que replica a todos sus empleados contemplan la integridad, el servicio, el compromiso y el respeto.

La propuesta de valor de la compañía es ofrecer a sus consumidores productos que no solo representen historia y calidad, sino que satisfagan las nuevas tendencias de alimentación

saludable, continuar acompañando a la gastronomía peruana generando eficiencias en recursos y llegando a más peruanos.

8. Estrategias aplicadas

Corporación Lindley cuenta con estrategias enfocadas en varios sectores de la compañía. Estas estrategias son congruentes con el desarrollo sostenible, donde los aspectos económicos, ambientales y sociales se unen para generar así un valor a todos los grupos de interés; entre las principales estrategias aplicadas en los últimos se encuentran las siguientes:

- **Estrategia logística:** En el 2017 se implementó el primer Mega Centro de Distribución Este de Lima para soportar el crecimiento productivo y mejorar el nivel de servicio a los clientes. Asimismo, se incorporó tecnología de punta en la gestión de sus almacenes y en la distribución y transporte de la mercadería, la incorporación de esta tecnología optimizará sus operaciones y además dará seguridad a sus trabajadores como también ayudará a proteger el medio ambiente.
- **Estrategia comercial:** Por medio del canal tradicional se desarrolló el programa “Siglo XXI” y 10 mil clientes en el programa “Bodegas elegidas”, por medio del canal moderno se hicieron las renovaciones de contratos con principales grupos corporativos, como NGR del grupo Intercorp. Por otro lado, en relación al desarrollo del canal moderno se incorporó formatos multipaquetes en supermercados, se busca colocar los productos cerca de alimentos de alta penetración como fideos y arroz. También se encuentra en proceso de profesionalización de las bodegas para aumentar sus ventas. Luego de la fusión con Arca Continental se implementó el modelo de gestión comercial Arca Continental Total Execution (ATC), el cual parte desde la segmentación de clientes e identifica su potencial de crecimiento.
- **Estrategia Operativa:** En este aspecto, la compañía está enfocada en mejorar eficiencias mediante la reconfiguración de plantas de producción (en el año 2017 se consolidó parte de las operaciones en la planta de Pucusana desde donde cubrirán el 55 % de la producción total) y reforzar el sistema logístico (en el año 2017 se inauguró el Mega Centro de Distribución Este - Huachipa y se espera para finales de este año aperturar el Centro de Distribución en Villa El Salvador).

9. Matriz Canvas

Tabla 2. Matriz con Canvas para bebidas gaseosas

Socios claves	Actividades clave	Generación de valor	Vínculo con el cliente	Segmento de clientes
<ul style="list-style-type: none"> - Arca Continental: Principal accionista de Corp. Lindley con un 61,26 %. - Coca Cola Chile que le provee el concentrado para los productos carbonatados. - The Coca Cola Company: Empresa transnacional que le dio la exclusividad de distribuir su marca principal (Coca Cola). - Distribuidores: Microempresarios dueños de CDA (Centros de Distribución Autorizada) que se responsabilizan de vender y distribuir a las bodegas de determinada área geográfica exclusiva. 	<ul style="list-style-type: none"> - Administración de cadena de distribución: El grupo tiene una cobertura de ventas en todo el mercado nacional, el cual emplea la distribución mayorista y minorista. - Cadena de producción, altas eficiencias logradas en las líneas de producción para generar un producto de calidad y refrescante 	<p>La industria de bebidas no alcohólicas tiene impacto directo e indirecto en diversos sectores de la economía del país, contribuye a la generación de puestos de trabajo e impuestos para el Estado peruano. Este sector tiene influencia en diferentes actividades vinculando distintos sectores productivos y generando oportunidades de crecimiento</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Asegurarle que los insumos y los productos tengan la mejor calidad posible para garantizar su salud a sus clientes. - Retroalimentación de comentarios u opiniones por parte de los clientes para así mejorar los productos ofrecidos al mercado. - Con el objetivo de tener una relación duradera y fiel, se reciben la mayor cantidad de solicitudes y reclamos. 	<p>El grupo Lindley atiende a los segmentos de los Niveles Socioeconómico A, B, C, D y E. Se enfoca con fuerza en las bodegas (canal tradicional) y en el canal moderno se renuevan contratos con clientes de grupos corporativos como Intercorp.</p>
	<p>Recursos clave</p> <ul style="list-style-type: none"> - Insumos principales para los productos carbonatados, el concentrado, azúcar y envases. - Cadena de distribución. Medios de transporte a nivel nacional. - Personal especializado 	<p>La Compañía cuenta con 2 grandes cadenas de valor, la primera corresponde al proceso de producción y la segunda al proceso de distribución.</p>	<p>Canales de distribución</p> <ul style="list-style-type: none"> - Bodegas - Supermercados - Distribuidores mayoristas - Mercados de abastos - Fast Foods - Cines - Distribución minorista. 	
Estructura de costos		Flujos de ingresos		
<p>Para disminuir los costos, se hacen negociaciones con los proveedores estratégicos y se invierte en el mejoramiento en los procesos para lograr eficiencia. Con respecto a los insumos, se tiene que el principal es el azúcar para lo cual se utiliza instrumentos derivados en el mercado internacional para cubrirse del riesgo de volatilidad del precio y abastecimiento.</p>		<p>Ventas por cajas a las bodegas y contratos con grandes grupos corporativos.</p> <p>Sobre la exposición al riesgo cambiario generado por su deuda en bonos corporativos en dólares, cuentas por pagar a sus empresas relacionadas del exterior por la compra de concentrados y bases de bebidas, la Compañía se cubre con instrumentos derivados como SWAPS de monedas y Opciones Call Spread</p>		

Fuente: Elaboración propia 2018

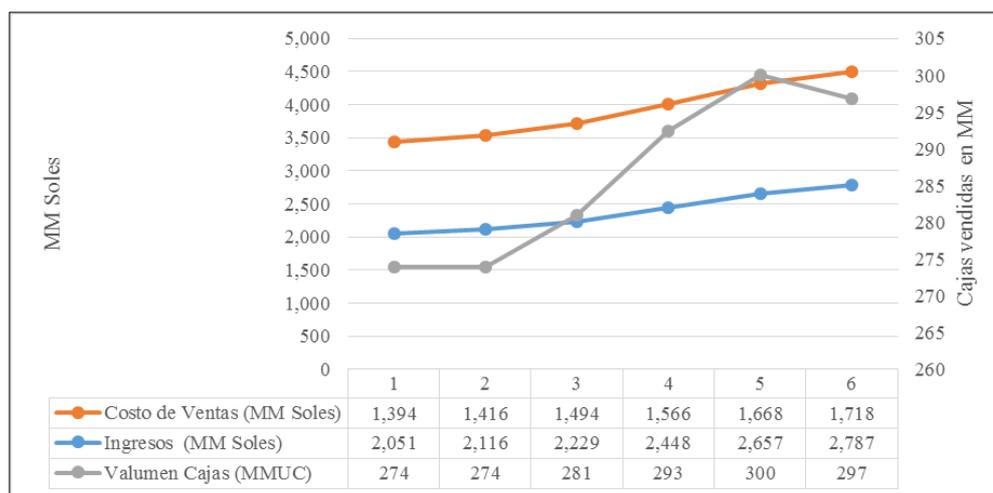
Capítulo IV. Análisis financiero

Sobre la base de los estados financieros auditados a partir de los años 2012 al 2017 (ver anexo 17), se realizó el siguiente análisis:

1. Ingresos

En el año 2017, el crecimiento de ingresos por ventas fue de 5 %, tasa menor si la comparamos con las ventas del año 2016 (9 %) debido a la desaceleración del consumo interno y por la presencia del fenómeno El Niño (ver anexo 9) que dificultó la obtención de agua para la producción. Como se puede ver en el siguiente gráfico, el volumen de cajas vendidas descendió (ver anexo 10). El 71 % de las ventas corresponde a las gaseosas; el 23 %, a las aguas embotelladas; y el resto, a bebidas isotónicas y jugos de fruta.

Gráfico 15. Volumen de ventas de cajas unitarias, ingresos y costo de ventas



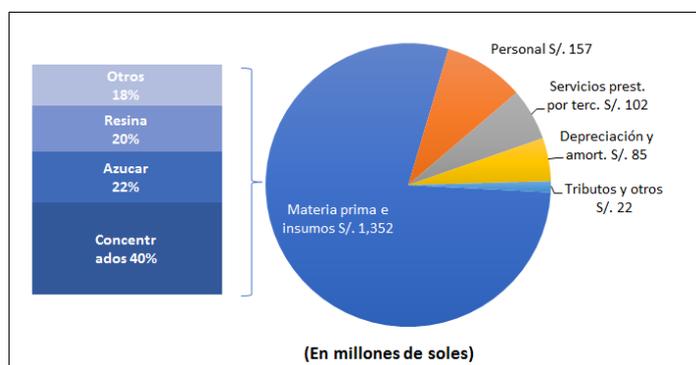
Fuente: Arca Continental Lindley 2017, 2016, 2015, 2014, 2013 y 2012. Elaboración propia, 2018

2. Costo de ventas

El margen bruto alcanzó el 38 % creciendo en 3 % con resto al año anterior, debido a que el costo de ventas se redujo ligeramente por un menor costo del azúcar y por eficiencias en los costos de producción basados en la diversificación del portafolio de productos (bebidas no alcohólicas sin azúcar y una mayor tendencia por el consumo de agua embotellada). La estructura de costos variables se compone en un 40 % por concentrados de bebidas; 22 % por el azúcar, 20 % en

resinas PET y 8 % por otros conceptos. Los costos fijos, que representan aproximadamente el 21 % del costo de venta total, se componen principalmente por mano de obra.

Gráfico 16. Composición del costo de venta

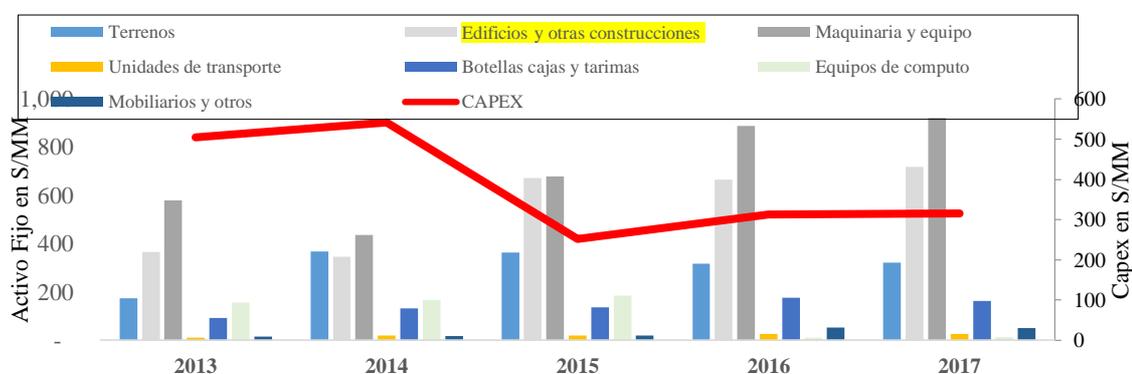


Fuente: Estados financieros auditados de la compañía 2017

3. Análisis de la inversión (Capex)

Como parte del agresivo plan de reconfiguración y expansión de la capacidad productiva iniciado a partir del año 2009, se realizaron muchas inversiones. La primera inversión fue en la planta de Trujillo, donde el proceso de producción pasó a estar completamente robotizado. Se continuó con la modernización y ampliación de la planta de Pucusana en el 2015, con una inversión de US\$ 200 millones, actualmente operativa y cuenta con seis líneas de producción de gaseosas, aguas, aguas saborizadas, bebidas hidratantes y bebidas energizantes.

Gráfico 17. Composición del rubro activo fijo neto



Fuente: Estados financieros auditados de Arca Continental Lindley 2017, 2016, 2015, 2014, 2013. Elaboración propia 2018

Durante el año 2016 se continuó con las inversiones en infraestructura con la construcción del mega almacén de Huachipa y Villa El Salvador, así como la remodelación de oficinas de la explanta de Rímac, entre otros. Dicho incremento se vio compensado con la venta de trece inmuebles no estratégicos y de los pisos 9 y 12 de sus oficinas administrativas en La Molina, en línea con sus planes establecidos. Del total de inmuebles vendidos, 6 (incluyendo las oficinas de La Molina) se encontraban registrados en el rubro propiedad, planta y equipo y los otros como propiedades de inversión. En el año 2017 se continuó con las inversiones en infraestructura como, por ejemplo, la ampliación la planta de Arequipa; y, en lo que respecta al rubro “Maquinarias y equipos; se adquirió equipos de frío, y maquinarias para las nuevas líneas de producción de las nuevas plantas y centros de almacenaje. Cabe señalar que se viene capitalizando intereses por S/ 1,34 millones y S/ 5,1 millones en 2016 y 2017 relacionados a préstamos locales obtenidos para financiar los proyectos mencionados.

Asimismo, está en proceso de finalizar sus inversiones en la red de distribución, por lo que se espera un menor gasto de capital gradual en los próximos años, para el 2018 se espera invertir aproximadamente S/ 265 millones y para el 2019 S/ 200 millones, principalmente para apoyar actividades de mantenimiento, equipos para bebidas frías, logística e inversiones en empaques de productos retornables.

4. Financiamiento a largo plazo

En el año 2011, la compañía logró el financiamiento de su plan de inversiones a través de la emisión y colocación de bonos internacionales por US\$ 320 millones con una tasa cupón de 6,75 % a 10 años (Fitch Ratings calificó a los bonos como BBB- y Standard & Poor’s Financial Services LLC le dio la calificación de crédito corporativo de BB+/Estable/-- y a los bonos de BB+).

En abril de 2013, se llevó a cabo una nueva la emisión de bonos corporativos estructurada por los bancos JPMorgan y CitiBank, por la suma de US\$ 260 millones con una tasa cupón de 4,625 % a 10 años *soft bullet*.

