



**"REPORTE DE VALORACIÓN
FERREYCORP S.A.A."**

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

Presentado por

Srta. Milagros Legua Díaz

Sr. Sergio Okuma Fullita

Sra. Karina Torres Quique

Asesor: Profesor Jorge Eduardo Lladó Márquez

2015

Dedicamos el presente trabajo a nuestras familias, por su apoyo y comprensión; a nuestros profesores, por el tiempo que nos brindaron para el desarrollo de este trabajo; y a nuestros amigos, que aportaron con sus conocimientos.

Resumen ejecutivo

La recomendación de estrategia de inversión es de “comprar” acciones de Ferreycorp. El valor de la acción ha sido estimado en S/. 1,60, lo cual representa un incremento de 25,2% respecto de la cotización del 30/11/2015 de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), que publicó en ese entonces un precio de cierre de S/. 1,28.

- Potencial de crecimiento en tiempos difíciles

Debido a la coyuntura actual que vive el país, si bien existe expectativa de potencial de crecimiento en los próximos años por la ejecución y culminación de los proyectos mineros y de infraestructura pendientes, la corporación experimenta una ralentización de sus ventas. No obstante, el precio de la acción se ha mantenido relativamente estable en el mercado bursátil debido al crecimiento de su división de mantenimiento y venta de repuestos, y a los constantes esfuerzos de la gerencia por lograr mayor eficiencia en sus operaciones.

- Diversificando el portafolio de productos

El modelo de desarrollo de Ferreycorp apunta al crecimiento en función de nuevos negocios relacionados a su actividad principal (comercialización de bienes de capital), complementando su oferta de productos con servicios postventa, incluyendo servicios de mantenimiento y reparación de maquinaria. Los clientes de la corporación provienen principalmente de los sectores de minería (50%) y construcción (28%); es por ello que el mix de ingresos de Ferreycorp se encuentra principalmente asociado (aunque a una tasa decreciente) a las ventas de maquinaria a sectores productivos muy relacionados al desempeño económico. Por tanto, se considera que la acción de Ferreycorp es “cíclica”.

- Estabilidad pese a turbulencia

Entre enero y junio del 2015, las ventas de Ferreycorp alcanzaron los S/. 2.650 millones, superiores en 6% a las ventas obtenidas durante el mismo periodo del año anterior. La adquisición de la subsidiaria Trex en Chile le ha permitido a la corporación compensar la caída por menores ventas de maquinaria Caterpillar para el sector minería en Perú, debido a que las empresas del sector minería retrasaron sus planes de inversión como consecuencia de la caída en el precio de los commodities y de distintos conflictos sociales.

Índice

| | |
|---|-------------|
| Índice de tablas..... | vi |
| Índice de gráficos | viii |
| Índice de anexos | ix |
| | |
| Capítulo I. Introducción..... | 1 |
| 1. Descripción del negocio..... | 2 |
| 1.1. Estructura del negocio..... | 2 |
| 1.2. Descripción de productos y servicios..... | 3 |
| 1.2.1. Productos Ferreycorp | 3 |
| 1.2.2. Servicios Ferreycorp | 3 |
| 2. Evolución del precio de la acción | 4 |
| 3. Gobierno corporativo | 7 |
| 4. Posición competitiva | 7 |
| 4.1. Amenaza de ingreso de nuevos competidores..... | 8 |
| 4.2. Rivalidad en el sector | 8 |
| 4.3. Poder de negociación de los clientes..... | 9 |
| 4.4. Poder de negociación de los proveedores | 9 |
| 4.5. Productos sustitutos..... | 9 |
| 5. Análisis de la industria..... | 10 |
| 5.1. Análisis macroeconómico | 10 |
| 5.2. Análisis por sectores económicos | 13 |
| 5.2.1. Minería..... | 13 |
| 5.2.2. Construcción | 14 |
| 5.2.3. Gobierno..... | 15 |
| 6. Resultados financieros | 15 |
| 6.1. Ratios financieros..... | 17 |
| 7. Adquisiciones del grupo Ferreycorp | 20 |
| | |
| Capítulo II. Valoración..... | 22 |
| 1. Descripción de los modelos usados..... | 22 |
| 1.1. Método de Flujo de caja libre..... | 22 |
| 1.1.1. Modelo de estimación de ventas | 23 |
| 1.2. Método de múltiplos de compañías comparables | 25 |

| | |
|---|-----------|
| 2. Resultados de la valoración..... | 26 |
| 3. Análisis de sensibilidad..... | 27 |
| 4. Riesgos | 28 |
| 4.1. Riesgo de la industria..... | 29 |
| 4.2. Riesgo político y social | 29 |
| 4.3. Riesgo ambiental..... | 29 |
| 4.4. Riesgo cambiario..... | 30 |
| 4.5. Riesgo regulatorio | 30 |
| 4.6. Riesgo de crédito..... | 31 |
| 4.7. Riesgo macroeconómico | 31 |
| 5. Limitaciones..... | 31 |
| | |
| Conclusiones y recomendaciones | 32 |
| 1. Conclusiones | 32 |
| 2. Recomendaciones..... | 32 |
| | |
| Bibliografía | 33 |
| Anexos | 34 |

Índice de tablas

| | | |
|-----------|--|----|
| Tabla 1. | Relación de accionistas..... | 5 |
| Tabla 2. | Utilidad por acción, dividendos por acción y tasa de reinversión | 7 |
| Tabla 3. | Relación de proyectos mineros no ejecutados..... | 14 |
| Tabla 4. | Moneda funcional por subsidiaria | 16 |
| Tabla 5. | Estructura de financiamiento | 19 |
| Tabla 6. | Relación de empresas adquiridas desde el año 2013 | 21 |
| Tabla 7. | Estimación de ventas para el periodo 2015-2024..... | 24 |
| Tabla 8. | Ferreycorp y empresas comparables..... | 26 |
| Tabla 9. | Resumen de valorización..... | 26 |
| Tabla 10. | Cobertura de analistas..... | 27 |
| Tabla 11. | Análisis de sensibilidad..... | 28 |

Índice de gráficos

| | | |
|------------|---|----|
| Gráfico 1. | Composición accionarial de Ferreycorp | 5 |
| Gráfico 2. | Evolución del precio de la acción de Ferreycorp | 6 |
| Gráfico 3. | Modelo de las cinco fuerzas de Porter..... | 8 |
| Gráfico 4. | Análisis FODA | 10 |
| Gráfico 5. | Importación de bienes de capital vs ventas Ferreycorp | 23 |

Índice de anexos

| | | |
|-----------|---|----|
| Anexo 1. | Principales hitos de Ferreycorp | 35 |
| Anexo 2. | Cambios y nombramientos en la corporación | 35 |
| Anexo 3. | Relación de directores | 36 |
| Anexo 4. | Descripción de subsidiarias de Ferreycorp | 36 |
| Anexo 5. | Composición de la deuda a largo plazo | 37 |
| Anexo 6. | Resultados financieros | 38 |
| Anexo 7. | Estados Financieros proyectados..... | 39 |
| Anexo 8. | Ratios financieros | 41 |
| Anexo 9. | Múltiplos comparables | 43 |
| Anexo 10. | Ventas por sectores económicos..... | 44 |
| Anexo 11. | Método de flujo de caja libre..... | 44 |
| Anexo 12. | Estimación de ventas de subsidiarias..... | 47 |
| Anexo 13. | Matriz de riesgos | 50 |
| Anexo 14. | Análisis de sensibilidad | 51 |

Capítulo I. Introducción

Ferreycorp es un holding peruano con 93 años de vida institucional en el rubro de bienes de capital y servicios complementarios con presencia en seis países: Perú, Guatemala, El Salvador, Nicaragua, Belice y Chile. Mantiene una alianza estratégica desde el año 1942 con la marca Caterpillar, el fabricante más importante de equipos de minería y de maquinarias para el sector construcción. Por esta razón, Ferreycorp se ha convertido en el líder indiscutible del rubro en el Perú, y es así que representa exclusivamente a la marca CAT a través de su subsidiaria Ferreyros S.A.A.

Debido a que Ferreycorp, conformada por diecisiete subsidiarias, es el mayor importador de bienes de capital en el Perú, se considera importante valorizar el grupo económico. Su acción fue registrada en la BVL en el año 1962, y actualmente dicha acción forma parte del Índice S&P / BVL Perú General, del Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC) y del Índice S&P / BVL Mining. Por tanto, incide de forma significativa y positiva en dichos índices e impacta de forma positiva en la creación de valor para los accionistas.

Ferreycorp mantiene perspectivas de crecimiento favorables; sin embargo, el precio de la acción en el mercado local sufrió un fuerte retroceso en el mes de agosto 2015 por la caída de la bolsa de China y la posible recategorización de la Bolsa de Valores de Lima a mercado frontera. Si bien el escenario actual es el de una economía desacelerada con apreciación del dólar y caída del precio de commodities, la estrategia de la corporación se encuentra focalizada en una gestión centrada en el cliente, servicio postventa, desarrollo de nuevos negocios y eficiencia operacional, para así contrarrestar su exposición al debilitamiento de la economía.

Por otro lado, es importante mencionar que el 28/04/2015 se realizó una reunión con Patricia Gastelumendi, Chief Financial Officer de Ferreycorp, quien brindó información y acceso para participar de las *call conferences* de inversionistas de los días 27/07/2015 y 30/10/2015, de las cuales se pudo obtener información muy valiosa y actual sobre la corporación.

Considerando lo expuesto anteriormente, la presente valorización ha sido calculada con información a junio del 2015, sobre la base del promedio ponderados de los métodos de Flujo de Caja Libre a la Empresa (FCFF) y de múltiplos comparables de los ratios *Price-Earning* y Valor patrimonial-EBITDA, con la sensibilización de las variables de tipo de cambio e importación de bienes de capital, y del WACC de largo plazo y la tasa de crecimiento (g).

1. Descripción del negocio

Ferreycorp S.A.A. fue fundada bajo el nombre de Enrique Ferreyros y Cía. en 1922, dedicándose exclusivamente a la comercialización de productos de consumo. Posteriormente, en 1942 la empresa asumió la representación exclusiva de la marca Caterpillar en el Perú para la provisión de bienes de capital y servicios complementarios; y en 1998, la empresa modificó su estatuto social y su denominación a Ferreyros S.A.A., para luego consolidarse en marzo de 2012 en un holding, y denominarse Ferreycorp, corporación que actualmente está compuesta por diecisiete subsidiarias, de las cuales once son locales y seis son del exterior. Para mayor información de la trayectoria de la corporación se recomienda ver el anexo 1.

Es importante mencionar que los principales objetivos de la reorganización fueron formar un holding que agrupe las actividades de los diferentes negocios definiendo lineamientos y políticas a largo plazo, y diferenciar el rol de la corporación del core del negocio (representar marcas comerciales, principalmente Caterpillar). Es así que en Junio de este año Ferreycorp anunció cambios gerenciales. Para mayor detalle ver anexo 2.