En diciembre del 2016, la compañía realizó una nueva emisión de bonos corporativos, esta vez en el mercado local, por un monto de S/ 150 millones a una tasa anual de 7,5 % y con vencimiento en diciembre 2026, estos bonos no presentan garantías y están sujetos a obligaciones financieras

(*covenants*) y no financieras los cuales cumple al cierre de 2017. Los recursos obtenidos se destinaron a la reestructuración de los pasivos.

Tabla 3. Detalle de bonos corporativos internacionales

(en miles)	Cupón	Importe original US\$	Saldo a diciembre 2017 en US\$	Valor de mercado a diciembre 2017 en S/
Bonos corporativos 11/2021	6,750 %	320	249	808
Bonos corporativos 11/2023	4,625 %	260	130	420
Total		580	379	1.229

Fuente: Memoria anual de la compañía 2017

Los fondos obtenidos de estas dos emisiones internacionales fueron utilizados para ejercer la opción de rescate de las emisiones locales de bonos corporativos, cancelar préstamos bancarios y financiar inversiones, principalmente en la planta Trujillo por US\$ 140 millones (año 2012-2013) y planta Pucusana por US\$ 200 millones. Con el propósito de reducir el apalancamiento y el nivel de riesgos de moneda se realizó un prepago parcial de los bonos hasta por US\$ 200 millones en el año 2016, financiada con la venta de inmuebles a la familia Lindley por US\$ 95 millones, deuda de corto plazo por US\$ 50 millones y un exceso de liquidez por US\$ 55 millones. En diciembre de ese mismo año, se tomó un préstamo sin garantías de largo plazo por un importe de S/ 100 millones con una tasa anual de 5,98 % que tiene vencimiento en diciembre del 2023. Al igual que el bono local este préstamo se usó para reestructurar los pasivos de la compañía.

Adicionalmente, mantiene financiamientos de *leasings* por US\$ 3,9 millones destinados a líneas de embotellamiento, vehículos, montacargas y equipos de frío. Al cierre del año 2017, la compañía tiene los siguientes préstamos y obligaciones:

Tabla 4. Obligaciones financieras

Deuda a largo plazo en miles de soles	31/12/2017	Valor razonable
Bonos corporativos internacionales	1.229.055	1.380.453
Bonos corporativos locales	150.000	172.548
Préstamo bancario local	100.000	100.000
Arrendamientos financieros	12.866	12.866
Financiamiento de prima " <i>Call Spread</i> "	11.728	11.728
Total deuda financiera a LP	1.503.649	1.677.595

Fuente: Memoria anual de la compañía 2017

El financiamiento para el pago de prima por adquisición de contrato Call Spread fue contratado con Citibank en mayo de 2017 y con vencimiento el 23 de mayo de 2021 con el fin de cubrir la compra de US\$ 50 millones para pago de la amortización de bonos corporativos fijando el tipo de cambio en 3.273 soles por dólar y representa un valor razonable positivo de S/ 6,2 millones al cierre de 2017. También mantiene otros derivados como: Cross Currency Swaps por US\$ 230 millones cuyos vencimientos calzan con los pagos de amortización de los bonos corporativos que vencen en el año 2021 y 2023, cuyo valor razonable es positivo S/ 60 millones para el Swap que cubre al bono del 2021 con un tipo de cambio pactado que fluctúa entre S/ 2.550 y S/ 2.596 y negativo S/ 115 millones para el Swap que cubre al bono de 2023 cuyo tipo de cambio pactado fue de S/ 3.502.

Cabe señalar que también se mantiene derivados que cubren el riesgo de precio del azúcar. Estos son contratos swaps de azúcar pactados *over-the-counter* (OTC) con entidades financieras de primer nivel y tienen como subyacente futuros de azúcar. La principal diferencia con los contratos futuros de azúcar, es que no requieren margen diario para cubrir variaciones del valor de mercado de las posiciones. Esto les ha permitido hacer un uso eficiente de la liquidez durante la vida de los contratos, en que los precios de mercado afectan adversamente el valor de dichas posiciones. Al cierre de 2017, la compañía mantiene una posición pasiva neta de S/ 238 millones por 97.450 toneladas métricas de azúcar. Se tiene la siguiente posición por instrumentos derivados:

Tabla 5. Valor razonable de los derivados

Valor razonable de derivados	Monto cubierto (miles)	Valor razonable (miles)
Deudor		
Swap de azúcar		491
Call Spread	50.000	6.278
Cross Currency Swaps	100.000	60.045
Acreedor		
Swap de azúcar		775
Cross Currency Swaps (negociación)	4.659	139
Cross Currency Swaps	130.000	115.239

Fuente: Estados financieros auditados de la compañía 2017

Cabe señalar que el mayor o menor valor resultante de las valorizaciones mensuales de los instrumentos de cobertura son reconocidos en cuentas de patrimonio y al cierre de 2017 alcanza resultados no realizados negativos por S/ 61 millones.

5. Finanzas operativas

Del análisis de los indicadores de liquidez se desprende una mejora, en el año 2017 el ratio de liquidez fue de 0,75; 0,70 en el 2016 como resultado de la disminución del *factoring* a proveedores y al aumento de las cuentas por cobrar relacionadas y principalmente porque la gerencia estuvo aplicando distintas maneras para optimizar el capital de trabajo, además de tener como política de apalancamiento de 70 %.

Por el mismo periodo, el ratio de endeudamiento pasó de 0,76 a 0,72 del 2016 al 2017, debido a la disminución del pasivo por la recompra de US\$ 70 millones del bono 2021, y US\$ 130 millones del bono 2023 equivalente a S/ 655,4 millones de valor nominal. El impacto negativo de esta operación fue el pago de un incentivo por S/ 60,1 millones.

En los índices de gestión se evidencia que hay menor periodo medio de cobro en el año 2017 con respecto a los últimos 5 años, pasando de 32,1 a 14, y una menor rotación de inventario pasando de 71,8 a 46 días. Con respecto al periodo medio de pago pasó de 160 días en 2013 a 103 días en el 2017. Si bien la compañía mantiene déficit de capital de trabajo, no mantiene una presión de liquidez significativa, debido a su ágil ciclo de negocio (plazo holgado de proveedores) y a su generación anual, que a diciembre 2017 supera los US\$ 100 millones.

Tabla 6. Principales ratios financieros

	2013	2014	2015	2016	2017	Coca Cola Fensa 2017
Ratios de liquidez						
Liquidez corriente	1,29	0,93	1,02	0,70	0,76	1,00
Prueba ácida	0,95	0,65	0,71	0,37	0,46	0,80
Capital de trabajo (millones de soles)	239	(58)	19	(242)	(180)	10
Ratios de apalancamiento						
Apalancamiento financiero	0,80	0,81	0,83	0,76	0,72	0,51
Endeudamiento total	3,99	4,30	4,96	3,10	2,61	1,03
Ratios de gestión						
Periodo medio de cobro (PMC)	32	35	22	15	14	31
Periodo medio de pago	160	131	129	116	103	64
Periodo medio de inventario	72	60	61	57	46	37
Ratios de rentabilidad						
Margen neto	-3 %	0 %	-4 %	9 %	6 %	-6 %
Margen bruto	33 %	33 %	36 %	37 %	38 %	45 %
Margen operativo	7 %	8 %	9 %	20 %	13 %	13 %
ROE	-11 %	0 %	-15 %	31 %	18 %	-4 %
ROA	-2 %	0 %	-3 %	8 %	5 %	-8 %

Fuente: Arca Continental Lindley 2017, 2016, 2015, 2014 y 2013. Elaboración propia 2018

Al cierre del 2013, la compañía presentó margen neto y ratios de rentabilidad negativos por las pérdidas registradas ese año siendo el principal motivo la fuerte apreciación del dólar que le restó S/ 114,7 millones a las utilidades de la empresa, que había emitido bonos en dólares en el exterior por US\$ 260 millones ese mismo periodo, por lo que los resultados netos fueron negativo. En el año 2015, nuevamente, la apreciación del dólar generó la pérdida por diferencia en cambio por S/ 230 millones.

A partir del cierre del 2016, el margen neto mejoró siendo 9 % y 6 % al cierre del 2017. En este último año, el impacto del fenómeno El Niño y el incremento de los gastos de ventas y distribución en los canales modernos en respuesta a la mayor competitividad para lograr un mayor posicionamiento en el mercado, ocasionaron que haya una menor utilidad respecto al 2016.

Los ratios de rentabilidad también se vieron afectados por las pérdidas por diferencia en cambio registradas en el 2013 y 2015, pero de igual forma mejoraron a partir del 2016. En el 2017, el ROE fue de 18,2 %, menor al del año 2016, debido al aumento de los resultados acumulados y de las participaciones no controladoras.

Respecto a Coca-Cola Femsa (ver anexo 6), una de las empresas comparables de la compañía, presenta ratios de rentabilidad negativos, debido a la pérdida neta de S/ 1, 960 millones al cierre de 2017, principalmente por el impacto de la crisis en Venezuela, donde aún mantiene operaciones. Por otro lado, los ratios de gestión muestra un ciclo operativo más ajustado, los ratios de liquidez muestran una gestión eficiente de balance y el margen bruto de 45 % muy superior al 38 % evidencia una gestión activa del uso de los recursos, iniciativas de precio, combinadas estrategias de cobertura de monedas y materias primas. Eficiencias que la compañía espera lograr como resultado de las inversiones realizadas en los últimos cinco años.

5.1. Análisis de capital de trabajo (NOF y FM)

El financiamiento del ciclo de negocio está respaldado netamente por proveedores. Haciendo uso de la herramienta financiera del *factoring* electrónico, los proveedores pueden adelantar sus pagos, bajo el riesgo de la compañía, a una tasa de interés preferencial. Esto permite tener capacidad de negociación y suficiente liquidez para afrontar sus distintas obligaciones. Del análisis del fondo de maniobra se desprende que los pasivos corrientes superan al activo corriente, debido al aumento de las compras de materias primas y envases en el 2014, 2016 y 2017 son mayores, y adicionalmente, como ya se mencionó, al uso de *factoring* electrónico con los proveedores y otros

pasivos no financieros. Asimismo, los días de cobranza en los últimos años disminuyen en comparación del periodo de pago.

Tabla 7. Fondo de maniobra (FM) vs. necesidades operativas de fondos (NOF)

(en millones soles)	2013	2014	2015	2016	2017
FM	422	29	132	(184)	(193)
NOF	(187)	(201)	(405)	(376)	(311)
Ventas	2,116	2,229	2,448	2,657	2,787
CAPEX	504	541	252	313	315

Fuente: Estados Financieros Auditados Arca Continental Lindley 2017, 2016, 2015, 2014 y 2013. Elaboración propia, 2018

5.2. Análisis Dupont

Según el análisis realizado, el Dupont indica una rentabilidad del 18 % al cierre del año 2017, donde se puede observar que el rendimiento más importante viene del apalancamiento financiero y de la rotación de activo, lo que nos indica que la empresa recurrió en una importante medida a agentes externos para financiar inversiones de capital, ampliamente comentado en el análisis del Capex. Asimismo, el rendimiento del margen neto se redujo en el 2017 con respecto al periodo 2016 por el menor crecimiento de ventas.

Se observa que, en años anteriores, presentó un menor rendimiento sobre el patrimonio, principalmente porque los márgenes netos de utilidad fueron menores durante los años 2013, 2014 y 2015 resultado del fuerte incremento del tipo de cambio que impactó sobre la deuda de bonos corporativos en moneda extranjera aumentando el gasto financiero, ergo reduciendo la utilidad.

Tabla 8. Análisis Dupont de la Compañía

Método Original	2013	2014	2015	2016	2017
Margen Neto (Utilidad Neta/Ventas)	-3%	0%	-4%	9%	6%
Rotación de Activo (Ventas/Activo)	66%	66%	70%	83%	85%
Apalancamiento (Activo/Patrimonio)	4.99	5.30	5.96	4.10	3.61
Rentabilidad de patrimonio (ROE)	-11.3%	0.4%	-15.1%	31.0%	18.2%

Fuente: Elaboración propia, 2018

Por otro lado, en los años 2016 y 2017 mejoró la utilización eficiente de los activos y por cada sol de activo se ha generado S/ 0,85 de ventas en el 2017 y S/ 0,83 en 2016 (S/ 0,66 en el año 2013). Hay que notar, también, que el ratio de apalancamiento ha disminuido en los últimos 5

años y, de acuerdo con los informes de clasificación de la compañía, se espera que continúe reduciéndose, como resultado, disminuyan los gastos financieros, se incremente la utilidad y mejore el margen neto.

6. Análisis de dividendos

La política de dividendos contempla la repartición de dividendos por un mínimo del 15 % de las utilidades netas generadas en un ejercicio fiscal supeditado a las necesidades de inversión y financiamiento, previa aprobación de la junta general de accionistas. Este porcentaje puede ser mayor o menor según lo decida la junta. La repartición de dividendos solo se da cuando los resultados del ejercicio y los resultados acumulados son positivos.

Tabla 9. Detalle de pago de dividendos

En miles de soles	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Resultados acumulados	-4.164	41.547	52.889	-19.507	-16.708	-105.250	112.200
Resultados del ejercicio	45.711	75.296	-72.396	2.799	-88.542	241.469	165.571
Pago de dividendos	-	52.236	-	-	-	-	26.118
Payout Ratio		69 %					15,7 %

Fuente: Elaboración propia 2018

El 26 de marzo del 2013, los accionistas acordaron distribuir utilidades del periodo 2012 por S/ 52,2 millones, manteniéndose el saldo de las utilidades en la cuenta de resultados acumulados. Esto sumado a la fuerte apreciación del dólar en 2013 que generó resultados netos negativo en 2013, manteniéndose en 2014 y 2015.

El 19 de marzo de 2018, se acordó la distribución de dividendos por S/ 26,11 millones a S/ 0,04 dividendo por acción con aplicación a las utilidades generadas en el ejercicio fiscal 2017 que alcanzaron S/ 163,6 millones. El resto se distribuye para la reserva legal S/ 16,3 millones y el S/ 121,1 millones para resultados acumulados. De acuerdo con lo indicado por la gerencia, se espera que en los próximos años se distribuya modestos dividendos anualmente.