En ese sentido, las empresas subsidiarias del grupo, además de aportar a las ventas y utilidades de Ferreycorp, unen esfuerzos, experiencia y despliegue logístico para potenciar el liderazgo del mercado peruano y su expansión internacional.

1.1. Estructura del negocio

La estructura de negocios de Ferreycorp se encuentra dividida en tres bloques:

- 1) Empresas comercializadoras de maquinaria y equipos Caterpillar en Perú;
- 2) Empresas representantes de las marcas Caterpillar y marcas afiliadas en el extranjero que operan en Centroamérica; y
- 3) Empresas de servicios complementarios integradas para los diferentes sectores productivos.

Es importante mencionar que Ferreycorp es dueña del 100% de las empresas mencionadas, a excepción de Ferrenergy, en la cual mantiene el 50% de participación, mientras el resto de la participación pertenece a Energy International Corporation, vinculada a Caterpillar Colombia. Dado que la corporación solo posee parte del accionariado, para efectos de la presente valoración, no se considera a Ferrenergy en los resultados consolidados de Ferreycorp.

La estructura organizativa del holding Ferreycorp responde a la ejecución de una estrategia de diversificación buscando crecer tanto en Perú con la marca Caterpillar, como en Centroamérica con Lubricantes Mobil, y en otros países de América Latina como Ecuador y Colombia con la marca Terex. De esa forma, la corporación desarrolla su modelo de negocios ofreciendo productos y servicios diferenciados para cada sector y segmento objetivo, concentrándose principalmente en sectores estratégicos como minería, construcción de infraestructura, energía y agricultura (ver anexo 4).

1.2. Descripción de productos y servicios

1.2.1. Productos Ferreycorp

- Maquinaria: camiones, cargadores, compactadores, equipos de minería, equipos de pavimentación, excavadoras, manipuladoras de materiales, motoniveladoras, mototraillas y tractores
- Energía y motores: productos de ampliación marina, motores industriales y productos de generación eléctrica
- Chancadoras y zarandas: fijas y móviles sobre neumáticos
- Grúas: móviles
- Equipos agrícolas: tractores, implementos, cosechadores, equipos de molinería, línea de procesamiento para maíz, limpieza y pulido de frejoles y equipos para limpieza, secado, almacenamiento y transporte de granos
- Equipos forestales: tractores, cargadores frontales, motoniveladoras, excavadoras, skidders, equipos y máquinas para madera, aserraderos, secadores y calderos

1.2.2. Servicios Ferreycorp

- Financiamiento

La corporación pone a disposición de sus clientes diversas alternativas para estructurar el financiamiento de los bienes de capital, tales como asesoría financiera, financiamiento directo para la compra de máquinas, camiones, repuestos, servicios y financiamiento de terceros.

- Servicio de soporte

Ofrece una amplia gama de servicios postventa para mantener las operaciones de sus clientes, como soluciones tecnológicas, acuerdos de soporte al cliente, logística, programa de intercambio de componentes y laboratorios SOS para el correcto funcionamiento de máquinas.

- Programa de capacitación

La corporación capacita tanto a sus clientes como a su personal técnico ofreciendo diversos cursos y seminarios.

- Servicio técnico

Ofrece dar mantenimiento a las operaciones de sus clientes con una red descentralizada de 27 talleres a nivel nacional, y de esa forma acompaña a sus clientes en el mismo lugar donde desarrollan sus operaciones.

- Servicios especiales para productos agrícolas y forestales

Ofrece asesoría personalizada, servicios postventa, servicio mecánico, repuestos y garantía.

2. Evolución del precio de la acción

A junio del 2015, el capital social se encuentra representado por un total de 1.014.326.324 acciones comunes con un valor nominal de S/. 1 cada una, íntegramente suscritas y pagadas. La acción posee el nemónico FERREYC1 y cotiza en la BVL. Los principales accionistas de Ferreycorp son:

Tabla 1. Relación de accionistas

| Accionistas | Participación | Nacionalidad |
|---|----------------|----------------|
| La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. | 8.83% | Peruana |
| Onyx Latin America Equity Fund LP | 7.33% | Estadounidense |
| Equinox Partners LP | 7.14% | Estadounidense |
| RI-Fondo 2 (PRIMA AFP) | 7.04% | Peruana |
| Otros accionistas con participación menor al 5% | 21.47% | Extranjero |
| Otros accionistas con participación menor al 5% | 48.19% | Peruana |
| TOTAL | 100.00% | |

Fuente: BVL. Elaboración propia, 2015.

La distribución de las acciones del capital social es de 35,94% para accionistas extranjeros y de 64,06% para accionistas nacionales.

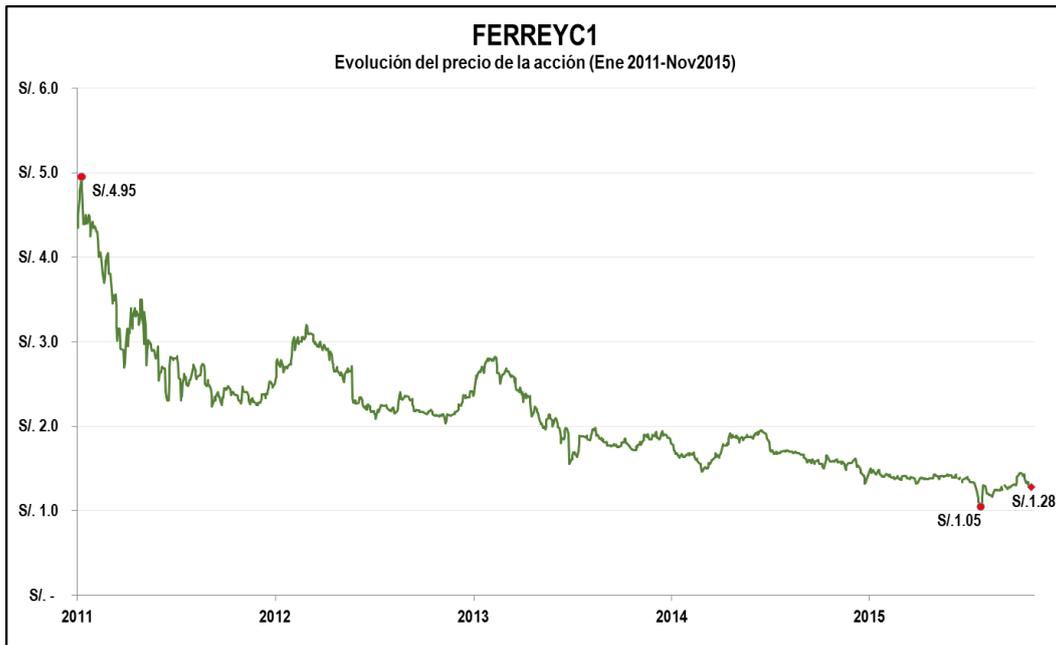
Gráfico 1. Composición accionarial de Ferreycorp



Fuente: BVL. Elaboración propia, 2015.

El precio de la acción en los últimos cinco años ha obtenido su mayor cotización en febrero del 2011, cuando alcanzó los S/. 4,95 debido al buen precio de los commodities y a la mayor producción por parte de las empresas mineras, que a su vez generaron una alta demanda de bienes de capital. Sin embargo, en los dos últimos años, como consecuencia de la caída en el precio de los minerales y la paralización de algunos proyectos a consecuencia de los conflictos sociales, el sector ha mostrado una desaceleración, ocasionando que retrasen las adquisiciones de nueva maquinaria. Así, la acción alcanzó un precio mínimo de S/. 1,05 el 24/08/2015.

Gráfico 2. Evolución del precio de la acción de Ferreycorp



Fuente: BVL, 2015. Elaboración propia, 2015.

El 27/08/2015, el Directorio de Ferreycorp, basándose en las facultades delegadas por su Junta General de Accionistas en 1998, autorizó recomprar acciones hasta por un monto no mayor del 10% del capital suscrito y permanencia en cartera hasta por dos años (plazo máximo permitido por ley); por tanto, Ferreycorp ha recomprado 11,9 millones de acciones a través de Rueda de bolsa de la BVL, lo cual representa aproximadamente el 1% del valor total de las acciones. Con ello el precio de su acción se ha recuperado, pasando de S/. 1,17 –precio de cierre en el momento del anuncio del plan de recompra- a S/. 1,28 al cierre de noviembre.

Es importante precisar, que el acta del citado acuerdo de Directorio no establece fecha de expiración para la recompra de acciones y, adicionalmente a ello, precisa que la adquisición de las acciones se podrá realizar en partes cuando las condiciones de mercado lo ameriten y sea conveniente a los intereses de la corporación; señalando además, que dicho acuerdo puede ser modificado o dejado sin efecto en cualquier momento, a discreción de la corporación.

Por otro lado, la utilidad por acción (EPS por sus siglas en inglés) registrada contablemente ha ido disminuyendo porque el número de acciones ha ido aumentando, debido a la mayor emisión que se produjo a consecuencia de capitalización parcial de utilidades, y, a su vez, como resultado de una disminución de la utilidad neta.

Tabla 2. Utilidad por acción, dividendos por acción y tasa de reinversión

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Utilidad Neta (en millones S/.) | 195,031.00 | 220,423.00 | 100,025.00 | 91,981.00 |
| Ajuste NICs años anteriores | | | | 39,099.55 |
| Total (en millones S/.) | 195,031.00 | 220,423.00 | 100,025.00 | 131,080.55 |
| Reserva legal | 19,503.10 | 22,042.30 | 10,002.50 | 13,108.06 |
| Utilidad de libre disposición | 175,527.90 | 198,380.70 | 90,022.50 | 117,972.50 |
| acciones | 698,403 | 803,235 | 945,227 | 1,014,326 |
| EPS | 0.28 | 0.27 | 0.11 | 0.09 |
| Monto p/div | 41,904.16 | 48,194.09 | 55,797.68 | 60,859.58 |
| DPS | 0.0600 | 0.0600 | 0.0590 | 0.0600 |
| Payout ratio | 23.87% | 24.29% | 61.98% | 51.59% |
| Tasa de reinversión | 76.13% | 75.71% | 38.02% | 48.41% |

Fuente: Memorias Anuales Ferreycorp, Hechos de Importancia SMV, 2015. Elaboración propia, 2015.