Capítulo V. Análisis de riesgos

1. Riesgos financieros

Los riesgos financieros que administra y gestiona la compañía son los siguientes:

R1. Precio de *commodities*: El precio de los insumos requeridos para la producción de las bebidas no alcohólicas podrían poner en riesgo la rentabilidad de la compañía si se incrementan. No obstante, este riesgo es mitigado por contratos de futuro del azúcar y *swaps* del azúcar para evitar pérdidas en el estado de resultado ante las volatilidades del precio de este insumo. El incremento en el precio de la resina PET, está mitigado con contratos de abastecimiento a largo plazo a nivel de grupo económico, lo cual le permite acceder a un mejor precio de este insumo.

R2. Riesgo cambiario: Este riesgo se genera a partir de las posiciones pasivas en moneda extranjera que mantiene la compañía y se encuentra gestionado a través de instrumentos financieros derivados, lo que permite manejar su exposición al tipo de cambio.

R3. Riesgo de crédito: La compañía desarrolla sus actividades en un mercado de consumo masivo y para llegar a los clientes finales utiliza distribuidores mayoristas y minoristas, lo cual genera un riesgo de crédito, para mitigar este riesgo la compañía establece políticas de crédito conservadoras y evalúa constantemente las condiciones del mercado en el que se desenvuelve.

R4. Riesgo de mercado: La actividad principal a la que se dedica la compañía está orientado a un mercado de consumo, pero no de consumo de productos de primera necesidad, por ello si hubiese impactos relevantes en la economía peruana estos conllevarán a reducir el consumo de los productos y, por lo tanto, el volumen de ventas e ingresos.

R5. Riesgos de garantía: La compañía garantiza obligaciones de sus clientes ante bancos locales, las garantías se convierten en obligaciones para la compañía en el caso en que los clientes no paguen sus obligaciones al banco.

2. Riesgos no financieros

Los riesgos no financieros que administra y gestiona la compañía son los siguientes:

R6. Riesgo de estrategia: La compañía debe evaluar constantemente la estrategia aplicada para la venta de su cartera de productos, ya que de ello depende que los niveles de ventas e ingresos no disminuyan y se vean afectados por factores que la compañía puede controlar (publicidad y marketing, relación con sus distribuidores, etc.).

R7. Riesgo de escasez de agua: La escasez de agua o la falta de mantenimiento de las licencias existentes para los derechos de agua podrían afectar negativamente el negocio, ya que de no contar con este no se podría producir.

R8. Riesgo de condiciones climáticas adversas: Las condiciones climáticas afectan directamente el consumo de todos los productos. Altas temperaturas y prolongados periodos de clima cálido aumentan el consumo de bebidas carbonatadas y aguas, mientras que el clima inusualmente frío es adverso y afecta el volumen de ventas de bebidas carbonatadas y aguas.

R9. Riesgo de conflicto de intereses con The Coca Cola Company: Se realiza gran cantidad de transacciones con afiliadas, especialmente de The Coca-Cola Company, que puede crear el potencial de conflictos de intereses y podría resultar en términos menos favorables para la compañía.

R10. Riesgos regulatorios: Variación en las tasas de los impuestos aplicables a las bebidas no alcohólicas (impuesto selectivo al consumo), leyes contra el uso del azúcar. Para mitigar este riesgo, la compañía busca diversificar su cartera de productos, orientando su producción a las nuevas necesidades de los clientes.

R11. Riesgos ambientales: Los riesgos ambientales, que se puedan originar por las actividades que realiza la compañía, son menores, para mitigar este riesgo se realizan importantes inversiones para la mejora de las plantas, con lo cual también le permite reducir el impacto en agua, suelo y aire. La compañía también está expuesta a riesgos ambientales externos, por ejemplo, fenómeno El Niño, inundaciones, huacos. Estos riesgos pueden afectar los ingresos e instalaciones.

R12. Riesgos logísticos: Riesgos derivados del proceso de distribución de sus productos y de la obtención de materias primas para la elaboración de las mismas. Para esto la compañía realiza un planeamiento de producción y determina la producción en función a la demanda estimada por la gerencia de planeamiento.

Tabla 10. Matriz de riesgos

Probabilidad	Constante			R1,R6	R10,R12	
	Moderado		R3	R8	R7,R2	
	Ocasional		R11	R5		
	Posible			R9	R6,R4	
	Improbable					
	Insignificante	Menor	Critica	Mayor	Catastrófico	
Impacto						

Fuente: Elaboración propia 2018

La compañía mantiene una adecuada gestión de los riesgos financieros y no financieros haciendo uso de herramientas y estrategias que le permiten asegurar su continuidad en el mercado.

Capítulo VI. Valoración

1. Método de flujo de caja descontado

Para estimar el valor de la compañía al 31 de diciembre de 2017 se utilizó la proyección a diez años del flujo de caja libre para la firma (FCFF) basados en la información financiera consolidada en soles (que incluye las empresas subsidiarias mencionadas en el capítulo I, que se dedican al mismo giro del negocio) desde el año 2013 al 2017 (Anexo 17). Se consideró un horizonte de proyección de diez años (2018- 2027) en línea con el principio de empresa en marcha y logre una estabilidad basada en sus inversiones realizadas en los últimos años.

1.1. Estimación del costo medio ponderado de capital (CAPM) y WACC

Se utilizó el modelo de Valorización del Precio de los Activos (ver anexo 12) y Costo Medio Ponderado de Capital (anexo 19). Los parámetros utilizados fueron:

Tabla 11. Parámetros utilizados para el cómputo del CAPM y WACC

Costo de capital		Costo promedio ponderado	
Tasa libre de riesgo	2,4 %	Costo de capital (ke)	8,2 %
Beta desapalancado	0,570	E/(E+D)	68,5 %
Beta apalancada	0,757	Costo de la deuda (kd)	4,3 %
Prima por riesgo	4,8 %	D/(E+D)	31,5 %
Riesgo país	1,4 %	WACC en US\$	6,6 %
Lambda	1,62	Inflación de largo plazo US	2,0 %
Costo de capital en \$ nominales	8,2 %	Inflación de largo plazo PE	2,5 %
		WACC en PEN	7,1 %

Fuente: Elaboración propia 2018

1.2. Supuestos del flujo de caja

Tabla 12. Supuestos del flujo de caja

Cuenta	Fundamento del supuesto
Ventas	La proyección de las ventas se realizó considerando que el crecimiento de las ventas depende de 2 líneas de negocios principales (gaseosa y agua embotellada) y las cuales, en los últimos cinco años, han tenido la participación promedio de 71 % y 21%, respectivamente (ver anexo 3). Además se considera que cada línea de negocios presenta un comportamiento de crecimiento diferenciado. Finalmente, la variación de las ventas será la sumatoria de las variaciones de cada tipo de producto. Para los precios de los productos se ha considerado el promedio de cada línea de negocio y aplicada la inflación esperada publicada por el BCRP. Estas proyecciones de las ventas de la Compañía se sustentan en la tendencia de la producción nacional de ambas líneas desde el año 1995 al 2017 (INEI), debido que la participación de producción de la compañía se manifiesta igual que el mercado (ver anexo 16).

Cuenta	Fundamento del supuesto
Costo de ventas	Para la proyección del costo de ventas se ha tomado el promedio histórico del periodo 2016-2017 de los rubros que componen el costo de venta con excepción de lo correspondiente al costo por depreciación y amortización. El detalle de la proyección de los estados financieros se encuentra en el anexo 16 y se realizó un análisis de sensibilidad del valor de la empresa ante fluctuaciones del precio del azúcar en anexo 14.
Gastos	Los gastos de ventas se estiman en 23 %, los gastos administrativos en 4 %, otros gastos 2 % y otros ingresos 3 % calculados según el promedio de los años 2016 y 2017.
Apalancamiento financiero	Se espera que el pago de las amortizaciones de capital de los bonos emitidos sea estable y con esto una reducción de la deuda hasta el año 2023. Asimismo, la compañía se refinanciará con nueva emisión de los bonos internacionales en U\$ 160 millones en 2020 (Anexo 23)
Activo Fijo	Los gastos de capital serán, principalmente, de mantenimiento, inversiones en equipos de bebidas frías, logísticos y empaques retornables: S/ 235 millones en el 2018 y 2019 (publicación de la compañía – Anexo 24), esperamos que mantenga estas cifras en los 10 años, excepto por el año 2025, para el cual consideramos un Capex de Innovación y desarrollo por US\$ 30 millones para la generación de nuevos productos de tendencia saludable, financiado con recursos propios.
Dividendos	La compañía mantiene una política de dividendos que consiste en distribuir dividendos de 15 % de los resultados anuales, sin embargo, estimamos que se incremente progresivamente hasta alcanzar el payout de la matriz 45%.
Capital de trabajo	Se tendrá una caja mínima por el equivalente de 5 días de venta. El plazo promedio de cobro será de 14 días, en tanto que los proveedores se espera pagarles en 110 días y mantener inventarios por 51 días.
“g”	Tomamos la tasa de crecimiento (ver anexo 13) que permite igualar el ratio EV/EBITDA del año terminal de la compañía con el de la empresa matriz, asumiendo que es a lo que quiere llegar. La EV/EBITDA de AC fue 10,75 al cierre de 2017; por lo tanto la tasa de crecimiento que la iguala es 2,57 %, cifra cercana a la perspectiva del PBI nominal de largo plazo 2,5 % (ver anexo 13).

Fuente: Elaboración propia 2018

Luego de realizar los cálculos se encontró que el valor de la empresa es S/6,195 y el valor patrimonial de S/ 4,692 millones, lo que representa una cotización de S/ 7,38 para acciones comunes y S/ 5,68 para acciones de inversión aplicando una prima de control de 30 %, ver la discusión de prima de control en anexo 11.

Tabla 13. Valor patrimonial

Datos		Cálculo de valor patrimonial	Cálculo del valor por acción		
Valor terminal	388	VP FCF	1,817	Acciones de inversión	71.522.816
WACC	7,1 %	VP valor terminal	4.379	Acciones de comunes	580.981.459
g	2,57 %	Valor de la empresa	6.195	Prima de control	30 %
Valor terminal	8.721	(+)Cash	87	Valor de acciones de inversión	5,68
		(-) Deuda MERCADO	1.590	Valor de acciones de comunes	7,38
		Valor patrimonial	4.692		

Fuente: Elaboración propia 2018

Se realizó una análisis de sensibilidad de los precios de los acciones comunes y de inversiones en el anexo 15.

2. Método de múltiplos de empresas comparables

Para realizar la valorización por el método de comparables se ha considerado a las empresas seleccionadas para estimar el beta. Se estima que dichas empresas no son comparables perfectos pues no existe una empresa con similar estructura económica, financiera, entre otras características importantes para la valorización. Estas empresas pertenecen al sector de bebidas no alcohólicas se encuentran en la región latinoamericana y que cotizan en bolsas de valores. Se consideró la mediana de los ratios EV/EBITDA, EV/Ventas y el P/E. Luego, se obtuvo el precio de la acción común y de inversión.

Tabla 14. Valorización por empresas comparables

Empresa (información al cierre de 2017)	EV / EBITDA	EV/ Ventas	P/E
Arca Continental SAB de CV	10,75	1,79	20,54
Organización Cultiba SAB CV	33,47	2,66	65,95
Coca - Cola FEMSA SAB-SER L	8,93	1,63	18,50
Embotelladora Andina- A Pref	9,44	1,64	17,84
Coca - Cola Embonor SA-A SHS	9,33	1,81	21,10
Ambev S.A	13,49	5,73	22,27
Mediana	10,1	1,8	20,8
Precio de la acción común en S/	6,18	5,11	5,28
Precio de la acción de Inversión en S/	4,65	3,84	3,98

Fuente: Blomberg www.bloomberg.com. Elaboración propia 2018

Se aplica la prima de control al valor de la acción común en cada indicador para determinar el valor de la acción de inversión (Anexo11)

3. Comparación de precios mediante diversos métodos de valorización

Se compara los resultados de los métodos aplicados y las cotizaciones de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) a diciembre del 2017, así como el valor contable y el valor de la última de compra de Arca Continental realizada en setiembre de 2018¹.

Tabla 15. Comparación de precios mediante diversos métodos de valorización

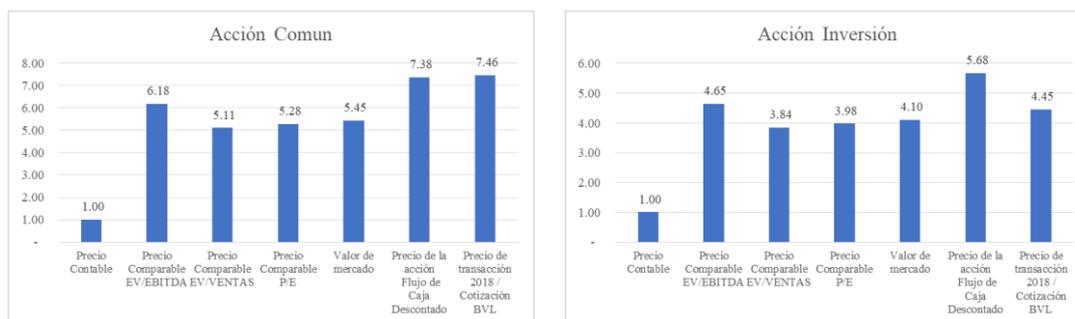
Precios calculados	Acción común	Acción inversión
Precio contable	1,00	1,00
Precio comparable EV/EBITDA	6,18	4,65
Precio comparable EV/VENTAS	5,11	3,84
Precio comparable P/E	5,28	3,98

¹ En esta transacción, Arca Continental adquirió las acciones de Perú Beverage Limitada S.R.L., la cual tenía el 38,52 % de las acciones comunes de Corporación Lindley por US\$ 2,26 la acción.

Precios calculados	Acción común	Acción inversión
Valor de mercado	5,45	4.10
Precio de las acciones flujo de caja descontado	7,38	5.68
Precio de transacción 2018 / Cotización BVL	7,46	4,45

Fuente: Elaboración propia 2018

Gráfico 18. Precio de acción



Fuente: Elaboración propia 2018

Conclusiones y recomendaciones

- Al cierre del 2017, la compañía cuenta con el respaldo financiero de su empresa matriz Arca Continental, la cual era propietaria –hasta ese entonces– del 61,26 % de las acciones con derecho a voto, la misma que cuenta con una alianza estratégica con The Coca-Cola Company para el embotellamiento exclusivo de sus marcas. Este respaldo le permite a Corporación Lindley tener una posición sólida al momento de negociar en el mercado financiero local e internacional, así como obtener mejoras en sus calificaciones de riesgo, cuya última calificación en el 2017 fue de A-. Asimismo, su estratégico plan de reconfiguración logística le ha permitido obtener eficiencias operativas y mejoras en sus resultados financieros, también ha mejorado la calidad de trabajo de sus colaboradores y socios estratégicos, lo cual se complementa con el nivel de servicio que brinda a todos sus clientes.
- La compañía contempla que sus ventas podrían verse afectadas por el incremento del ISC. Es por ello que apuesta por nuevos productos: Zero o Light. Para ello trabaja en un importante plan estratégico y publicitario que le permitiría introducir al mercado nuevos productos para cubrir las nuevas tendencias de consumo saludable. Por otro lado, El movimiento bursátil de las acciones de inversión de la compañía (CORLINI1) indica que estas tienen un bajo nivel de liquidez a diciembre 2017. Sin embargo, a diciembre de 2018, la BVL reclasificó este tipo de acciones al segmento de alta liquidez.
- De acuerdo con la revisión financiera histórica y las proyecciones realizadas, se espera que la situación financiera continúe mejorando en los próximos años, principalmente por una mayor generación de efectivo resultado de las inversiones realizadas para lograr eficiencias operativas, aplicación de estrategias para la introducción de nuevos productos, y para el aumento en la cobertura de puntos de venta. Asimismo, por una expectativa de recuperación del consumo en el Perú. Por ello, se espera que la compañía presente incrementos en sus ventas a partir del 2019 y se mantenga constante para los siguientes 9 años.
- En línea con lo anterior y bajo las metodologías de valorización utilizadas en el presente trabajo, se determinó que tanto las acciones comunes como de las acciones de inversión se incrementan en comparación al valor de estas a diciembre del 2017. En este sentido, la recomendación para quienes posean acciones CORLINI1 sería mantener, y para los nuevos inversionistas sería comprar estas acciones, ya que se pueden generar ganancias en el mediano y largo plazo cuando el valor se incremente por encima de su valor actual.

Bibliografía

Banco Central de Reserva del Perú (2017). *Estadísticas económicas*. Disponible en: <<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/mensuales>>.

Bloomberg (2018). *Estadísticas*. Lima.

Bolsa de Valores de Lima (2018). *Información Corporativa*. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/inf_corporativa43401_Q09STEIOSTE.html>.

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

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

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

Corporación Lindley (2016). *Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Lima: Corporación Lindley S.A.

Corporación Lindley (2017a). *Corporación Lindley S.A. Memoria Anual 2017*. Lima: Corporación Lindley S.A.

Corporación Lindley (2017b). *Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2017 y de 2016 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Lima: Corporación Lindley S.A.

Damodaran, Aswath (s.f.). *Damodaran Online*. Disponible en: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.

Diario El Comercio (2018). “Ranking de las bebidas no alcohólicas más vendidas en el Perú”. Sección economía. En: *Diario El Comercio*. 11 de mayo de 2018. Fecha de consulta: 18/05/2018. <<https://elcomercio.pe/economia/peru/impuesto-selectivo-consumo-bebidas-alcoholicas-vendidas-peru-noticia-519168>>.

Diario Gestión (2017). “Fitch eleva calificación de Corporación Lindley hasta ‘A-’, con perspectiva estable”. En: *Diario Gestión*. 2 de agosto de 2017. Fecha de consulta: 18/05/2018. <<https://gestion.pe/economia/empresas/fitch-eleva-calificacion-corporacion-lindley-perspectiva-estable-140808>>.

Diario La República (2018). “Consumo: la canasta de bebidas sufrió notable retroceso durante el 2017”. Sección economía. En: *Diario La República*. 27 de enero de 2018. Fecha de consulta: 18/05/2018. <<https://larepublica.pe/economia/1176476-consumo-la-canasta-de-bebidas-sufrio-notable-retroceso-durante-el-2017>>.

Henderson, Bruce D. (1973). *The Experience Curve-Reviewed. IV. The Growth Share Matrix of the Product Portfolio*. Boston Consulting Group.

Hurtado, Juan Manuel (2015). “Corporación Lindley: ¿cuál era su atractivo de compra para Arca Continental?”. Sección consumo masivo. En: *Semana Económica*. 11 de setiembre de 2015. Fecha de consulta: 18/05/2018. <<http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/consumo-masivo/169046-corporacion-lindley-cual-era-su-atractivo-de-compra-para-arca-continental/>>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (2018). *Estadísticas*. Disponible en: <www.inei.gob.pe>.

Rioja-Scott, Ivan (2018). *Informe anual de bebidas 2018*. [En línea]. Industria Alimenticia. Disponible en: <<https://www.industriaalimenticia.com>>.

PerúRetail (2017). “Arca Continental Lindley invertiría US\$ 100 millones durante el 2018”. En: *PeruRetail*. 20 de diciembre 2017. Fecha de consulta: 18/05/2018. <<https://www.peru-retail.com/arca-continental-lindley-invertiria-100-millones-durante-2018/>>.

Reuters (2018). “Precios mundiales del azúcar cerrarían el 2018 con fuerte baja ante gran superávit”. En: *Diario Gestión*. 3 de agosto de 2018. Fecha de consulta: 18/08/2018. <<https://gestion.pe/economia/precios-mundiales-azucar-cerrarian-2018-fuerte-baja-gran-superavit-240477>>.

Rumbo Económico (2017). “Legado familiar de Jhonny Lindley Suárez”. En: *Rumbo Económico*. 9 de mayo de 2017. Fecha de consulta: 18/05/2018. <<https://rumboeconomico.com/2017/05/09/legado-familiar-de-jhonny-lindley-suarez/>>.

S&P Global Ratings (2018). “Summary Analysis March 2018”. En: *S&P Global Ratings*. Marzo de 2018.

Superintendencia de Mercado de Valores (2018a). *Hechos de importancia SMV*. Disponible en: <www.smv.gob.pe>.

Superintendencia del Mercado de Valores (2018b). *Mercado de Valores SMV*. Disponible en: <www.smv.gob.pe>.

Superintendencia del Mercado de Valores (2018c). *Búsqueda de empresas*. Disponible en: <http://www.smv.gob.pe/Bp_LisDatosGenerales.aspx?op=bq1>.

Anexos

Anexo 1. Línea de tiempo de Corporación Lindley

1886: Coca-Cola fue creada por el farmacéutico John Pemberton en la ciudad de Atlanta, EE.UU.

1910: Inicio de Fabrica de Aguas Gaseosas La Santa Rosa de J.R Lindley e Hijos en el distrito del Rímac, Perú.

1935: Primera aparición en el mercado de Inca Kola por los 400 años de la fundación de Lima.

1936: La familia Barton obtiene los permisos para la fabricación de Coca-Cola en el Perú.

1945: Isaac Lindley asume la Presidencia y Gerencia General de José R. Lindley e Hijos y creó más de 20 empresas.

1989: Johnny Lindley Taboada asume la Presidencia del Directorio y trabaja fuertemente en el crecimiento y desarrollo de la compañía.

1999: Con Johnny Lindley Taboada, José R. Lindley e Hijos se asocia con The Coca-Cola Company en el Perú.

2004: Compra de Embotelladora Latinoamericana S.A (ELSA), antiguo fabricante de Coca-Cola en el país. Con la adquisición, Corporación Lindley se transforma en la embotelladora exclusiva de Coca-Cola en el Perú y suma toda su línea de productos.

2007: Johnny Lindley Suarez asume la Gerencia General (él es la 4ta generación de los Lindley).

2010: Con nueva identidad corporativa se celebra el centenario de Corporación Lindley al mando de Johnny Lindley Taboada y Johnny Lindley Suarez.

2011: Bajo el lema “Destapando Felicidad” Coca-Cola celebró sus 125 años compartiendo momentos de felicidad en el mundo.

2012: Inauguración de Planta Trujillo. Aquí se producen 55 botellas por segundo y cuenta con una superficie de 192.000 m².

2014: Planta Trujillo se convierte en la primera planta en obtener el nivel ORO en la certificación LEED para nuevas construcciones en Latinoamérica.

2015: Orgullosa de ser peruana, Inca Kola celebró sus primeros 80 años con todos los peruanos.

2015: Inauguración de Planta Pucusana, la producción de la nueva planta abastece el 55 % del volumen total del país. Tiene una capacidad de producción de 1.000 millones de litros de bebida al año. Las 66 hectáreas de Planta Pucusana triplican la superficie de Planta Trujillo.

2015: Corporación Lindley sella una alianza estratégica con Arca Continental, que le permite integrarse a una multinacional de bebidas de excelente proyección y reputación en todo el continente.

Anexo 2. Cartera de productos de la compañía



Coca-Cola, es una bebida gaseosa y refrescante, vendida a nivel mundial, en [tiendas](#), [restaurantes](#) y [máquinas expendedoras](#) en más de doscientos [países](#) o territorios. Es un producto de [The Coca-Cola Company](#).

Presentación: En botellas de vidrio, plástico y lata



Bebidas Carbonatadas: **Inca Kola** es una [bebida gaseosa](#) originaria del [Perú](#). Aunque es consumida, principalmente en el Perú, también es comercializada en los [Estados Unidos](#), [Argentina](#), [Ecuador](#), [Chile](#) y otras partes del mundo.

Presentación: En botellas de vidrio, plástico y lata



El lanzamiento de **Coca-Cola Sin Azúcar** se convierte en un hito en el rumbo que la Compañía lidera y reafirma el compromiso para seguir reduciendo azúcar en las recetas

Presentación: En botellas de vidrio, plástico y lata



Fanta es una [marca](#) de [refresco con gas](#), propiedad de la compañía [The Coca-Cola Company](#).

Presentación: En botellas de vidrio, plástico y lata



Sprite es una famosa marca reconocida mundialmente de [bebida gaseosa](#) con sabor a limón y sin [cafeína](#) producida en 1961 por la empresa "[The Coca-Cola Company](#)"

Presentación: En botellas de vidrio, plástico y lata



Schweppes es una [marca](#) internacional de [bebidas carbonatadas](#). Se distribuye en Perú bajo autorización de [Coca-Cola](#) con sus sabores [ginger ale](#) y [Citrus](#) en botella.

Presentación: En botellas de plástico y lata



Crush es un refresco de naranja o naranjada, Actualmente es propiedad de Dr Pepper Snapple Group.

Presentación: En botellas de vidrio, plástico y lata



Aquarius es un refresco perteneciente a [The Coca-Cola Company](#)

Presentación: En botellas de plástico



Frugos del Valle, jugos 100% con fruta exprimida, sin azúcar adicional, se elabora a partir de concentrado de fruta y se reconstituye con agua, sin adicionar azúcar.

Presentación: caja y botella de vidrio



San Luis, agua tratada, sulfato de magnesio, cloruro de potasio, cloruro de sodio. Propiedad de la compañía [The Coca-Cola Company](#)

Presentación: caja, bidones, botella de vidrio y plástico. Agua con gas y sin gas



Powerade es una [bebida isotónica](#) fabricada por [The Coca-Cola Company](#) y actualmente segunda en el mercado mundial de este tipo de [bebidas hidratantes de marca](#)

Presentación: botella de plástico



Burn es una [bebida energética](#) de la marca [The Coca-Cola Company](#), del estilo de [Red Bull](#), [Monster](#) o [Dark Dog](#),

Presentación: en lata

Fuente: Elaboración propia 2018

Anexo 3. Mix de volumen de ventas

Categoría	2015	2016	2017
Gaseosas	72,0 %	71,0 %	71,2 %
Aguas embotelladas	21,0 %	21,8 %	21,6 %
Jugos y néctares	3,9 %	3,9 %	3,9 %
Aguas saborizadas	1,6 %	1,7 %	1,8 %
Isotónicas	1,6 %	1,5 %	1,4 %
Energéticas	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Tés	-	-	0,0 %

Fuente: Memorial Anual de la compañía 2017

Anexo 4. Composición del Directorio

Al 31 de diciembre 2017 el directorio estaba compuesto por

Nombre	Cargo
Johnny Lindley Suárez	Presidente
Jorge Humberto Santos Reyna	Vicepresidente
Francisco Garza Egloff	Director
Arturo Gutierrez Hernández	Director
Guillermo Aponte Gonzáles	Director
Karim Yahi	Director
Therese Gearhart Colton	Directora
Henrique Gnani Braun	Director

Fuente: Memorial Anual de la compañía 2017

Anexo 5. Organigrama y puestos claves

Al 31 de diciembre 2017 la plana gerencial estaba compuesta por:

Nombre	Cargo
José Borda Noriega	Gerente General
Fernando Gomes Filho	Director de Administración Finanzas y Sistemas
Juan Diego Serna Becerra	Director Adjunto de Administración Finanzas y Sistemas
Carlos Vivar Ardilles	Dirección de Capital Humano
Verónica Bonifaz Masías	Directora de Asuntos Públicos y comunicaciones
Marcela Páez Zalazar	Directora de distribución
Roberto Figari Massa	Director Logístico
Juan Carlos Ivankovich Soto	Director Comercial
Juan Andrés Lazo Hiller	Director Industrial
Cristina Choussy Boet	Directora de Marketing

Fuente: Memorial Anual de la compañía 2017

Anexo 6. Empresas comparables a Lindley

Al 31 de diciembre de 2017 las empresas comparables presentan la siguiente información:

Name	Capitalización Bursátil (Billones USD)	Beta	Deuda a largo plazo	D/E	Tasa de impuesto efectiva	Beta Desapalancado
Arca Continental SAB de CV	215.701	0,716	55.208	25,59 %	29,91	0,61
Organización Cultiba SAB	11.839	0,471	755	6,38 %	66,78	0,46
Coca-Cola Femsa SAB-SER L	236.260	0,888	67.463	28,55 %	32,01	0,74
Embotelladora Andina	69.353	0,686	20.030	28,88 %	26,80	0,57
Coca-Cola Embonor SA-A SHS	23.027	0,406	6.095	26,47 %	20,11	0,34
Ambev SA	282.684	0,706	1.189	0,42 %	30,00	0,70
Beta promedio						0,57

Fuente: Blomberg www.bloomberg.com. Elaboración propia 2018

- Arca Continental, S.A.B. DE C.V.