3. Gobierno corporativo

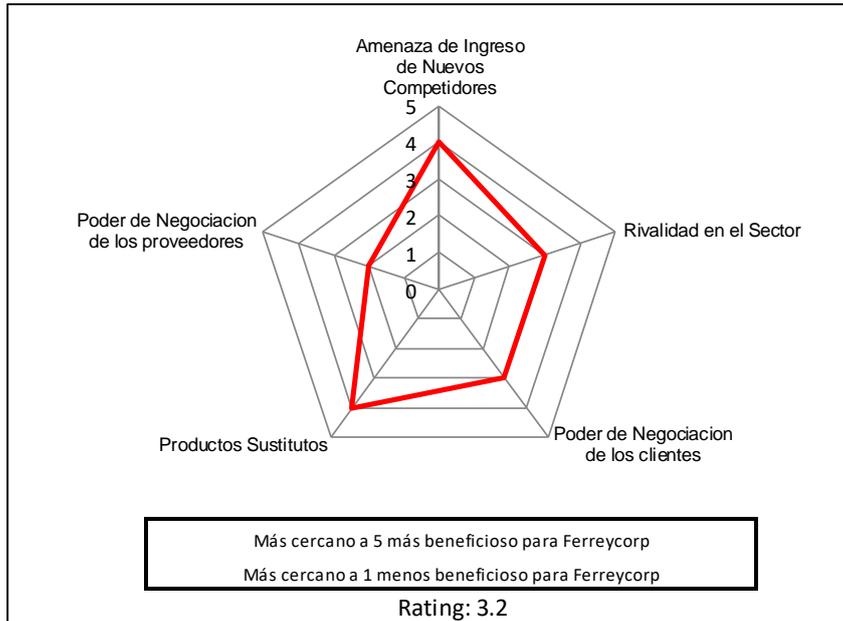
Respecto a las prácticas de buen gobierno corporativo, Ferreycorp asume el compromiso de mejora permanente, adopta e impulsa las buenas prácticas con principios de seriedad, equidad y transparencia, y de esa forma mantiene una buena relación con sus inversionistas y con el mercado en general. Este 2015 sería el octavo año consecutivo que la corporación es parte del Índice de Buen Gobierno Corporativo de la Bolsa de Valores de Lima.

De acuerdo con lo previsto en los “Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas” de la BVL, la empresa cuenta con directores independientes para asegurar el ejercicio de un juicio independiente en asuntos donde haya potenciales conflictos de interés, y así asegurar la pluralidad de opiniones. Para mayor detalle se puede ver el anexo 3.

4. Posición competitiva

La corporación mantiene su posición competitiva en el mercado local y externo principalmente con la marca Caterpillar. Es así que se presenta el análisis de la estrategia corporativa a través de las cinco fuerzas de Porter.

Gráfico 3. Modelo de las cinco fuerzas de Porter



Fuente: Informe Clasificadora de Riesgo Equilibrium 21 Mayo 2015. Elaboración propia, 2015.

4.1. Amenaza de ingreso de nuevos competidores

La posible entrada de nuevos importadores de maquinaria a precios más bajos en el mercado es un peligro vigente que enfrenta la corporación. Aunque la compañía ha sido capaz de diferenciar sus productos y servicios de los de sus competidores, no hay garantía de que la competencia de bajo precio no debilitará esta ventaja competitiva en el mediano plazo, lo que podría afectar los márgenes operativos de Ferreycorp. Sin embargo, en el corto plazo se considera que la amenaza de nuevos competidores es baja, debido a los montos de inversión requeridos para atender a los clientes de este sector de manera satisfactoria y a gran escala, además de la ventaja de la diferenciación en el servicio postventa. Si bien es posible ingresar atendiendo pequeños proyectos, el tiempo requerido para crecer a la par de enfrentar a la competencia ya establecida con una buena reputación hace que sea difícil ver un efecto sorpresa en el corto plazo.

4.2. Rivalidad en el sector

El nivel de competitividad en la industria no es alto debido a la amplia línea de productos que distribuye Ferreycorp, y las decisiones de los clientes deben reducirse a pocas marcas dependiendo al sector a que pertenecen. Así, por ejemplo, para minería subterránea Caterpillar mantiene un 97% de participación; en minería de tajo abierto no mantiene el liderazgo, pues el líder es Komatsu con un 44% (Caterpillar mantiene un 42%). En el sector energía compete

directamente con Cummins, que mantiene un 33% del mercado, en comparación a un 64% de Caterpillar.

4.3. Poder de negociación de los clientes

En el caso de Ferreycorp existe un poder de negociación mixto, pues frente a los grandes clientes, tales como empresas mineras y de construcción, los términos de negociación son puntuales y no existe mayor margen para obtener beneficios adicionales. En contraste, frente a los clientes de tamaño más reducido, como los que atiende su subsidiaria Cresko (encargada de los sectores emergentes), el poder de negociación es mucho más elevado.

4.4. Poder de negociación de los proveedores

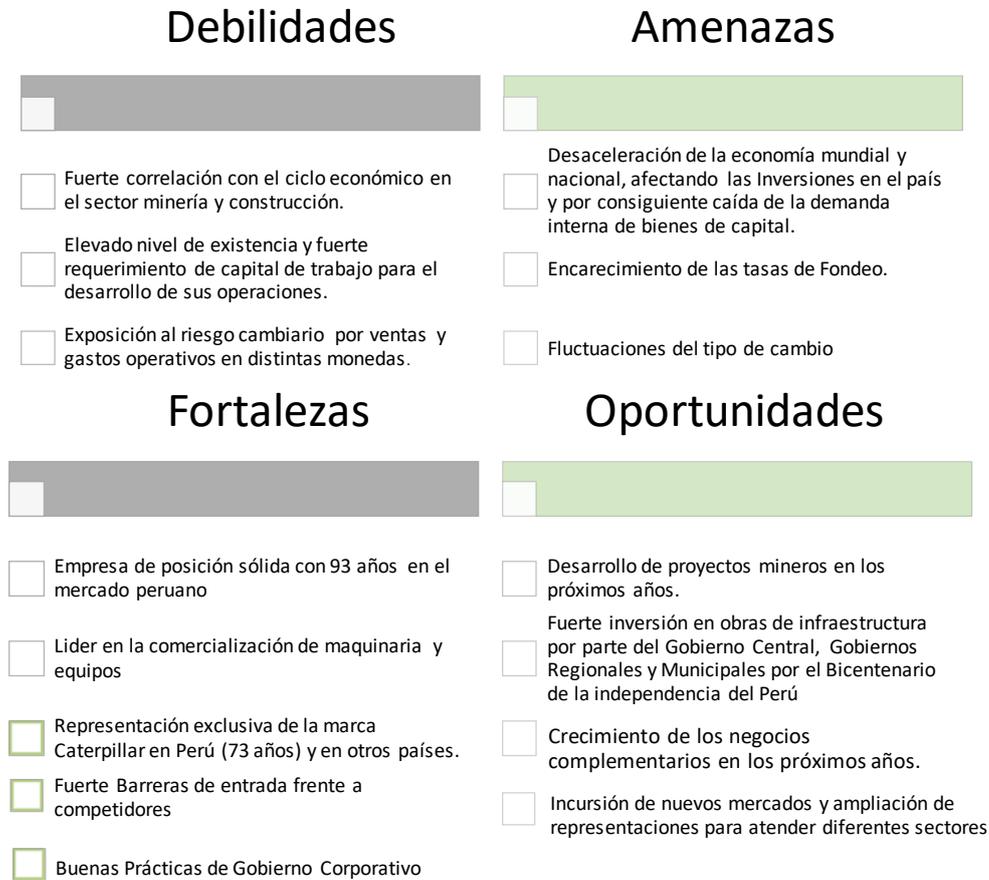
El proveedor principal de Ferreycorp es Caterpillar. El hecho de contar con la representación exclusiva en el Perú, Chile y Centroamérica y de otorgar facilidades crediticias a sus clientes a través del brazo financiero de la marca Caterpillar Financiera hace que el poder de negociación de la corporación sea elevado.

4.5. Productos sustitutos

A pesar de que es relativamente fácil para los clientes encontrar marcas sustitutas, no es fácil encontrar productos con la misma reputación de la marca Caterpillar, ni el mismo nivel de servicio postventa que proporciona Ferreycorp en cuanto a servicios de mantenimiento, repuestos, etcétera. Pueden presentarse productos sustitutos por determinadas líneas de negocio, como la de lubricantes, dado que Ferreycorp, a través de algunas de sus subsidiarias, cuenta con la representación de lubricantes Mobil. Sin embargo, debido a que este producto aporta un porcentaje muy reducido de los ingresos del holding, el impacto ante una eventual sustitución es reducido.

El siguiente análisis FODA complementa y sintetiza la situación actual de la corporación.

Gráfico 4. Análisis FODA



Fuente: Memorias Anuales Ferreycorp, 2014 y 2015. Elaboración propia, 2015.

5. Análisis de la industria

5.1. Análisis macroeconómico

La economía mundial aún no logra recuperar los niveles previos a la crisis financiera internacional. Así, el World Economic Outlook (WEO) publicado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), señala en su actualización de octubre 2015 que, considerando las proyecciones tanto para las economías avanzadas como emergentes como un todo, el crecimiento del 2015 del PBI mundial será moderado, con un persistente pero modesto patrón de recuperación en economías desarrolladas y, por el contrario, con un quinto año consecutivo de desaceleración del producto en las economías emergentes. A nivel desagregado, el FMI señala que la recuperación de las economías avanzadas será más pronunciada en Estados Unidos y el Reino Unido, siendo marginal para la zona Euro y para Japón. En tanto, para países emergentes y economías en desarrollo las

fuentes de desaceleración del crecimiento van desde la caída de los precios hasta la inestabilidad política y conflictos sociales que afectan a varios países. De acuerdo con lo indicado en el último WEO, dichas condiciones generan una reducción de los flujos de capital hacia los mercados emergentes, presionando a la baja sus monedas e incrementando la volatilidad de sus mercados financieros. En este sentido, el FMI ha revisado a la baja la tasa de crecimiento del PBI mundial, ubicándolo en 3,1% para el 2015 (desde los 3,3% del WEO de julio), y 3,6% para el 2016 (3,8% en WEO julio). De acuerdo con lo indicado en el Informe, la contracción de la actividad, así como la agudización de los riesgos geopolíticos, la caída de los precios del petróleo por una menor demanda global (afectando a los países productores) y la desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía china constituyen los principales fundamentos para una menor proyección del producto.

Del mismo modo, el FMI proyecta una contracción del PBI a nivel de Latinoamérica, pues estima para el 2015 una contracción del 0,3% (-0,2% en WEO anterior), para luego experimentar un incremento de 0,8% durante el 2016 (1,3% en WEO anterior). Esta menor proyección respecto al informe de junio obedece –de acuerdo con el FMI– a la combinación de varios factores, entre los que destacan el menor crecimiento en los países exportadores de crudo (principalmente por el lado de Venezuela y Ecuador), la desaceleración en China que genera una caída en sus importaciones, ajustes en los niveles de crédito e inversión, así como tensiones geopolíticas y domésticas en varios países.