Es una empresa dedicada a la producción, distribución y venta de bebidas no alcohólicas de las marcas propiedad de The Coca-Cola Company, así como botanas saladas bajo las marcas Bokados en México, Inalecsa en Ecuador y Wise en los Estados Unidos. Es la segunda embotelladora de Coca-Cola más grande de América Latina y una de las más importantes del mundo. En su franquicia de Coca-Cola, la empresa atiende a una población de más de 119 millones en la región

norte y occidente de México, así como en Ecuador, Perú, la región norte de Argentina y la región suroeste de Estados Unidos.

- Organización Cultiba SAB de CV

La compañía es un holding ubicada en la ciudad de México y se dedica a la industria de bebidas. Esta compañía tiene la licencia de Pepsico para producir, distribuir y vender sus marcas registradas de refrescos.

- Coca-Cola FEMSA, S.A.B. de C.V.

Es un embotellador de franquicia de las bebidas de marca Coca-Cola en todo el mundo. La Compañía y sus subsidiarias se dedican a la producción, distribución y comercialización de ciertas bebidas de Coca-Cola. Los segmentos de la compañía incluyen la división de México y América Central, que comprende México (incluidas las operaciones corporativas), Guatemala, Nicaragua, Costa Rica y Panamá; la división de América del Sur, que consiste en Brasil, Argentina y Colombia; Venezuela y la división asiática, que consiste en la inversión de método de participación de la Compañía en Coca-Cola FEMSA Filipinas, Inc. Es subsidiaria de Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V (FEMSA) con un 47 % de participación.

- Coca-Cola Embonor S.A

Esta empresa ubicada en Chile forma parte del sistema Coca-Cola. Se dedica a la producción y distribución de bebidas no alcohólicas. También se dedica al embotellamiento de las bebidas y representa el 37,6 % del volumen total durante el 2016. Su portafolio de marcas incluye bebidas gaseosas que ocupa el primer lugar en el mercado, y en las categorías de agua y bebidas no carbonatadas ocupa el segundo lugar.

- Embotelladora Andina-A Pref.

La Compañía se dedica al embotellamiento de bebidas de la marca Coca-Cola en América Latina en cuatro países: Argentina, Brasil, Paraguay y Chile. Asimismo, produce, comercializa y distribuye las bebidas y marcas registradas de Coca-Cola con licencia de terceros en todos sus territorios de franquicia. Distribuye cerveza en Brasil bajo las marcas Amstel, Bavaria, Birra Moretti, Dos Equis (XX), Edelweiss, Heineken, Kaiser, Murphy's, Sol y Xingu. Produce y

distribuye jugos de fruta, otras bebidas con sabor a fruta y agua mineral y purificada en Chile, Argentina y Paraguay bajo marcas registradas propiedad de The Coca-Cola Company.

- Ambev

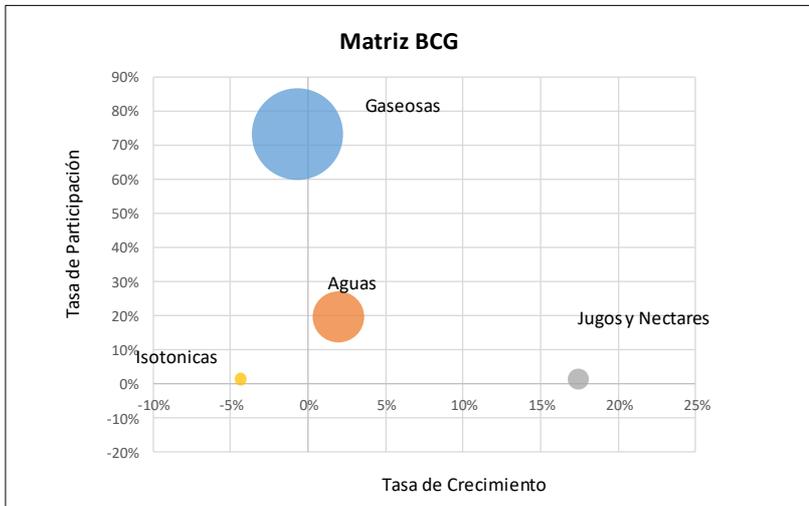
La compañía produce y vende cerveza, bebidas gaseosas y otras bebidas no alcohólicas y no carbonatadas en todo el continente americano. Las actividades de la Compañía se dividen en tres segmentos: América del Norte, que incluyen la venta de cerveza, gaseosas y bebidas no gasificadas en Brasil, así como las operaciones en Centro América; América Latina del Sur, distribuyendo productos en Argentina, Bolivia, Paraguay, Uruguay, Chile, Ecuador, Perú y Colombia, y Canadá, representados por las operaciones de Labatt, que comprenden ventas en Canadá. La compañía comercializa productos bajo varias marcas, como Adriática, Brahma, Guaraná Antartica, Gatorade, Corona, PepsiCo y Lipton. Es una subsidiaria de Interbrew International BV.

Anexo 7. Detalle del precio de la acción de inversión de Lindley

Código ISIN	Nemónico	Año-Mes	Apertura S/	Cierre S/	Máxima S/	Mínima S/	Precio Promedio S/
PEP434015009	CORLINII	2017-01	--	--	--	--	--
PEP434015009	CORLINII	2017-02	2.85	2.92	2.92	2.85	2.85
PEP434015009	CORLINII	2017-03	3.00	3.20	3.20	3.00	3.04
PEP434015009	CORLINII	2017-04	3.00	3.20	3.20	3.00	3.15
PEP434015009	CORLINII	2017-05	3.25	3.48	3.48	3.25	3.39
PEP434015009	CORLINII	2017-06	3.54	3.70	3.70	3.54	3.62
PEP434015009	CORLINII	2017-07	3.80	4.00	4.00	3.80	3.82
PEP434015009	CORLINII	2017-08	4.10	4.10	4.10	4.10	4.10
PEP434015009	CORLINII	2017-09	4.10	4.10	4.10	4.10	4.10
PEP434015009	CORLINII	2017-10	4.10	4.10	4.10	4.10	4.10
PEP434015009	CORLINII	2017-11	4.10	4.10	4.10	3.80	3.90
PEP434015009	CORLINII	2017-12	4.10	4.10	4.10	4.07	4.10

Fuente: Memoria anual de la Compañía 2017

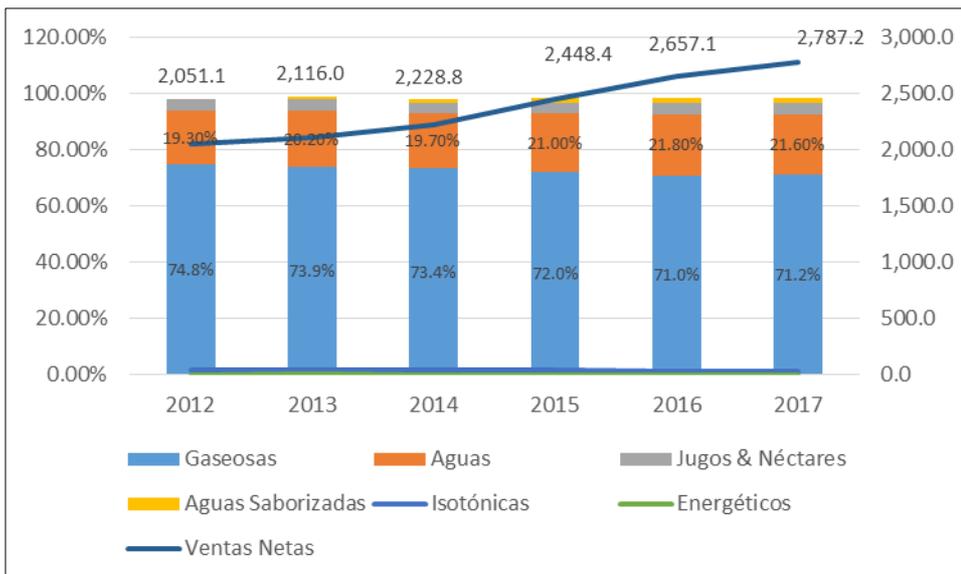
Anexo 8. Matriz BCG



Fuente: Memoria Anual de la compañía 2017. Elaboración propia 2018

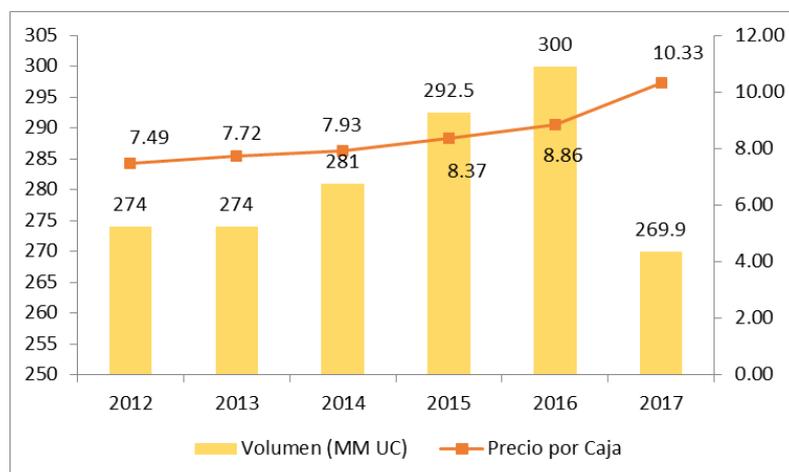
Para el análisis de las líneas de negocio del Grupo Lindley se empleó la Matriz de Boston Consulting Group, cuya finalidad es decidir qué productos de las diferentes unidades de negocio (Henderson 1973) basándose en dos componentes importantes: la tasa de crecimiento de mercado y la participación de mercado.

Anexo 9. Estructura de ventas por tipo de producto



Fuente: Memoria Arca Continental Lindley 2017, 2016, 2015, 2014, 2013 y 2012. Elaboración propia 2018

Anexo 10. Ventas por volumen y precio por unidad de caja



Fuente: Memoria Arca Continental Lindley 2017, 2016, 2015, 2014, 2013 y 2012. Elaboración propia 2018

Anexo 11. Discusión sobre la aplicación de una prima de control

La Compañía cuenta con dos clases de acciones, las de inversión y las comunes, cuya principal diferencia es el derecho a voto. Por lo cual es necesario calcular una prima que incorpore ajustes al valor por acción por esta diferencia. Al respecto, se han realizado diversos estudios para justificar y determinar las primas de control, entre los principales está:

- El estudio de *Barclay y Holderness (1989)*, *Hanouna, Satin y Shapiro (2001)*, *Dyck y Zingales (2002)*. Cuyo método, basado sobre un paquete de acciones, establece el análisis del precio de la acción durante una transacción de adquisición y se compara con los precios de la misma acción observados en las siguientes semanas. El diferencial entre ambos precios debe constituir la prima dado que el valor intrínseco de la compañía no debe variar en un tiempo corto.
- El estudio de *Lease, Mc Connell y Mikelson (1983)* propone un método basado en “dual shares”, es decir, en una prima de control definida como la diferencia entre el precio de las acciones con derecho a voto con respecto a las acciones sin derecho a voto.

Basados en el método de paquete de acciones *Dyck y Zingales (2002)* determinaron que la prima de control se ubicaba en promedio en 14 %, mientras que en Latinoamérica, en promedio, la prima se ubica en 30 %, es decir, suele ser mayor en países que protegen menos al inversionista minoritario. Por el contrario las primas de control son menores en países con estructuras de

propiedad corporativa poco concentradas, mercados de valores desarrollados y buenas leyes de protección a los accionistas minoritarios.

En línea con lo anterior y según la encuesta Ernst & Young (2017) sobre prácticas de Valorización y Estimación del Costo de Capital en el Perú, el 67 % de los encuestados consideraron en sus valorizaciones la aplicación de descuentos por liquidez y el 62 % consideró realizar un ajuste por prima de control.

Por otro lado, se evaluó la prima de control de empresas peruanas que mantienen más de una clase de acción (acciones de inversiones y acciones comunes), entre estas tenemos a Milpo cuya prima es 43,8 %, Cemento Pacasmayo con 35,8 % y Alicorp con 15 %, el promedio de estas tres compañías es 31,6 % cifra cercana al promedio de prima de control para Latinoamérica obtenido en el estudio de *Dyck y Zingales (2002)*. Por lo tanto, consideramos correcto aplicar la prima de control de 30 % a las acciones de inversión.

Anexo 12. Discusión sobre la utilización del CAPM

El Modelo de Valorización del Precio de los Activos (CAPM por sus siglas en inglés de *Capital Asset Pricing Model*) desarrollado por William Sharpe en 1964, John Lintner en 1965 y Jan Mossin en 1966 y que asume cinco hipótesis fundamentales (Fernández y Carabias 2015):

- Los inversores poseen expectativas homogéneas.
- Los inversores, a tasa libre de riesgo, invierten y toman prestado.
- No existen los costos de transacción.
- Los inversores tienen aversión al riesgo.
- Todos los inversores tienen el mismo horizonte temporal.

Este modelo busca predecir el retorno esperado de un activo de manera proporcional con su riesgo sistemático (beta). Así, el retorno esperado (K_e), original, es igual a la tasa libre de riesgo (RF) más la beta (β_i) multiplicada por una prima de riesgo ($RM - RF$):

$$K_e = RF + \beta_i (RM - RF)$$

Adicionalmente, y de acuerdo con Mongrout (2007) se ha incluido al retorno esperado (K_e) el Riesgo país (R_p), con la finalidad de reflejar los rendimientos asimétricos de la Bolsa y la escases

de información de la Bolsa de Valores (pocas empresas se encuentran listas). En ese sentido la fórmula para calcular el Ke es la siguiente:

$$ke = RF + \beta i (RM - RF) + RP$$

Los principales detractores como *Fama y French, Campbell y Vyohteenaho, Fernández (2015)*, entre otros, critican al modelo CAPM porque las hipótesis sobre las que se basa el modelo son totalmente opuestas a la realidad, así como, la tasa libre de riesgo y el beta no existen.

Sin embargo, y como lo demuestra la encuesta realizada por Ernst & Young (2017), el modelo de CAPM es el más utilizado hasta la fecha de hoy en el Perú; asimismo, y de acuerdo con Horne y Wachowick (1998) se puede mencionar que, académicamente, es muy fácil de aplicar. Adicionalmente, se destaca lo indicado por Sharpe, dado que la prueba adecuada de una teoría no es el realismo de sus suposiciones sino la aceptabilidad de sus implicancias, y dado que estas suposiciones implican condiciones de equilibrio que forman una parte importante de la doctrina financiera clásica, no está nada claro que esta formulación deba ser rechazada, especialmente en vista de la escasez de modelos alternativos que conduzcan a resultados similares.

Anexo 13. Discusión sobre la tasa de crecimiento a perpetuidad

La tasa de crecimiento a perpetuidad (g) juega un papel importante dentro del proceso de valorización de toda Compañía. Interviene directamente en el cálculo del valor residual y constituye una variable de vital importancia. El concepto de “Crecimiento a perpetuidad” es intangible y difícil de determinar, pero el proceso en el que interviene requiere conocerlo o estimarlo.

Para su formulación se han realizado diversos estudios, entre ellos están *Gordon-Shapiro (1956)*, cuya propuesta más básica, sirve para calcular el valor presente de una perpetuidad que crece a ritmo constante. En el caso de las acciones, se calcula el valor presente de un dividendo que estimamos que crecerá de forma constante indefinidamente. La fórmula es la siguiente

$$PV = \frac{D_1}{r - g_1}$$

Para aplicar esta fórmula, es necesario tener la tasa de descuento (r), una tasa de crecimiento esperado (g) y el último dividendo pagado por la empresa D , donde la tasa de descuento debe ser mayor que la tasa de crecimiento esperado. Despejando el (g) y considerando una tasa de descuento equivalente al WACC estimado de 7,1 %, el dividendo declarado correspondiente a los resultados del periodo 2017 de 0,04 soles por acción y un precio de mercado de la acción de inversión de 4,1 se obtuvimos una tasa de crecimiento a perpetuidad de 0,764 %.

Por otro lado, sabemos que la Compañía reparte en dividendos el 15 % de los resultados de cada ejercicio y que al cierre de 2017 el ROE fue de 18 %. Podemos decir que mantendrá esta rentabilidad sobre el saldo no distribuido (85 %) de los resultados de los ejercicios futuros y en consecuencia crecerán a un ritmo de 15,3 % ($18 \% * 85 \%$). Esta forma de estimar la tasa de crecimiento asume un porcentaje de distribución y ROE constantes en el tiempo, una suposición poco prudente considerando el carácter volátil del ROE de los últimos cinco años que muestra -15 % al cierre del 2015 y de 0 % en el 2014.

Por último, evaluamos la tasa de crecimiento que permite igualar el ratio EV/EBITDA del año terminal de la Compañía con el de Arca Continental ya que se espera que logre llegar a indicador en el futuro. La EV/EBITDA de Arca Continental al cierre de 2017 y fue 10.75; por lo tanto la tasa de crecimiento que iguala nuestro ratio EV/EBITDA a ella es 2.5%, cifra cercana a la perspectiva de inflación para Perú, por lo que consideramos una cifra razonable para usarla en nuestra valorización.

Anexo 14. Análisis de sensibilidad del precio del azúcar

Ante posibles cambios del precio del azúcar, se realizaron los siguientes análisis de sensibilidad ante el Estado de Resultado (EBITDA, Utilidad antes de impuestos y la Utilidad Neta) de la compañía.

Precio de la azúcar en Dólares		Margen Bruto	EBITDA
		989,25	198,7
	326,6	989,25	198,7
	343,8	939,79	188,7
	361,0	1038,71	208,6

Precio de la azúcar en Dólares		Valor de la empresa	Precio estimado acción de inversión	Precio estimado acción común
		6.257,9	5,8	7,5
	326,6	5.945,0	5,5	7,1
	343,8	6.257,9	5,8	7,5
	361,0	6.570,8	6,0	7,9

Fuente: Elaboración propia 2018

Anexo 15. Análisis de sensibilidad de valor de la acción

A continuación se muestra los posibles valores del precio de la acción de inversión y acción común ante tasa de crecimiento y WACC diferentes.

Acciones de Inversión						
		g				
	5.715	0,5 %	1,5 %	2,5 %	3,5 %	4,5 %
WACC	4 %	9.602	13.171	21.306	58.337	-74.138
	6 %	5.177	6.259	7.948	10.955	17.810
	7 %	3.990	4.681	5.675	7.228	9.991
	8 %	3.123	3.591	4.227	5.141	6.569
	10 %	1.949	2.189	2.493	2.890	3.429

Acciones Comunes						
		g				
	7.429	0,5 %	1,5 %	2,5 %	3,5 %	4,5 %
WACC	1 %	12.483	17.122	27.698	75.838	-96.379
	3 %	6.730	8.137	10.333	14.242	23.153
	7 %	5.186	6.085	7.378	9.396	12.989
	9 %	4.060	4.668	5.495	6.684	8.540
	11 %	2.534	2.846	3.241	3.757	4.458

Fuente: Elaboración propia 2018

Anexo 16. Discusión sobre la proyección de las ventas

Para realizar la proyección de las ventas evaluamos el mercado de bebidas no alcohólicas peruano, e identificamos que la industria viene siendo afectada por un fenómeno de cambio en las tendencias de consumo y cambios en las regulaciones impositivas y alimentarias las cuales dan preferencia a productos más saludables. En este sentido, la bebida de mayor crecimiento es el agua embotellada que representa el 21 % de sus ingresos y cuyo incremento anual bordea los dos dígitos. La otra cara de la moneda, son las gaseosas, producto bandera de la Compañía, cuyas ventas representan casi el 71 % de sus ingresos. Este producto es el más afectado, ya que contiene altos niveles de azúcar dañinos pues su consumo regular puede causar enfermedades. Debido a ello, concentramos nuestra proyección en estos 2 productos diferenciados, las aguas embotelladas y las gaseosas manteniendo los productos restantes constantes. Con resultados reales al cierre de 2018, comprobamos la exactitud de nuestra proyección dado que estimamos ingresos por ventas a ese periodo en S/ 2.660 millones y el real fue S/ 2.742 millones, con una diferencia de 3 %.

La proyección se realizó usando modelos de Series de Tiempo², debido a que se cuenta con los datos históricos de producción de las aguas embotelladas y de gaseosas las cuales se extrapolaron hacia un periodo futuro de 10 años.

Para la producción nacional de Gaseosas se utilizó el método de Mínimo Cuadrados Ordinarios teniendo como variable explicativa el rezago de la misma variable endógena. El modelo empleado fue el siguiente:

$$Prod_Gas = c + Prod_Gas(-1)$$

El modelo presenta un R cuadrado de 97 % lo que significa que está bien explicado por el rezago de la misma variable endógena. Los p-values de la constante y de la variable rezagada son menores de 0,05 y por ende son significativos. Presenta ausencia de auto-correlación de la variable endógena con los residuos de los errores (1,7)³ Por lo tanto, consideramos que este modelo de proyección es óptimo para proyectar la producción futura a 10 de las gaseosas.

Dependent Variable: PROD_GAS				
Method: Least Squares				
Date: 11/01/18 Time: 07:19				
Sample (adjusted): 1996 2017				
Included observations: 22 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	137.9140	48.51315	2.842817	0.0101
PROD_GAS(-1)	0.942354	0.034078	27.65304	0.0000
R-squared	0.974512	Mean dependent var		1413.818
Adjusted R-squared	0.973238	S.D. dependent var		429.7384
S.E. of regression	70.30149	Akaike info criterion		11.42997
Sum squared resid	98846.00	Schwarz criterion		11.52916
Log likelihood	-123.7297	Hannan-Quinn criter.		11.45334
F-statistic	764.6908	Durbin-Watson stat		1.701356
Prob(F-statistic)	0.000000			

En el caso del modelo de Serie de Tiempo de la producción nacional de agua embotellada se utilizó la tendencia y la producción rezagada. Se resalta que la tendencia usada en el modelo econométrico se asimila como una línea recta y el método que se utiliza es de Mínimo Cuadrados que más se ajusta. El modelo empleado es el siguiente:

$$Prod_Agua = @Trend + Prod_Agua(-1)$$

² Los datos de Series de Tiempo se distinguen de los datos de Corte Transversal porque están ordenados cronológicamente, en cambio para los segundos es irrelevante.

³ Por medio de la prueba de Durbin – Watson muestra la ausencia de auto-correlación entre la variable endógena y los residuos de los errores, este valor debe estar aproximadamente entre 1,5 – 2,5.

En el siguiente gráfico se muestra el resultado de las proyecciones de la producción nacional de Agua Embotellada.

Dependent Variable: PROD_AGUA				
Method: Least Squares				
Date: 10/27/18 Time: 19:14				
Sample (adjusted): 1996 2017				
Included observations: 22 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
@TREND	4.245952	1.578525	2.689822	0.0141
PROD_AGUA(-1)	0.988739	0.049544	19.95691	0.0000
R-squared	0.988570	Mean dependent var		344.9545
Adjusted R-squared	0.987999	S.D. dependent var		322.7472
S.E. of regression	35.35665	Akaike info criterion		10.05536
Sum squared resid	25001.85	Schwarz criterion		10.15454
Log likelihood	-108.6089	Hannan-Quinn criter.		10.07872
Durbin-Watson stat	1.169114			

El modelo empleado tiene buena consistencia dado que su R2 es de 98 % y los p-values son menores de 0,05, asimismo los criterios de Durbin Watson presenta como hipótesis la usencia de auto-correlación de la variable endógena con los errores del residuo del modelo (1,16).

Anexo 17. Estados financieros históricos y proyectados

Balance general histórico y proyectado (2018-2017)

(En millones de soles)	<i>Información histórica</i>					<i>Información proyectada</i>									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Activo corriente															
Efectivo y equivalente de efectivo	347	99	284	52	87	184	278	505	102	70	70	324	477	580	800
Cuentas por Cobrar Comerciales neto	189	217	147	114	106	108	113	119	125	132	139	146	153	161	169
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	119	162	10	16	67	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42
Otras Cuentas por Cobrar y otros activos financieros, neto	54	62	89	57	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47
Inventarios, neto	283	251	265	262	221	237	249	260	274	287	300	315	330	345	361
Otros	77	36	51	57	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27
Gastos contratados por anticipado	3	4	11	30	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Activos clasificados como mantenidos para la venta	41	3	0	0	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
IRD y crédito fiscal	34	29	39	28	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total activo corriente	1,068	827	846	558	556	645	756	1,000	617	605	625	900	1,077	1,202	1,446
Activo no corriente															
Parte no corriente de cuentas por cobrar	82	102	25	23	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
Propiedad, planta y equipo, neto	1,610	2,080	2,125	2,194	2,301	2,333	2,369	2,407	2,448	2,492	2,538	2,586	2,728	2,781	2,837
Propiedades de inversión, neto	118	44	44	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Plusvalía	306	306	306	306	306	306	306	306	306	306	306	306	306	306	306
Activos intangibles distintos a la plusvalía, neto	10	4	6	5	5	7	10	12	15	17	20	23	26	29	32
Activo por impuesto a las ganancias diferido	0	0	16	0	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Otros activos	5	3	110	90	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68
Total activo no corriente	2,131	2,539	2,632	2,638	2,731	2,766	2,804	2,844	2,888	2,933	2,982	3,034	3,179	3,235	3,294
Total activo	3,199	3,367	3,478	3,196	3,287	3,411	3,560	3,844	3,505	3,539	3,607	3,934	4,255	4,437	4,740

(En millones de soles)	<i>Información histórica</i>					<i>Información proyectada</i>									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Pasivo corriente															
Obligaciones financieras	48	40	5	2	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Cuentas por pagar comerciales	628	542	559	538	491	505	530	554	583	610	639	670	703	735	769
Cuentas por pagar relacionadas	37	103	81	95	61	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
Imto a las ganancias y partic por pagar	0	12	0	0	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Otras cuentas por pagar	116	189	198	165	168	166	166	166	166	166	166	166	166	166	166
Total pasivo corriente	828	886	843	800	743	773	798	821	851	878	907	938	970	1,002	1,037
Pasivo no corriente															
Parte no corriente de obligaciones financieras	1,649	1,739	1,975	1,535	1,498	1,498	1,498	1,615	1,087	870	661	661	661	511	471
Otras cuentas por pagar a largo plazo	12	94	77	81	137	137	137	137	137	137	137	137	137	137	137
Pasivo neto por impuesto a las ganancias diferido	69	12	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total pasivo no corriente	1,730	1,845	2,052	1,617	1,635	1,635	1,635	1,752	1,224	1,007	798	798	798	648	608
Total pasivo	2,558	2,731	2,895	2,417	2,378	2,408	2,432	2,573	2,075	1,884	1,705	1,736	1,768	1,650	1,645
Patrimonio															
Capital social	581	581	581	581	581	581	581	581	581	581	581	581	581	581	581
Acciones de Inversión	72	72	72	72	72	72	72	72	72	72	72	72	72	72	72
Reserva legal	16	16	16	40	57	69	83	100	118	121	121	121	121	121	121
Otras reservas	(9)	(17)	19	(27)	(61)	(61)	(61)	(61)	(61)	(61)	(61)	(61)	(61)	(61)	(61)
Resultados acumulados	(20)	(17)	(105)	112	261	343	453	580	721	942	1,191	1,486	1,775	2,075	2,383
Total patrimonio	640	635	583	778	909	1,003	1,127	1,271	1,430	1,654	1,903	2,198	2,487	2,787	3,095
Total pasivo y patrimonio	3,199	3,367	3,478	3,196	3,287	3,411	3,560	3,844	3,505	3,539	3,607	3,934	4,255	4,437	4,740