A nivel local, de acuerdo con lo señalado por el Banco Central de Reserva (BCRP) en el reporte de inflación de setiembre 2015, el menor dinamismo de las actividades no primarias como consecuencia del menor gasto público, la caída de la inversión privada y la disminución de las exportaciones no tradicionales ha originado que se ajusten las proyecciones de crecimiento del PBI respecto de las estimadas en el reporte de inflación de mayo, pasando de 3,9% a 3,1% para el año 2015. No obstante, esta última tasa es mayor al crecimiento experimentado el año 2014 (2,4%), lo cual podría deberse a una reversión parcial de los factores de oferta que afectaron al sector primario durante el año pasado.

De acuerdo con lo indicado por el BCRP, la caída consecutiva de los términos de intercambio durante los tres últimos años acentuó su impacto sobre variables clave como la inversión y el consumo privado, lo cual, aunado a la mencionada menor ejecución del gasto público por parte de los gobiernos regionales, impidió el crecimiento de sectores no primarios como la construcción debido una vez más a retrasos en el avance físico de obras públicas.

Asimismo, choques transitorios en la oferta, como la menor producción de oro y cobre, el impacto de la roya amarilla sobre la producción de café y las alteraciones climáticas en diferentes regiones como consecuencia del fenómeno de El Niño, afectaron fuertemente los sectores pesca y agricultura anclando hacia la baja el crecimiento de la actividad primaria.

De otro lado, en el paper “*Latin America Economic Analyst: Issue No: 14/18 LatAm: What Drove Growth Down During 1H2014?*” publicado por el Banco de inversión Goldman Sachs a finales del año 2014, se analiza –mediante el uso de técnicas econométricas¹- los componentes y determinantes del crecimiento económico en 5 países de la región (Brasil, Colombia, Chile, México y Perú), tratando de explicar cuáles han sido los factores que han generado (a excepción de Colombia) su desaceleración económica.

El citado paper señala que en el caso puntual del Perú, a diferencia de las otras economías donde principalmente son los factores internos los que han contribuido a la desaceleración, se ha podido identificar que los términos de intercambio (de los productos de la actividad primaria que el Perú exporta) y los flujos de capital, sí han afectado severamente el ritmo de crecimiento económico.

Por su parte, BBVA Research en su informe “*Situación Perú – Cuarto Trimestre 2015*” publicado el 12/11/2015, señala que el sector externo -relevante para la economía peruana- continuó deteriorándose en los últimos meses, destacando como principales fuentes de dicho deterioro el reducido margen de maniobra de China para ordenar su economía en un contexto de bajas tasas de crecimiento, así como la proximidad del inicio del ciclo alcista de tasas de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos; lo que induciría a un mayor descenso de los precios de las materias primas, incremento de la percepción de riesgo de economías emergentes y salidas de capital. Considerando dichos factores, BBVA Research estima para el 2015 un crecimiento de la actividad económica alrededor del 2.5%, y de 2.8% para el 2016, atribuyendo como principales soportes del crecimiento para el próximo año la mayor producción de cobre, que estiman aumentará en 22% bajo el supuesto que los proyectos Toromocho y Constancia operarán a plena capacidad, y que el proyecto minero Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde ingresarán en fase de producción. Del mismo modo, como segundo factor de crecimiento señalan el avance de obras de infraestructura relevantes como la Línea 2 del Metro de Lima, el gasoducto Sur de Perú, el Nodo Energético y la modernización de la refinería de Talara.

¹ A través del uso de regresiones múltiples Goldman Sachs analizó qué porcentaje del crecimiento del PBI de cada país se encontraba explicado por factores internos (brecha del producto, tasa de referencia, inflación y tipo de cambio), así como el porcentaje que se encuentra explicado por factores externos.

En este contexto de tasas de crecimiento del PBI local a nivel moderado, pero impulsado por una mayor participación de la actividad minera y el avance de obras de infraestructura, es que la importación de bienes de capital podría repuntar por la demanda de maquinaria para atender los sectores antes mencionados. No obstante, si bien para el periodo evaluado 1999-2014 el promedio de la tasa de crecimiento de la importación de bienes de capital es de 12.92%; considerando un crecimiento del PBI entre 2.8% y 3.1%, se estima que la importación de bienes de capital crecerá en un promedio de 2.5% en los próximos 10 años, tomando en cuenta una contracción del 2% para el 2015.

5.2. Análisis por sectores económicos

Los sectores económicos en los cuales participa la corporación son: minería, construcción, gobierno, industria, comercio y servicios, transporte, agricultura, pesca, hidrocarburos y energía. Se puede ver en mayor detalle en el anexo 10.

5.2.1. Minería

Las ventas de este sector han generado, a junio 2015, ingresos por casi el 51% de las ventas totales de la corporación. Entre los productos más vendidos resaltan las palas y perforadoras Caterpillar, las cuales han permitido a Ferreycorp incrementar su participación en el sector minero, obteniendo ventajas competitivas al ser el único participante del mercado que ofrece estos productos.

Durante el 2014, la disminución en el precio de los minerales y los conflictos sociales obligaron a las empresas mineras a realizar esfuerzos para controlar sus gastos y lograr una mayor eficiencia. Es así que las empresas mineras replantearon sus planes de inversión, que en muchos casos eran un plan de reducción y ello se ve reflejado para el 2015.

Sin embargo, Ferreyros recibió en el año 2014 órdenes de compra de cuatro palas adicionales, provenientes de la línea Caterpillar, que son los equipos de mayor envergadura de todo el portafolio CAT. De esta forma, se consolida la posición de la empresa, con un 42% del mercado nacional y como único proveedor del mercado capaz de suministrar toda la línea de equipos para una operación minera de tajo abierto. En otro ámbito, las empresas de minería subterránea también procuraron mantener sus niveles de producción, poniendo énfasis en reducir sus costos

de operación y postergar o reducir sus inversiones y programas de exploración. Sin embargo, Ferreyros lidera este sector con un 97% de participación.

En este orden de ideas, es importante añadir que en la actualidad² existen 15 proyectos mineros retrasados, ya sea por conflictos sociales y/o por trabas burocráticas, por un monto total de inversión de US\$ 21.515 millones, entre los que destacan los sonados casos de Conga (Cajamarca) y Tía María (Arequipa), con US\$ 4.800 millones y US\$ 1.200 millones, respectivamente.

Se considera que, al margen de los dos citados proyectos, los trece restantes, además del inicio de operaciones de la mina Constancia (Cusco) programado para el segundo semestre del año, podrían dinamizar el sector y con ello las ventas de Ferreycorp.

Tabla 3. Relación de proyectos mineros no ejecutados

| N° | Proyecto Minero | Primera fecha de inicio probable | Metal | Inversión (en USD MM) |
|----|--------------------------|----------------------------------|----------------|-----------------------|
| 1 | Las Bambas * | 2014 | Cu | 1,505 |
| 2 | Minas Conga | 2014 | Cu, Au | 4,800 |
| 3 | Quellaveco | 2014 | Cu | 3,300 |
| 4 | Haqaira | 2013 | Cu-Mo | 2,800 |
| 5 | El Galeno | 2014 | Cu, Mo, Au, Ag | 2,500 |
| 6 | Los Chancas | 2012 | Cu | 1,560 |
| 7 | Tía María | 2012 | Cu | 1,400 |
| 8 | Ampliación Toquepala | 2012 | Cu | 1,200 |
| 9 | Michiquillay | 2012 | Cu | 700 |
| 10 | Corani | 2014 | Ag | 600 |
| 11 | Inmaculada | 2013 | Au, Ag | 427 |
| 12 | Ampliación Lagunas Norte | 2012 | Au | 400 |
| 13 | Shahuindo | 2012 | Au | 132 |
| 14 | Pucamarca | 2011 | Au | 120 |
| 15 | Santa Ana | 2012 | Ag | 71 |
| | | | Total | 21,515 |

* Se considera el stock de inversión no realizada

Fuente: Instituto Peruano de Economía, 2015. Elaboración propia, 2015.

5.2.2. Construcción

El sector construcción ha representado a junio 2015 el 27% de ingresos totales de la corporación. Durante el 2014 se adjudicaron importantes obras de infraestructura, como la Línea 2 del Metro de Lima, el Gasoducto del Sur, la modernización de la Refinería de Talara, Vías Nuevas de Lima y el Aeropuerto de Chincheros. Adicionalmente, pese a la reducción en el precio de los metales,

² De acuerdo con lo reportado en el documento de investigación “El Costo Económico de la no ejecución de proyectos mineros”, elaborado por el Instituto Peruano de Economía (IPE), publicado en junio 2015.

las empresas constructoras ejecutaron en 2014 diferentes obras de ampliación y construcción minera.

Así también, las constructoras continuaron con la ejecución de contratos de construcción y mantenimiento de carreteras para el Ministerio de Transportes y Comunicaciones, y para algunos gobiernos regionales que empezaron a adjudicar contratos de vías importantes: los tramos de las carreteras Huacho-Pativilca-Trujillo, Lima-Canta, Quilca-Matarani-Punta Bombón y Ayacucho-Abancay, así como el tramo 2 de la Longitudinal de la Sierra.

También continuó con un ritmo significativo la construcción de obras hidroeléctricas, de naturaleza multianual, como las centrales Cerro del Águila (Huancavelica), Chaglla (Huánuco), Quitaracsa (Ancash), Cheves (Huara) y Huanza (Huarochirí),

5.2.3. Gobierno

En relación a las ventas al Gobierno, cabe mencionar que, durante el 2014, las entidades del Estado planificaron un nivel de gasto superior a US\$ 24 mil millones, equivalente a un crecimiento mayor a 50% respecto al año anterior. No obstante, solo cerca de la mitad de este presupuesto fue ejecutado, de acuerdo con cifras del Organismo Supervisor de Contrataciones del Estado (OSCE), lo que ocasionó una menor inversión en bienes de capital y servicios asociados con respecto al 2013, lo que a su vez produjo una disminución de 4% en las ventas al Gobierno.

Sin perjuicio de lo mencionado anteriormente, de acuerdo con lo indicado en el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) 2016-2018, durante los últimos años se han adjudicado veintiocho proyectos por un monto equivalente a US\$20.500 millones (10,1% del PBI 2014), con lo cual se espera un crecimiento de la inversión pública y privada de 5%.

6. Resultados financieros

Para reportar la información financiera el grupo Ferreycorp consolida los resultados de las subsidiarias en Nuevos Soles, moneda funcional y de presentación del grupo Ferreycorp en Perú.

Para el caso de las subsidiarias que tienen moneda funcional distinta, como es el caso para las seis subsidiarias del exterior, se efectúa la conversión de los resultados y situación financiera de la moneda funcional de su país a la moneda de presentación de Ferreycorp al cierre de cada mes.

Tabla 4. Moneda funcional por subsidiaria

| Subsidiaria | País | Moneda |
|---------------------|-------------|----------------------|
| Gentrac | Belize | Dólar beliceño |
| Gentrac | Guatemala | Quetzal |
| Cogesa | El Salvador | Dólar estadounidense |
| Transportes Pesados | El Salvador | Dólar estadounidense |
| Mercalsa | Nicaragua | Córdoba nicaraguense |
| Trex | Chile | Pesos chilenos |
| Trex | Ecuador | Dólar estadounidense |
| Trex | Colombia | Pesos colombianos |

Fuente: Memorias Anuales Ferreycorp, 2014 y 2015. Elaboración propia, 2015.

- Ingreso por ventas

La corporación ha alcanzado ventas por su participación en el rubro de repuestos y servicios. Representa el grupo de distribuidores Caterpillar en el Perú el 78% del ingreso total de las ventas, del cual la línea con mayor volumen de ventas es la venta de Ferreyros S.A.A. a la división de Gran Minería.

Las ventas del grupo de Centroamérica no son tan significativas, ya que en conjunto representan un 10% del total de ventas de Ferreycorp.

Por otro lado, el grupo Trex complementa la oferta de bienes y servicios en Sudamérica, principalmente en Chile, con una representación de 3% de la venta total del grupo.

- Gastos operativos

Los gastos operativos se han producido básicamente por las operaciones con Chile, debido a la incorporación de Trex al negocio.

- Gastos financieros

El crecimiento del gasto financiero en la moneda funcional se debe a la conversión en soles a un mayor tipo de cambio de los pagos de la deuda financiera contratada en dólares.

- Pérdida en cambio

La pérdida en cambio a junio 2015 se ha producido por la depreciación del sol frente al dólar. Sin embargo, a pesar del calce cambiario operativo, al tener casi todas sus operaciones en dólares, la posición cambiaria pasiva está cubierta por las existencias, que si bien son negociadas en dólares, se encuentran registradas contablemente en soles, al tipo de cambio de su fecha de adquisición. Es por ello que se genera la pérdida por diferencia en cambio.

6.1. Ratios financieros

- Rentabilidad

Estructuralmente, el rubro más importante de Ferreycorp es la venta de maquinaria nueva, que representa un 52.15% de los ingresos aproximadamente a junio 2015. Sin embargo, en los dos últimos años el crecimiento de este rubro se ha debilitado, mientras que el de venta de repuestos y servicios (mantenimiento) ha ido cobrando cada vez más importancia, aportando a junio 2015 con 40.62% de los ingresos totales. De esta forma, constituye un segmento clave para que la corporación pueda mantener su posición estratégica en un contexto de desaceleración económica donde las empresas prefieren dar mantenimiento a sus equipos alargando su vida útil, en lugar de adquirir nuevas unidades.

A junio del 2015, Ferreycorp alcanzó un nivel de ventas de S/. 2.650 millones, registrando un retroceso del 3% en comparación a junio 2014. Este comportamiento se debe principalmente a la contracción en la demanda de camiones y máquinas Caterpillar en la gran minería (-57%), dado el menor dinamismo mostrado por la inversión privada y pública ocasionado por la postergación de proyectos de inversión en el sector minería y retrasos en la ejecución de obras de construcción, que concentran las ventas en un 44% y 29%, respectivamente. Caso contrario ocurre con los repuestos y servicios prestados, los cuales crecieron 9,7% debido al incremento de los servicios de mantenimiento para atender la maquinaria y equipo vendidos en años anteriores.

La mayor participación de los rubros de ventas de repuestos y mantenimiento, que ofrecen mejores márgenes de ingreso, permitió que pese a la reducción en el nivel de ventas de maquinarias el margen bruto no se deteriorara, sino, por el contrario, muestre un ligero incremento, pasando de 22% a 23%.

Respecto a utilidad operativa, a junio 2015 ésta presenta un aumento del 23.3% en relación al año anterior, producto del mix de ventas, ya que el servicio postventa ayudó a que la utilidad mejore.

A junio del 2015, Ferreycorp presenta una disminución en su utilidad neta, producto de una mayor pérdida por tipo de cambio equivalente a S/. 78 millones (ganancia de S/. 4 millones a junio 2014), como consecuencia de una mayor depreciación del nuevo sol durante el periodo de análisis. Se debe indicar que el Grupo ha decidido asumir el riesgo cambiario de la posición pasiva neta en moneda extranjera y no contratar derivados para su cobertura. Es importante destacar también que la corporación tiene un calce cambiario operativo al tener casi todas sus operaciones en dólares: importa maquinaria, factura a sus clientes y se financia principalmente en dólares.

Respecto al EBITDA de la corporación a junio 2015, el 82% es generado por las empresas subsidiarias que distribuyen la marca Caterpillar y marcas aliadas en Perú, que son los negocios que aportan mayor volumen de ventas y utilidad a Ferreycorp. Por otro lado, un 10% del EBITDA es producto de las empresas distribuidoras de Caterpillar y otros negocios en el exterior; y el 8% restante proviene de las empresas locales que complementan la oferta de bienes y servicios para los diferentes sectores productivos.

Finalmente, los ratios ROE y ROA se vieron influidos principalmente por la disminución de la utilidad neta que se produjo por la diferencia cambiaria (S/. 99 millones de pérdida en el 2014 y S/. 78 millones de pérdida cambiaria a junio 2015). Par mayor información ver anexo 8.

- **Liquidez**

Su liquidez se sustenta principalmente en la gestión de cuentas por cobrar comerciales e inventarios siendo el ratio de liquidez a junio 2015 de 1,81, el cual va en línea con la operatividad del negocio dado que el ciclo de conversión que tiene es largo. Así, su estimación de cuentas por cobrar dudosa equivale al 9% de las ventas aproximadamente. En cuanto a sus inventarios, mantiene un período de rotación de 150 días en promedio a junio 2015 y están compuestos principalmente por máquinas, motores y automotores (51% de las ventas) y por repuestos (25%).

El activo total asciende a junio 2015 a S/. 4,655 millones. Ha presentado un crecimiento del 6.81% respecto a lo registrado a junio del año anterior (S/. 4,358 millones), debido a que los activos incorporan la compra realizada en junio de 2014 de Equipos y Servicios Trex S.A., grupo de

empresas que incluye Equipos y Servicios Trex S.A. (Chile), Comercial Trex Service S.A. (Chile), Comercializadora Trex Rental (Chile), Equipos y Servicios Trex S.A. (Colombia) y Servicios Trex del Ecuador S.A. (Ecuador). La corporación pagó US\$ 17,5 millones por el 100% de las acciones del grupo.

- Endeudamiento

A junio 2015, el pasivo total de la corporación asciende a S/ 3,041 millones el cual comparado con el pasivo a junio 2014 de S/ 2,755 millones, presenta un incremento debido a préstamos bancarios a corto plazo adquiridos para capital de trabajo.

La corporación presenta un nivel de endeudamiento contra patrimonio de 1,89 veces con tendencia decreciente.

Ferreycorp mantiene su estrategia de financiamiento a corto plazo, puesto que es una fuente más flexible de deuda. Así, la deuda a corto plazo representa el 30% de la deuda total, tanto a junio 2015 como a junio 2014. Cabe mencionar que los saldos de deudas bancarias están siendo impulsados por las variaciones de tipo de cambio y el financiamiento en la parte de dólares representa el 90% de la deuda total.

Tabla 5. Estructura de financiamiento

| | A Junio 2015 | | | A Junio 2014 | | |
|---|-------------------------------|----------------------------------|-------------------|-------------------------------|----------------------------------|-------------------|
| | Porción corriente S/ (000) | Porción no corriente S/ (000) | Total S/ (000) | Porción corriente S/ (000) | Porción no corriente S/ (000) | Total S/ (000) |
| Sobregiros bancarios | - | - | - | 252 | - | 252 |
| Préstamos bancarios | 415,123 | - | 415,123 | 276,414 | - | 276,414 |
| Bonos y deuda con entidades bancarias a largo plazo | 192,682 | 1,394,390 | 1,587,072 | 233,308 | 1,286,493 | 1,519,801 |
| | 607,805 | 1,394,390 | 2,002,195 | 509,974 | 1,286,493 | 1,796,467 |

Fuente: Notas a los EEEF Ferreycorp al 30/06/2015. Elaboración propia, 2015.

Es importante indicar que la corporación Ferreycorp tiene un rol de financiar a sus subsidiarias accediendo a créditos de mayor volumen y, por ende, en conseguir mejores condiciones. En este sentido, en abril de 2013 Ferreycorp ingresó al mercado de capitales internacional al realizar su primera emisión de bonos corporativos por un monto de US\$ 300 millones (equivalente a S/ 834,9 millones a esa fecha), lo que mejoró el plazo y características de sus pasivos, los cuales pasaron

de tener un vencimiento promedio de 3 años con amortizaciones parciales a un pago de capital bullet a 7 años y una tasa fija. La colocación de los bonos se produjo bajo la Regla 144A y la Regulación S del U.S. Securities Act de 1933, en una oferta pública dirigida a inversionistas institucionales. Los bonos con vencimiento abril 2020 y tasa nominal de 4,875%, obtuvieron calificación de BA1 (perspectiva estable) de Moody's.

La deuda a largo plazo representa el 70% de la deuda total; por tanto, es posible indicar que la mayor parte de la deuda de Ferreycorp está en dólares y a una tasa fija (ver anexo 5).

Por otro lado, respecto del endeudamiento de la deuda comercial se puede mencionar que dicha deuda corresponde a saldos de facturas y letras por pagar, que incluyen principalmente cuentas por pagar a Caterpillar Americas Co.

7. Adquisiciones del grupo Ferreycorp

Uno de los pilares de la estrategia de crecimiento de Ferreycorp es potenciar la relación con sus marcas representadas a través de su distribución en otros territorios, lo cual le permite expandir la presencia de la corporación en otros países en los principales sectores a los que se dirige, como construcción, minería, transporte, industria, comercio y servicios.

Este proceso se inició en el 2010, con la adquisición de los distribuidores de Caterpillar en Guatemala, El Salvador y Belice, tras la invitación de esta firma representada por ellos, en virtud de su excelente vinculación.

En el 2013, la corporación adquirió la distribución integral de lubricantes Mobil en Nicaragua. La operación realizada fue complementada asumiendo la comercialización de dichos productos en Guatemala por USD 17,2 millones.

En el 2014, Ferreycorp incorporó el holding Trex, la cual representa toda la gama de grúas y plataformas de levante, y una completa serie de equipos portuarios. La adquisición representó una inversión de USD 17,5 millones, y contribuye imprescindiblemente en la expansión del portafolio, con valiosas posibilidades de desarrollo comercial que destacan sobre la competencia.