Estado de resultados histórico y proyectado (2018-2017)

(En millones de soles)	<i>Información histórica</i>					<i>Información proyectada</i>									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos	2,116	2,229	2,448	2,657	2,787	2,660	2,800	2,947	3,100	3,259	3,425	3,598	3,779	3,968	4,165
Costo de ventas	(1,416)	(1,494)	(1,566)	(1,668)	(1,718)	(1,660)	(1,742)	(1,820)	(1,917)	(2,006)	(2,101)	(2,203)	(2,309)	(2,415)	(2,529)
Utilidad Bruta	700	735	883	989	1,069	999	1,058	1,127	1,183	1,253	1,324	1,395	1,470	1,553	1,636
Gastos de Ventas	(411)	(424)	(556)	(602)	(662)	(623)	(649)	(676)	(704)	(734)	(765)	(798)	(836)	(867)	(904)
Gastos de Administración	(104)	(105)	(113)	(105)	(103)	(99)	(104)	(109)	(113)	(119)	(124)	(130)	(136)	(141)	(148)
Otros ingresos	139	197	87	296	107	86	90	95	100	105	111	116	122	128	135
Otros Gastos	(169)	(232)	(79)	(43)	(47)	(44)	(46)	(49)	(51)	(54)	(57)	(60)	(63)	(66)	(69)
Utilidad Operativa	155	171	222	535	365	319	349	389	414	452	489	525	558	607	650
Venta de inmueble				226											
Depreciación	(125)	(139)	(162)	(187)	(201)	(203)	(200)	(197)	(195)	(192)	(189)	(187)	(193)	(182)	(179)
EBITDA	280	310	384	722	566	522	550	586	608	644	678	711	751	788	829
Gastos Financieros	(99)	(91)	(149)	(233)	(149)	(151)	(150)	(159)	(158)	(100)	(89)	(32)	(31)	(30)	(18)
Ingresos Financieros	16	3	29	2	3										
Diferencia en cambio	(115)	(104)	(231)	15	25										
Utilidad Antes de Imp.	(42)	(20)	(130)	320	245	167	199	230	256	352	400	493	527	577	632
Impuesto a la Renta	(30)	23	41	(78)	(79)	(47)	(56)	(65)	(73)	(100)	(113)	(140)	(149)	(164)	(179)
Utilidad Neta	(72)	3	(88)	242	166	120	142	165	183	252	287	353	377	413	453

Estado de flujo de efectivo histórico y proyectado (2018-2027)

(En millones de soles)	Información histórica						Información proyectada									
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Utilidad antes de impuestos	75	(72)	3	(88)	320	245	167	199	230	256	352	400	493	527	577	632
Partidas que no representan desembolsos de efectivo:																
Depreciación de propiedad, planta y equipo	117	125	139	162	187	201	203	200	197	194	191	189	186	193	181	179
Depreciación de propiedades de inversión			1	1	0	0										
Amortización de intangibles	1	3	5	4	3	4	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0
Provisión para cuentas de cobranza dudosa	10	1	1	8	16	10										
Provisión para desvalorización de inventarios	3	3	4	40	22	27										
Provisión para deterioro de propiedad, planta y equipo				44												
Impuesto a la ganancias diferido	13	30	(54)	(42)												
Utilidad/Perdida en venta de inmueble, maquinaria y equipos	(11)	(20)	(41)	(1)	(227)	(4)										
Utilidad por cambios en el V.R de instr. Financi derivados	(2)	(5)														
Baja de maquinarias y equipos					7	6										
Provisiones diversas y otros	47	10	(18)	(22)	(3)	(1)										
Ingresos Financieros	(48)	(106)	(3)	(29)	(2)	(3)										
Gastos Financieros	95	308	91	149	173	149	151	150	159	158	100	89	32	31	30	18
Resultado Cambiario			104	231	(15)	(25)										
Subtotal	300	276	231	457	481	607	522	550	586	608	644	678	711	751	788	829
Cambios netos en activos y pasivos operativos:																
Cuentas por cobrar comerciales	(28)	(59)	(14)	74	3	(5)	(1)	(6)	(6)	(6)	(6)	(7)	(7)	(7)	(8)	(8)
Cuentas por cobrar a relacionadas	(25)	(75)	102	151	(6)	(51)	25									
Otras cuentas por cobrar y otros activos financieros	3	3	(3)	(19)	(9)	(4)										
Inventarios	(78)	(27)	28	(19)	(4)	14	(16)	(12)	(11)	(14)	(13)	(14)	(15)	(15)	(15)	(16)
Gastos contratados por anticipado y otros activos	1	(6)	(1)	(26)	13	18										
Cuentas por pagar comerciales	78	277	(74)	3	15	38	14	25	24	30	27	29	31	32	32	35
Cuentas por pagar relacionadas	3	(60)	59	(30)	26	(35)	17									
Otras cuentas por pagar	1	(10)	54	12	(7)	15	(2)									
Subtotal	254	318	381	604	512	598	560	557	593	618	652	687	721	761	798	839
Pago de intereses	(38)	(18)	(14)	(23)	(23)	(7)										
Cobro de intereses por devolución de impuestos				26												
Cobro de intereses	9	11	3	2	2	3										
Pago de impuestos a las ganancias	(34)	(34)	(24)	(30)	(30)	(30)	(47)	(56)	(65)	(73)	(100)	(113)	(140)	(149)	(164)	(179)
Efectivo y equivalente de efectivo provenientes de las actividades de operación	192	277	346	579	461	563	512	501	528	545	552	573	581	611	634	660
Flujo de Caja de Inversión		190	88	8	358	16										
Cobros por venta de instrumentos financieros disponibles para la venta	(229)	188	38	3												
Ingreso por venta de propiedades, planta y equipo	26	2	50	5	358	16										
Pagos por compra de propiedades, planta y equipo	(292)	(504)	(541)	(252)	(313)	(315)	(235)	(235)	(235)	(235)	(235)	(235)	(235)	(335)	(235)	(235)
Pago por compra de intangibles	(1)	(8)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Efectivo y equivalente de efectivo (utilizadoen) proveniente de las actividades de inversión	(495)	(322)	(456)	(247)	43	(303)	(238)	(238)	(238)	(238)	(238)	(238)	(238)	(338)	(238)	(238)

Flujo de Caja de Financiamiento																
Aumento de factoring con proveedores			687	974	911	804										
Pago de factoring con proveedores			(699)	(959)	(945)	(881)										
Préstamos por obligaciones financieras				52	977				536							
Prestamos recibidos de bancos y accionistas	419	725														
Pago de obligaciones financieras	(367)	(250)	(28)	(108)	(1,389)	(17)			(419)	(528)	(218)	(209)			(150)	(40)
Pago de préstamos a relacionadas					(81)											
Pago de dividendos		(52)					(26)	(18)	(21)	(25)	(28)	(38)	(57)	(88)	(113)	(145)
Prima por recompra de bonos					(60)											
Pago de intereses	(65)	(72)	(98)	(107)	(148)	(132)	(151)	(150)	(159)	(158)	(100)	(89)	(32)	(31)	(30)	(18)
Efectivo y equivalente de efectivo utilizado en las actividades de financiamiento	(13)	350	(138)	(148)	(736)	(225)	(177)	(168)	(63)	(710)	(345)	(336)	(89)	(119)	(293)	(202)
Aumento neto (disminución neta) de efectivo y equivalente de efectivo	(316)	306	(247)	185	(232)	35	97	94	227	(403)	(31)	(0)	254	154	103	219
Saldo de efectivo y equivalente de efectivo al inicio del año	357	41	347	99	284	52	87	184	278	505	102	70	70	324	477	580
Saldo de efectivo y equivalente de efectivo al final del año	41	347	99	284	52	87	184	278	505	102	70	70	324	477	580	800

Anexo 18. Análisis de consistencia

Para las proyecciones de ventas de la Compañía se tiene un crecimiento de 5% en los años proyectados del 2018 al 2027, lo cual es consistente con el crecimiento de su capital de trabajo (NOF) que crecerá un 3% para dicho año proyectado. Adicionalmente, la participación de ventas de agua embotellada aumentara en el rango de los años proyectados, teniendo una tasa de crecimiento de 9.5% mayor que las ventas de gaseosas (3.6%).

	Información Histórica					Información Proyectada									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas (En millones de soles)	2,116	2,229	2,448	2,657	2,787	2,660	2,800	2,947	3,100	3,259	3,425	3,598	3,779	3,968	4,165
Crecimiento Volumen de Ventas	36%	5%	10%	9%	5%	-5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
NOF															
Variaciones del NOF (Millones de Soles)	- 187	- 201	- 405	- 376	- 311	- 349	- 357	- 363	- 373	- 381	- 389	- 399	- 409	- 418	- 428
Variaciones Porcentuales	-2%	7%	101%	-7%	-17%	12%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
CAGR (En millones de soles)															5%
Mix de Participación en Ventas (En millones de soles)															
Carbonatadas	78%	77%	76%	75%	74%	68%	67%	66%	65%	64%	64%	63%	62%	61%	60%
Aguas	13%	14%	15%	16%	17%	25%	26%	27%	28%	30%	31%	32%	33%	34%	36%
No Carbonatadas	9%	8%	8%	8%	8%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
Otros	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
CAGR (Por Línea de Negocio 2018-2027)															
Carbonatadas															3.6%
Aguas															9.5%
No Carbonatadas															0.0%
Otros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0%

Anexo 19. Costo medio ponderado de capital (WACC)

La estructura de capital fue determinada en 46 %, basándonos, en primer lugar en el valor de mercado de la deuda a largo plazo S/ 1,590 millones a diciembre 2017, que incorpora, principalmente bonos corporativos internacionales y locales. La capitalización de mercado es S/ 3,461 millones, determinada, a partir de los valores disponibles al cierre de 2017 de la acción común (S/ 5,45) y de inversión (S/ 4,10) y aplicándolos al total de acciones comunes y de inversión, respectivamente. Con dichos valores más una tasa impositiva de 28,4 % y la Beta desapalancada de 0,57, tomada de las empresas comparables (ver anexo 6), se tiene una Beta re apalancada de 0,757.

La estimación del costo de capital se determinó utilizando la tasa libre de riesgo de 2,4 % obtenida de la tasa de bonos del gobierno de EEUU a 10 años, la prima por riesgo de 4,77 % resultado de la diferencia del promedio geométrico de los rendimientos del índice S&P500 y de los bonos del gobierno de EEUU a 10 años, el riesgo país de Perú de 1,36 % a diciembre 2017 y El lambda de 1,62 equivalente al porcentaje no diversificarle del riesgo país que debe ser remunerado al constituir un riesgo sistémico. Fue obtenido a partir del coeficiente de determinación (r2) de una regresión entre el IGBVL y el S&P 500, el cual se aplica al riesgo país, se obtiene el costo de capital en 8,76 %.

El costo de la deuda se calculó considerando el promedio de los rendimientos (Yield Maturity) de las emisiones de bonos en dólares al cierre de diciembre 2017.

Las tasas obtenidas en dólares fueron solarizadas aplicando la tasa de inflación esperada a largo plazo de Estados Unidos y la tasa de inflación esperada de largo plazo de Perú.

Como mencionamos líneas arriba, la Compañía solo cotiza las acciones de inversión cuyo valor de mercado a al cierre de 2017 fue S/ 4,10 y representan el 11 % (71.522.816 acciones) del capital total. El resto son acciones comunes (580.981.459 acciones) y no están listadas, por lo que su valor se basó en la última compra de Arca Continental quien pagó S/ 5,45 por acción común en marzo del 2016. Se evaluó tomar el valor de patrimonio contable de la Compañía, S/ 909 millones al cierre 2017, sin embargo la estructura resultante no refleja en valor de la empresa ante el mercado.

Anexo 20. Estructura accionaria 2017

Tipo de Acciones	Accionista	Número de acciones	%	Nacionalidad
Comunes A	Perú Beverage Limitada S.R.L	223.774.704	38,52 %	Peruana
Comunes B	AC Bebidas S. de R.L de C.V	329.870.528	56,78 %	Mexicana
Comunes C	AC Bebidas S. de R.L de C.V	26.032.590	4,48 %	Mexicana
Comunes C	Otros	1.303.637	0,22 %	Varias
	Total	580.981.459	100 %	

Fuente: Memoria Anual de la compañía 2017

Composición accionaria acciones comunes con derecho a voto

Tipo de Acción	Número de Acciones	Valor Nominal por acción
Serie A	223.774.704	S/ 1,00
Serie B	329.870.528	S/ 1,00
Serie C	27.336.227	S/ 1,00
Total	580.981.459	S/ 1,00

Tenencia de acciones con derecho a voto	Número de tenedores	Número de acciones	% de participación
Accionistas con más de 10 %	2 (*)	579.677.822	99,775615 %
Accionistas menores a 1 %	338	1.303.637	0,224385 %
Total de acciones comunes		580.981.459	100 %

Fuente: Memoria Anual de la compañía 2017

(*)Perú Beverage Limitada S.R.L y AC Bebidas S. de R.L de C.V

Composición accionaria acciones de inversión sin derecho a voto

Tenencia acciones sin derecho a voto	Número de titulares de acciones de inversión	Número de acciones	% de participación
Menor al 1 %	2239	6.322.617	8,84 %
Entre 1 % y el 5 %	4	9.197.834	12,86 %
Entre 5 % y el 10 %	2	10.070.412	14,08 %
Mayor al 10 %	4	45.939.105	64,23 %
Total	2249	71.522.816	100 %

Fuente: Memoria anual de la compañía 2017

Anexo 21. Análisis de Posición del tipo de cambio

La empresa tiene una posición pasiva (corta) entre los años 2013 al 2017 y se debe a las emisiones de bonos internacionales y a cuentas por pagar a relacionadas. Adicionalmente, consideramos en la proyección una nueva emisión en dólares para re-perfilar deuda en el año 2020 y se registró en los otros pasivos financieros. Por lo tanto, ante los escenarios de un aumento o disminución del 5 % del tipo de cambio la empresa siempre presentaría una posición pasiva.

Posición Neta Cambiaria (En Millones de Soles)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Activo															
Efectivo y equivalente de efectivo	111	5	74	3	0	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Cuentas por cobrar comerciales, neto	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Cuentas por cobrar a relacionadas	21	46			11										
Otras cuentas por cobrar	30	29	36	29	22	26	26	27	27	28	28	29	30	30	31
Total activo	163	80	111	34	34	28	29	30	30	31	31	32	33	33	34
Pasivo															
Cuentas por pagar comerciales	178	56	70	45	40	42	43	44	45	46	47	47	48	49	50
Factoring con proveedores		79	33	15	5	10	10	11	11	11	11	11	12	12	12
Cuentas por pagar a relacionadas	6	48	8	10	8	9	10	10	10	10	10	11	11	11	11
Otras cuentas por pagar	5	6	5	3	24	13	14	14	14	14	15	15	15	16	16
Otros pasivos financieros	594	601	588	401	401	447	447	392	305	309	346	416	486	556	626
Porción cubierta "call spread"			-100		-50	-50	-50	-50	0	0	0	0	0	0	0
Porción cubierta con forwards de tipo de cambio	-100														
Porción cubierta con "cross currency swaps"		-115		-230	-230	-230	-230	-213	-130	-130	0	0	0	0	0
Total pasivo cubierto	684	676	604	244	198	242	244	208	254	260	429	500	572	644	716
Pasivo neto	(520)	(596)	(493)	(210)	(164)	(214)	(215)	(178)	(224)	(229)	(397)	(468)	(539)	(610.485)	(681.577)
Tipo de cambio promedio anual	2,80	2,99	3,41	3,36	3,24	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35
Equivalencia en Soles	(1.455)	(1.780)	(1.683)	(705)	(530)	(716)	(719)	(597)	(751)	(769)	(1.331)	(1.569)	(1.807)	(2.045)	(2.283)
Aumento en 5 %	(1.527)	(1.869)	(1.767)	(740)	(557)	(752)	(755)	(626)	(788)	(807)	(1.398)	(1.647)	(1.897)	(2.147)	(2.397)
Disminución en 5 %	(1.382)	(1.691)	(1.599)	(670)	(504)	(680)	(683)	(567)	(713)	(730)	(1.265)	(1.491)	(1.717)	(1.943)	(2.169)

Anexo 22. Análisis de la industria de Porter

El análisis de las cinco fuerzas de Porter es un modelo estratégico elaborado por el ingeniero y profesor Michael Porter de la Escuela de Negocios Harvard, en el año 1979. Este modelo establece un marco para analizar el nivel de competencia dentro de una industria, para poder desarrollar una estrategia de negocio.

Las cinco fuerzas de Porter incluyen tres fuerzas de competencia horizontal: Amenaza de productos sustitutos, amenaza de nuevos entrantes o competidores en la industria, y la rivalidad entre competidores, y también comprende 2 fuerzas de competencia vertical: El poder de negociación de los proveedores, y el poder de negociación de los clientes.

Anexo 23. Discusión sobre deuda proyectada y pricing

En base a nuestra proyección identificamos una necesidad de fondos a partir del año 2020. Esta necesidad se generará como resultado del pago de las amortizaciones de capital de los bonos corporativos internacionales cuyo cronograma establece pagar US\$ 125 millones, equivalente a S/419 millones. Los flujos provenientes de las actividades de operación estimados en S/562 millones no serían suficientes para afrontar los gastos de capital estimados en US\$70 millones, equivalente a S/.235 millones y las amortizaciones antes mencionadas. Como mostramos en el cuadro a continuación, el año 2021 presentaría un saldo de caja sobregirada:

<i>Cifras en millones de soles</i>	Información Proyectada									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Tipo de cambio	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35
Inflación local (Var. anual)	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Amortizaciones de capital										
Bonos corporativos 11/2023	-	-	-	(109)	(218)	(109)	-	-	-	-
Bonos corporativos 11/2021	-	-	(419)	(419)	-					
Bono corporativo local						(100)				
Préstamo bancario								-	(150)	
Amortizaciones anuales	-	-	(419)	(528)	(218)	(209)	-	-	(150)	
Pago de intereses y dividendos	(177)	(168)	(171)	(174)	(119)	(119)	(82)	(112)	(136)	(156)
CAPEX estimado	(238)	(238)	(238)	(238)	(238)	(238)	(238)	(335)	(238)	(238)
Flujo operativo	475	504	524	547	560	589	604	649	684	721
Saldo de caja al inicio del año	87	184	278	(25)	(422)	(448)	(442)	(184)	(25)	83
Deuda/ EBITDA	2.9	2.7	1.9	0.9	0.5	0.2	0.2	0.2	0	0

Fuente: Elaboración propia, 2018

Por ello, consideramos una emisión de US\$160 millones, equivalente a S/ 536 millones a una tasa en dólares de 5.793% por un plazo de 10 años amortizable en 4 armadas en los últimos cuatro

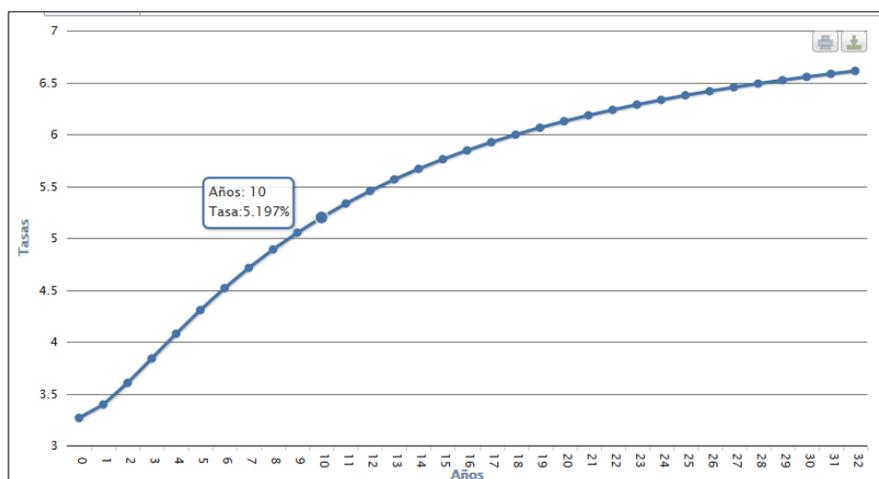
años de su vigencia con el propósito de re-perfilar su deuda a largo plazo. Por otro lado, la tasa cupón de esta nueva emisión, la estimamos en base al spread resultante entre la tasa cupón de la última emisión de bonos corporativos realizado por la Compañía en diciembre de 2016 cuya tasa cupón fue 7.5% versus la curva cupón cero de bonos a 10 años a esa misma fecha que fue de 6.39% resultando un spread de 1.11%. Aplicamos este spread a la curva cupón cero del 31 de diciembre 2017 a 10 años, obteniendo 6.31% tasa en soles.

FECHAS	CCC	SPREAD	TASA
DIC-16	6.39%	1.11%	7.50%
DIC-20	5.20%	1.11%	6.31%

Fuente: Elaboración propia 2018

La tasa resultante fue convertida a dólares utilizando las tasas de inflación de EEUU y Perú, obteniendo 5.793%. Esta es la tasa a la cual estimamos se podría cotizar una nueva emisión en el año 2020, tasa que podría ser menor, en tanto mejore la calificación de riesgo de la Compañía y sus resultados.

Curva cupón cero de soberanos en soles al 31 de diciembre de 2017



Fuente: Superintendencia de banca, seguros y AFP. Elaboración propia 2018

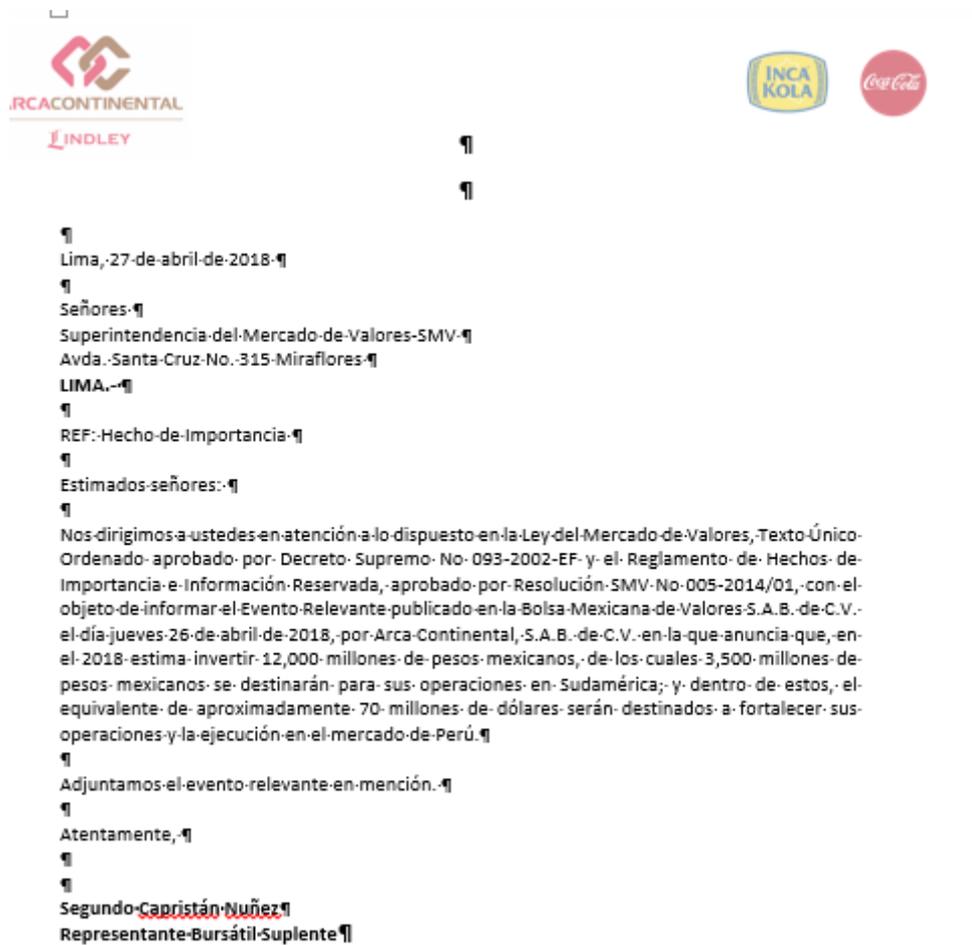
Como resultado de nuestras estimaciones obtuvimos que el saldo caja al final de año presentaría un comportamiento positivo, el ratio deuda versus EBITDA llegaría a 2.8x en el 2020 y va disminuyendo.

<i>Cifras en millones de soles</i>	Información Proyectada									
	<u>2018</u>	<u>2019</u>	2020	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>	<u>2027</u>
Tipo de cambio	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35
Inflación local (Var. anual)	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Nueva emisión			536							
Amortizaciones de capital										
Bonos corporativos 11/2023	-	-	-	(109)	(218)	(109)	-	-	-	-
Bonos corporativos 11/2021	-	-	(419)	(419)	-					
Bono corporativo local						(100)				
Préstamo bancario								-	(150)	(40)
Amortizaciones anuales	-	-	419	528	218	209	-	-	150	40
Pago de intereses y dividendos	(177)	(168)	(180)	(182)	(128)	(127)	(89)	(119)	(143)	(162)
CAPEX estimado	(238)	(238)	(238)	(238)	(238)	(238)	(238)	(335)	(238)	(238)
Flujo operativo	475	504	524	547	560	589	604	649	684	721
Saldo de caja a inicio del año	87	184	278	505	102	70	70	324	477	580
	2.9	2.7	2.8	1.8	1.4	1.0	0.9	0.9	0.7	0.6

Fuente: Elaboración propia, 2018

Anexo 24. Manifestación de la Gerencia respecto al CAPEX

Hecho de importancia del 27 de abril de 2018



Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores SMV, hechos de importancia. 2018

Notas biográficas

Piero Suárez Cavagneri

Nació en Lima. Estudió en la Pontificia Universidad Católica del Perú, donde obtuvo el grado de Licenciado en Economía. Se desempeñó en áreas de estudios económicos y de planeamiento financiero. Actualmente se desempeña como analista de Riesgo Financiero en la Caja de Pensiones Militar Policial.

Cheryl Ivette Wong Pérez

Nació en Iquitos, Loreto. Estudió en la Pontificia Universidad Católica del Perú, donde obtuvo el grado de Contadora Pública. Tiene estudios de especialización en finanzas. Ha laborado en PriceWaterhouse Coopers. Actualmente se desempeña con Auditora Senior en el Banco Interbank.

Paola Yacqueline Tello Sifuentes

Nació en Ica. Estudio en la Universidad Nacional Federico Villarreal, donde obtuvo el grado de Contadora Publica. Tiene estudios en tributación y finanzas. Ha laborado en Prosegur Tecnología. Actualmente se desempeña como manager de finanzas de Top Rank Hotel SAC.