En miras de expansión, el 01/07/2015 Ferreycorp anunció la ampliación de sus operaciones en El Salvador con la adquisición de la empresa Transportes Pesados S.A. de C.V. Ferreycorp adquirió

por USD 9 millones a la empresa líder en la comercialización de repuestos para transporte pesado en el país centroamericano. De esta forma, Ferreycorp renueva su compromiso con Centroamérica en el ámbito de bienes de capital, como parte del objetivo de crear valor y consolidar su presencia en los países donde opera.

Tabla 6. Relación de empresas adquiridas desde el año 2013

| Fecha | Adquisiciones | Inversión en USD |
|--------------|---------------------------------------|-------------------------|
| 01/01/2013 | Gentrac (Guatemala) | 17.2 millones |
| 04/01/2013 | Tecseg S.A. | 11 millones |
| 01/06/2014 | Trex Latinoamerica Spa y subsidiarias | 17.5 millones |
| 25/09/2014 | Sucursal Cusco | 3.5 millones |
| 29/09/2014 | Local de Punta Negra | 20 millones |
| 01/07/2015 | Transportes Pesados S.A. de C.V. | 9 millones |

Fuente: Memorias Anuales Ferreycorp, 2014 y 2015. Elaboración propia, 2015.

Capítulo II. Valoración

1. Descripción de los modelos usados

1.1. Método de Flujo de Caja Libre a la empresa

Se ha optado por utilizar el método del flujo de caja libre a la empresa debido a que no existen empresas comparables en el país, y que si bien la empresa mantiene una política de pago de dividendos, esta se produce en un rango muy variable entre 20% a 60%. Asimismo, el holding está conformado por un grupo de empresas en marcha, y a través de este método se analiza a la corporación como un ente generador de flujos de efectivo, que adicionalmente se encuentra listada en bolsa y hace pública su información de estados financieros, proyectos de inversión, decisiones de financiamiento, entre otros. Esto permite hacer la proyección de los estados financieros de forma más precisa, así como comprender qué variables inciden más en su desempeño. No obstante, como se menciona más adelante, en primera instancia se pretendió hacer un análisis *bottom up*, tratando de partir de estados financieros individuales de cada subsidiaria que conforma la corporación para luego consolidar los resultados. Sin embargo, Ferreycorp no hace pública dicha información, por lo que se utilizó un enfoque *top down* y se proyectaron estados financieros sobre una base consolidada.

La valorización ha sido estimada en base a un flujo de caja descontado a la firma por 10 años (2015 al 2024), respecto del cual se asume una perpetuidad de 2,5%³ sobre la base del crecimiento de largo plazo de la economía peruana y el crecimiento de Ferreycorp.

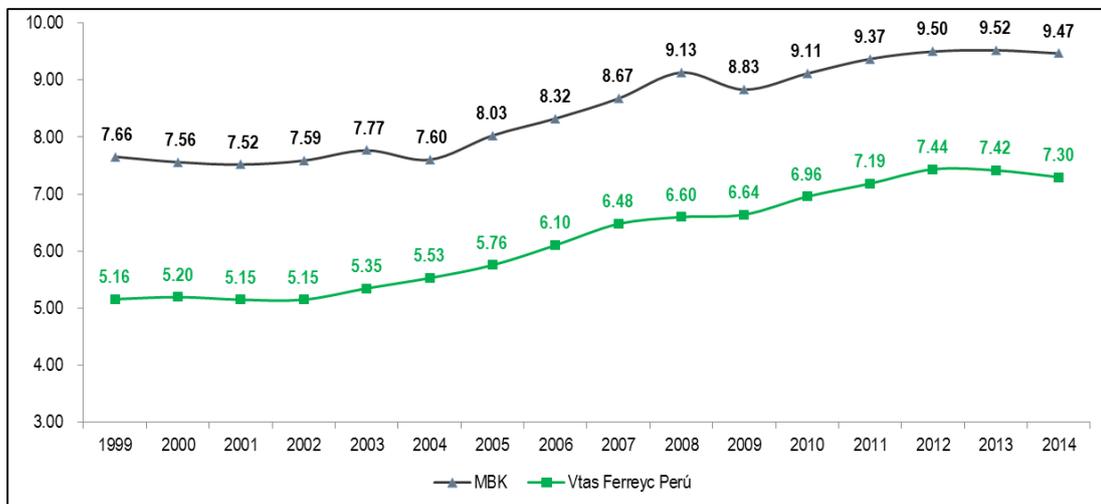
Bajo este método se han estimado los flujos de caja, actualizándolos a valor presente a una tasa de descuento (WACC) de 7,80%, calculado a partir de la estimación del costo de capital del accionista de 12,11% (estimado en nuevos soles), y un costo de deuda después de impuestos de 5,28% (tasa implícita de la deuda total al 30/06/2015). Para el cálculo del WACC de 8,10%, para descontar el valor terminal, se consideró un costo de capital de 12,20% (con el supuesto que la tasa en dólares es igual a la de nuevos soles) y un costo de deuda de 6.00% (bajo el supuesto de que la entidad volvería a tomar deuda a una tasa mayor). Los componentes utilizados para el cálculo del WACC para descontar los flujos a 10 años y del WACC de perpetuidad se pueden encontrar en el anexo 11.

³ Se toma como referencia el crecimiento proyectado por el FMI en el World Economic Outlook del mes de octubre 2015, que estima un crecimiento de 2,5% para la economía peruana.

1.1.1. Modelo de estimación de ventas

Con la finalidad de estimar las ventas futuras de las subsidiarias locales se ha construido un modelo que regresiona la función logarítmica de las ventas de Ferreycorp a nivel Perú con la importación de bienes de capital. Para ello se han utilizado los datos de importación de bienes de capital y ventas de Ferreycorp de los últimos 15 años (1999-2014), con la finalidad de considerar al menos dos ciclos económicos⁴. Así, se puede apreciar la evolución de los logaritmos, tanto de la importación de bienes de capital⁵ como de las ventas de Ferreycorp, y se observa que ambas siguen una misma tendencia.

Gráfico 5. Importación de bienes de capital vs ventas Ferreycorp



Fuente: BCRP, SMV y Memorias Ferreycorp. Años 1999-2014. Elaboración propia, 2015.

En la regresión efectuada (ver anexo 12), se obtiene un R^2 de 0,984 y un R^2 ajustado de 0,983, ambos valores cercanos a 1. Además, el nivel de significancia ($P > t$) es menor a 0,00, lo que permite confirmar la robustez del modelo.

De esta forma, tomando como base un crecimiento promedio de la importación de bienes de capital del 2,50% (estimado conservador en función del promedio de los últimos 5 años), que considera para el 2015 una contracción en dicha variable en -2% (igual a la registrada en el 2014), se ha calculado el nuevo monto de importaciones de bienes de capital y la nueva función logarítmica. Con este dato, y con el coeficiente y la constante de la regresión antes señalada, se

⁴ Se considera una duración de 7,5 años por cada ciclo; los cuales, para el periodo 1999-2015, han presentado dos crisis económicas (1999 y 2009).

⁵ Valores han sido tomados del cuadro N°57 - Importaciones según uso o destino económico del Banco Central de Reserva del Perú (montos FOB expresados en millones de dólares).

procedió al cálculo del logaritmo de las ventas. Luego, mediante la función exponencial, se calculó el monto de ventas.

Del mismo modo, considerando que desde el 2010 Ferreycorp tiene presencia en cuatro países de Centroamérica (Belice, Salvador, Guatemala y Nicaragua), se han estimado las ventas de dichas operaciones tomando como base el crecimiento del PBI de cada país y calculando un logaritmo ponderado, a fin de correlacionarlo con las ventas del exterior (ver anexo 12), las cuales se han estimado como un 7% de las ventas totales de la corporación. Es importante precisar que tras la incorporación al holding de la empresa chilena Trex, adquirida por Ferreycorp el 2014, se ha estimado que las ventas de las subsidiarias en el exterior representarán alrededor del 10% de las ventas totales hasta el 2022, para crecer a 11% en el 2023 y 2024.

Así, de forma similar al ejercicio anterior, se efectuó una regresión entre el logaritmo de los PBIs de los cuatro países y las ventas de Ferreycorp, obteniendo del modelo un R^2 de 0,83 y un p -value ligeramente mayor a 0,09. No obstante, si bien este valor supera el umbral de 0,05, se optó por mantener la variable PBI en el modelo, al ser la mejor métrica para medir la actividad económica de un país.

Es importante señalar que tanto las ventas de Perú y de las operaciones en el exterior han sido estimadas en dólares americanos, considerando que Ferreycorp utiliza esta moneda para todas sus operaciones de venta y endeudamiento. Sin embargo, para la consolidación de ventas se han sumado los estimados para cada año y se han convertido a un tipo de cambio hipotético que fluctúa entre S/. 3,10 y S/. 3,35 (ver detalle anual en el anexo 12), con la finalidad de incluirlo en el estado de resultados. A continuación, se presentan las ventas totales proyectadas (en miles de soles) bajo los supuestos antes mencionados.

Tabla 7. Estimación de ventas para el periodo 2015-2024

| | Resumen Ventas (PEN Miles) | | | | | | | | | | |
|--------------|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Perú | 4,410,056 | 4,620,796 | 4,943,103 | 5,051,119 | 5,114,696 | 5,174,170 | 5,343,845 | 5,519,085 | 5,609,593 | 5,793,547 | 5,983,534 |
| Exterior | 436,159 | 468,783 | 510,806 | 538,746 | 551,254 | 563,517 | 594,341 | 626,850 | 650,644 | 686,234 | 723,770 |
| Vtas totales | 4,846,215 | 5,089,579 | 5,453,909 | 5,589,866 | 5,665,950 | 5,737,687 | 5,938,186 | 6,145,935 | 6,260,238 | 6,479,781 | 6,707,303 |

Fuente: EEFF Ferreycorp 1999-Jun 2015. Elaboración propia, 2015.

Considerando dicha proyección de ventas, asumiendo que el costo de ventas se mantendrá alrededor del 77%⁶ de los ingresos por ventas y que tanto el gasto de ventas como el gasto administrativo pasarán de representar en conjunto el 16,47% en el 2014 a representar el 15,65% en promedio para los 10 años, debido a los planes de eficiencia que tiene previsto desplegar la corporación. Asimismo, la utilidad neta crecería en promedio en el periodo 2015-2024 en 3,32%, con lo que, considerando un crecimiento promedio de la importación de bienes de capital de 2,50% y un tipo de cambio promedio de S/. 3,19 (ambos como valores promedio para los 10 años), el valor de la acción estimado bajo el método de flujo de caja libre a la empresa se ubicaría en S/. 1,38.

1.2.Método de múltiplos de compañías comparables

De acuerdo al autor Pablo Fernández, para hallar en cuánto está valorizado el grupo Ferreycorp se han efectuado los siguientes pasos en el orden que se detalla:

- 1) Análisis objetivo de Ferreycorp
- 2) Análisis y selección de las compañías comparables
- 3) Cálculo y selección de los múltiplos de cotización
- 4) Aplicación de los resultados al grupo Ferreycorp

Para evaluar la objetividad y selección de las empresas comparables se ha analizado la historia del grupo Ferreycorp, con los productos y servicios que ofrecen actualmente, representados principalmente por la marca Caterpillar, y se ha comparado con los de otras ocho empresas. Las empresas seleccionadas como comparables cotizan actualmente en bolsa, bajo el modelo de negocios que ofrece Ferreycorp y con características similares, tienen deuda a largo plazo, con perspectivas de crecimiento y todas dentro del mismo grupo de industria “Retail Distribuidor” de la base de datos de Damodaran. De estas empresas comparables se ha revisado su información financiera de los últimos dos años de Bloomberg, del cual se han hallado el cálculo de los ratios Price earning (P/E) y Enterprise value EBITDA (EV/EBITDA) a junio 2015.

Luego de obtener el promedio de los múltiplos P/E y EV /EBITDA de las empresas comparables, se proceden a calcular los ratios en base al número de acciones que posee Ferreycorp hasta Junio 2015.

⁶ Si bien se asume que el costo de ventas se mantendrá alrededor del 77% de los ingresos por ventas, se estima que la participación de la compra de existencias se reducirá, dadas las menores ventas de maquinaria nueva; y que, por el contrario, los gastos en mano de obra y taller se irán incrementando dada una mayor participación de los servicios postventa.

Tabla 8. Ferreycorp y empresas comparables

| Empresa | P/E | EV/EBITDA | Market Cap (billones PEN) |
|-------------------|--------------|-------------|------------------------------|
| Ferreycorp | 20.15 | 6.42 | 1.44 |
| Finning | 13.45 | 8.11 | 10.63 |
| Toromont | 19.39 | 9.86 | 6.25 |
| Wajax | 8.52 | 6.77 | 0.94 |
| H&E Equipment | 14.61 | 4.38 | 2.42 |
| Randon | 7.63 | 6.39 | 2.47 |
| Barloworld | 10.50 | 5.28 | 5.81 |
| Seven Group | 50.50 | 15.47 | 4.76 |
| Kaman | 18.03 | 9.73 | 3.70 |
| Promedio | 17.83 | 8.25 | |

Fuente: Bloomberg, 2015. Elaboración propia, 2015.

Ratio P/E

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Utilidad Neta(miles) | 68,883 |
| Nro acciones(miles) | 1,014,326 |
| Utilidad Neta por acción | 0.068 |
| Promedio P/E | 17.83 |
| Valor acción calculado | 1.2108 |

Ratio EV/EBITDA

| | |
|-------------------------------|------------------|
| Market cap | 1,440,343 |
| Deuda(miles) | 1,394,390 |
| Caja(miles) | 136,883 |
| EV | 2,697,850 |
| Nro acciones(miles) | 1,014,326 |
| Valor acción calculado | 2.6597 |

Fuente: Elaboración propia, 2015

2. Resultados de la valoración

La valoración ha sido calculada sobre la base del promedio ponderado de los métodos de flujo de caja libre a la empresa (FCFF) con un peso de 60%, y de múltiplos comparables de los ratios Price-Earning y Enterprise Value-EBITDA, con pesos de 20% cada uno, respectivamente.

Tabla 9. Resumen de valoración

| Método | Valor | Peso |
|-----------------------------|-----------------|------|
| FCFF | S/. 1.38 | 60% |
| Múltiplos (P/E) | S/. 1.21 | 20% |
| Múltiplos (EV/EBITDA) | S/. 2.66 | 20% |
| Promedio Ponderado | S/. 1.60 | |
| Precio cierre al 30.11.2015 | S/. 1.28 | |
| Potencial de apreciación | 25.18% | |

Fuente: Elaboración propia, 2015

El promedio ponderado de los métodos de valorización efectuados arroja un valor de la acción de S/. 1,60, el cual es superior en 25,18% al precio de cierre al 30/11/2015, ubicado en S/. 1,28. Es preciso indicar que la cotización actual refleja la debilidad de las ventas de Ferreycorp. Este retroceso en las ventas estaría explicado por la evidente desaceleración económica, que, como se ha señalado en la parte inicial de este reporte, obedece sobre todo a factores externos, que impactan de manera directa en una menor demanda de los productos que el Perú exporta tradicionalmente -principalmente minerales-, originando que las empresas se muestren más cautas respecto al desarrollo de nuevos proyectos y/o culminación de los ya iniciados. Del mismo modo, el retraso en la ejecución de proyectos de construcción y de infraestructura también impacta en las ventas de Ferreycorp, así como la posibilidad de que la plaza bursátil local sea clasificada como mercado frontera por el MSCI debido a la poca liquidez que viene presentando.

Sin perjuicio de lo anterior, que obedece más a factores coyunturales, el valor estimado reflejaría -bajo supuestos conservadores- el potencial del holding en el largo plazo. Así, se revisaron las valoraciones efectuadas por otros analistas, y se encontró que el valor hallado se encuentra en niveles similares.

Tabla 10. Cobertura de analistas

| FIRMA | ANALISTA | RECOMENDACIÓN | TARGET PRICE | FECHA |
|-----------------------------------|-----------------|----------------------|---------------------|--------------|
| Kallpa Securities | Marco Contreras | Comprar | 1.80 | 29/10/2015 |
| Scotia Capital | Paul Figueroa | Comprar | 2.00 | 29/10/2015 |
| Larrain Vial Corredores de seguro | Luis Ramos | Comprar | 1.62 | 29/10/2015 |
| Inteligo SAB | Lizbeth Wallqui | Comprar | 1.70 | 13/11/2015 |
| Credicorp Capital | Jasmine Helme | Vender | 1.20 | 16/11/2015 |
| | | Promedio | 1.66 | |

Fuente: Bloomberg, 2015. Elaboración propia, 2015.

3. Análisis de sensibilidad

Para realizar el análisis de sensibilidad del Flujo de Caja Libre a la Empresa se han considerado las dos variables clave que podrían incidir sobre las ventas de la corporación, las cuales son importación de bienes de capital y tipo de cambio (tomando en cuenta que las ventas se realizan en dólares pero son registradas en nuevos soles). Así, se parte de un crecimiento para la importación de bienes de capital de 2,50% y un tipo de cambio de S/. 3,19, ambos como valores

promedio para un periodo de 10 años. Considerando lo indicado, el precio de la acción se ubicaría en S/1,38.

De otro lado, se efectuó la sensibilización de otras variables que podrían incidir en el valor de la acción. En ese sentido, se sensibilizó el WACC para descontar la perpetuidad y el crecimiento de largo plazo (g). Asimismo, se efectuó la sensibilización de los ponderadores asignados a los métodos de valoración utilizados.

Tabla 11. Análisis de sensibilidad

| | | Tipo de Cambio (PEN/USD) | | | | |
|--|--------------|--------------------------|----------|-----------------|----------|----------|
| | | S/. 3.03 | S/. 3.16 | S/. 3.19 | S/. 3.22 | S/. 3.35 |
| Tasa de Crec. Import. Bienes de Capital | 1.60% | S/. 0.84 | S/. 1.18 | S/. 1.26 | S/. 1.35 | S/. 1.68 |
| | 2.00% | S/. 0.92 | S/. 1.27 | S/. 1.36 | S/. 1.44 | S/. 1.79 |
| | 2.50% | S/. 0.94 | S/. 1.29 | S/. 1.38 | S/. 1.47 | S/. 1.82 |
| | 2.86% | S/. 1.00 | S/. 1.36 | S/. 1.45 | S/. 1.54 | S/. 1.90 |
| | 3.30% | S/. 1.05 | S/. 1.42 | S/. 1.52 | S/. 1.61 | S/. 1.98 |

Fuente: Elaboración propia, 2015.

En el anexo 14 se muestra el detalle de la tasa de crecimiento y tipo de cambio utilizados para la sensibilización; así como los otros análisis de sensibilidad mencionados.

4. Riesgos

A pesar de que Ferreycorp es un holding que agrupa diecisiete subsidiarias y se encuentra bien diversificado geográficamente, existen hechos que podrían afectar los resultados operativos y la situación financiera de la corporación. Ello genera riesgos que van desde el manejo del gobierno corporativo y malas decisiones estratégicas hasta externalidades negativas en los mercados donde tienen presencia, que podrían devenir en un mal performance de la corporación. Por ello, de acuerdo con lo señalado constantemente por Ferreycorp en sus call conferences con inversionistas, las decisiones son tomadas de manera centralizada a fin de mitigar los riesgos antes mencionados.

Es importante precisar que Ferreycorp cuenta con un equipo directivo y de gestión de un adecuado nivel profesional y con experiencia en los sectores que atiende, por lo que, si bien el entorno económico podría afectar los resultados de la corporación, la alta dirección del holding busca en todo momento generar eficiencias a fin de mantener los márgenes de ganancia registrados en los años precedentes.

4.1. Riesgo de la industria

Ferreycorp es líder en el mercado peruano y de Centroamérica. Sin embargo, podría verse afectado por el ingreso de nuevos competidores, disminuyendo así su participación de mercado. Asimismo, las industrias en las que Ferreycorp tiene presencia están fuertemente asociadas al ciclo económico y al ambiente externo. Es así que sectores como minería e infraestructura muestran débiles desempeños que podrían afectar las ventas de la corporación, lo que podría generar que las ganancias decrezcan de manera considerable junto con sus márgenes.

4.2. Riesgo político y social

Es importante considerar que existen riesgos políticos que podrían incidir en la estabilidad jurídica del país, lo que, por ende, puede afectar el flujo de inversiones y el desarrollo de nuevos proyectos.

Adicionalmente, la proximidad de las elecciones generales en el año 2016 crea un ambiente de incertidumbre, por lo que algunos planes de inversión de las empresas se retrasan, principalmente en la adquisición de bienes de capital.

Así también, en el sector minería, otro riesgo a considerar que podría influir directamente en la corporación y que en los últimos años viene siendo una constante es la ocurrencia de conflictos sociales que paralizan la ejecución de proyectos mineros.

Tomando en cuenta lo indicado, se considera que este riesgo tiene un impacto alto, con un nivel de probabilidad media-alta.

4.3. Riesgo ambiental

De acuerdo con lo anticipado por Informe Técnico del ENFEN⁷, los pronósticos de los modelos climáticos indican condiciones para un fenómeno de El Niño de magnitud fuerte. Esto afecta a Ferreycorp en el sentido de que, dada la ocurrencia del evento antes descrito, fondos de los gobiernos regionales inicialmente presupuestados para obras de infraestructura – en las cuales el holding participa vendiendo maquinaria- serán reasignados a las labores preventivas y de emergencia de suscitarse el fenómeno del Niño de magnitud fuerte.

⁷ Estudio Nacional del Fenómeno de El Niño, elaborado en el mes de mayo 2015 por el Comité Multisectorial conformado por el Instituto del Mar Peruano (IMARPE), Servicio Nacional de Meteorología e Hidrografía (SENAMHI), Dirección de Hidrografía y Navegación (DHN), Instituto Geofísico del Perú (IGP), Instituto Nacional de Defensa Civil (INDECI) y Autoridad Nacional del Agua (ANA).

Se considera, que para Ferreycorp el impacto de este riesgo es medio-alto, con una probabilidad de ocurrencia media.

4.4. Riesgo cambiario

De acuerdo con lo señalado por la corporación, las diferencias de tipo de cambio generadas a partir de la traslación de sus estados financieros a la moneda funcional, que es el nuevo sol, no representa ingreso o salida de flujo de caja debido a que operativamente todas sus ventas se efectúan en dólares, sus deudas son en dólares y los pagos que efectúa a sus proveedores por concepto de costo de ventas también se expresan en dólares. Por ello decidieron no tomar derivados de cobertura.

Se considera que, por lo antes mencionado, el impacto de este riesgo para Ferreycorp es medio con una probabilidad de ocurrencia alta.

4.5. Riesgo regulatorio

Dado que en el 2013 Ferreycorp emitió bonos corporativos en el mercado internacional, en el marco de lo establecido por la Regla 144 A y la regulación S del US Securities Act de 1933⁸, se encuentra sujeta al cumplimiento estricto de estas reglas, por lo que las emisiones de valores en el mercado estadounidense establece que existen contingencias legales para el emisor, propiamente el CEO, CFO, Directores, entre otros funcionarios, en caso exista alguna declaración falsa sobre un hecho material o se omita revelar un hecho material. En este sentido, se considera que, al estar Ferreycorp sujeta al cumplimiento de la regulación local y estadounidense, eventualmente podrían existir posibles contingencias legales o regulatorias que surjan, incluso, de un mal entendimiento de las citadas regulaciones. Por ello se resalta el hecho de que la corporación mantiene un área especializada de relaciones con inversionistas, que los informa periódicamente sobre los principales hechos de importancia de la corporación. Este riesgo tiene un impacto alto; sin embargo, considerando el nivel directivo de Ferreycorp, se considera que tiene una baja probabilidad.

4.6. Riesgo de crédito

⁸ Estas reglas permiten que empresas extranjeras puedan emitir títulos en el mercado de capitales estadounidense, y venderlos a inversionistas calificados sin necesidad de inscribir los mismos ante la SEC.

Ferreycorp toma posiciones afectas al riesgo crediticio en la cual un cliente puede causarle una pérdida financiera al no cumplir una obligación. Los activos financieros expuestos a este riesgo son los depósitos en entidades bancarias y cuentas por cobrar comerciales. Sin embargo, las cuentas por cobrar se encuentran garantizadas y por tal no existen concentraciones significativas de riesgo crediticio.

4.7. Riesgo macroeconómico

Las proyecciones consideran un crecimiento sostenido del PBI alrededor del 2.5% (la menor de las proyecciones estimadas por los analistas citados en la sección “Análisis de la Industria”). De no lograrse dicha meta, es probable que las proyecciones varíen de manera considerable. Sobre el particular, es preciso indicar que, debido a que las condiciones tanto locales como externas se han ido deteriorando progresivamente, se toman como válidos los supuestos vigentes a la fecha de la presente valorización. No obstante, existe el riesgo de que las condiciones económicas sigan mostrando desempeños negativos que modifiquen las estimaciones aquí presentadas.

Dado el entorno de alta volatilidad, se considera que el impacto de este riesgo es medio-alto con una probabilidad de ocurrencia media. En el anexo 13 se encuentra la matriz de que incluye los riesgos indicados.

5. Limitaciones

No se han utilizado estados financieros individuales de las subsidiarias de Ferreycorp, puesto que dicha información no es pública.

Debido a la volatilidad de tipo de cambio, se han utilizado proyecciones de dos años, de acuerdo con la disponibilidad de proyecciones de organismos oficiales como el Banco Central de Reserva del Perú.

Conclusiones y recomendaciones

1. Conclusiones

Dada la posición estratégica de Ferreycorp como distribuidor exclusivo de Caterpillar, tanto en el mercado nacional como en otros países de la región donde la presencia de proyectos mineros es importante y donde existe déficit en infraestructura, se considera que el holding cuenta con un amplio potencial de crecimiento que se reflejaría en el valor fundamental de su acción.

2. Recomendaciones

Tomando en cuenta el precio de la acción en el mercado al 30/11/2015 de S/. 1,28, y el resultado de la presente valoración se concluye que la estrategia de inversión para el largo plazo es “comprar” la acción de Ferreycorp, con un potencial de apreciación de 25.18% alcanzando un valor de S/. 1,60.

Bibliografía

Badenes, C., Santos, J. M. y Fernández, P. (1999). [En línea]. *Introducción a la valoración de empresas por el método de múltiplos comparables*. Barcelona-Madrid: IESE, Universidad de Navarra. Fecha de consulta: 03/06/2015 Disponible en: <<http://web.iese.edu/pablofernandez/docs/FN-0462.pdf>>

Fernández, P. (2005). *Valoración de empresas* Cómo medir y gestionar la creación de valor 3era ed. España: Ediciones Gestión 2000.

Pinto, J., Henry, E., Robinson, T., Stowe, D. (2010). *Equity Asset Valuation* 2da ed. Estados Unidos: John Wiley & Sons, Inc.

Palomino B. Miguel, Pérez M. Patricia, Castillo V. Paula, Ortiz, Piero (2015). *El costo económico de la no ejecución de proyectos mineros por conflictos sociales y/o trabas burocráticas*. Instituto Peruano de Economía (IPE).

Ferreycorp S.A.A. (2015a). Sección Noticias/Notas y comunicados. Fecha de consulta: 30/10/2015. <<https://www.ferreycorp.com.pe/noticias/notas-y-comunicados>>.

Ferreycorp S.A.A. (2015b). Sección Información para accionistas/Política de dividendos. Fecha de consulta: 30/10/2015. <<https://www.ferreycorp.com.pe/informacion-para-accionistas/politica-de-dividendos>>.

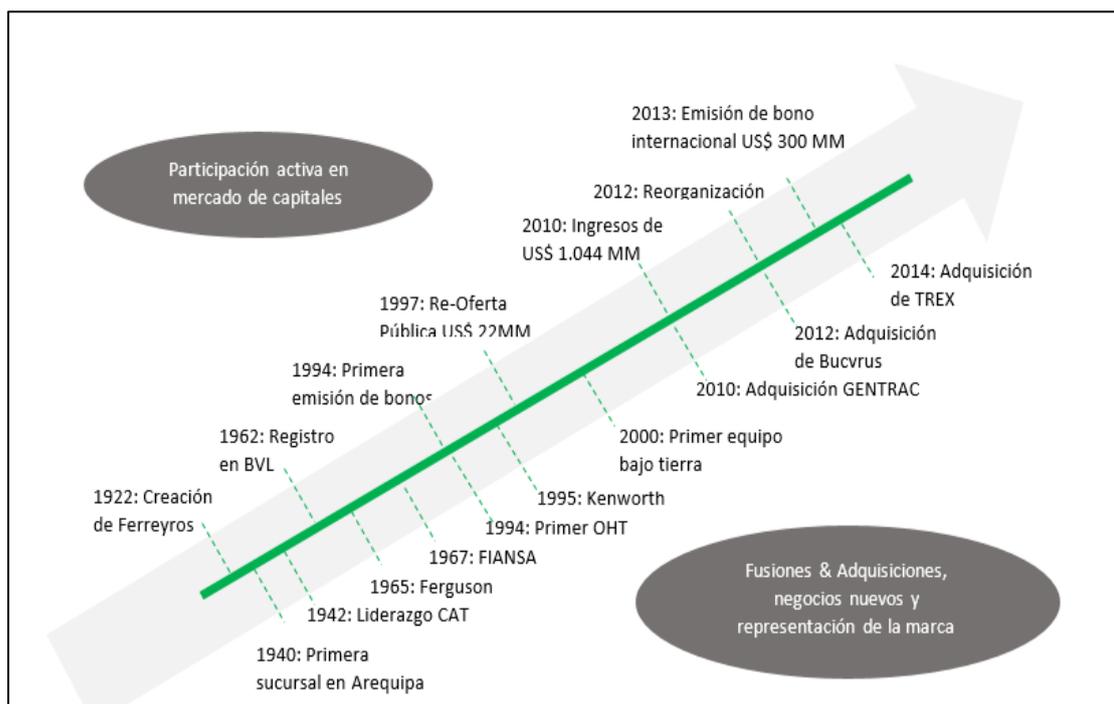
Ferreycorp S.A.A. (2015c). Sección Gobierno Corporativo/Directores. Fecha de consulta: 30/10/2015. <<https://www.ferreycorp.com.pe/gobierno-corporativo/directorio>>.

Porter, Michael (2010). *Ventaja competitiva, creación y sostenibilidad de un rendimiento superior*. Madrid: Grupo Editorial Patria S.A. de CV.

Superintendencia del Mercado de Valores (2015). Sección Información Financiera de la empresa. Fecha de consulta: 30/10/2015. <http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C>.

Anexos

Anexo 1. Principales hitos de Ferreycorp



Fuente: Informe Gerencial 1er trimestre Ferreycorp. Elaboración propia, 2015.

Anexo 2. Cambios y nombramientos en la corporación

| Nombre | Cargo ocupado hasta 2015 | Cargo a ocupar a partir 2016 |
|-----------------------------|---|---|
| Mariela García de Fabbri | Gerencia General de Ferreyros | Gerencia General de Ferreycorp |
| Gonzalo Díaz Pro | Gerencia Central de Negocios Ferreyros | Gerencia General de Ferreyros |
| Oscar Rubio Rodríguez | Gerencia General de Unimaq | Gerencia Corporativa de Negocios Ferreycorp |
| Alberto Parodi de la Cuadra | Gerencia General Adjunta de Gentrac Guatemala | Gerencia General de Unimaq |
| Luis Bracamonte Loayza | Gerencia Corporativa de Inversiones | Gerencia Corporativa de Negocios Ferreycorp |

Fuente: www.ferreycorp.com.pe. Elaboración propia, 2015.

Anexo 3. Relación de directores

Los directores por el periodo 2014-2017, elegidos por Junta General de Accionistas del 26 de marzo 2014, son:

| Nombre | Cargo |
|---------------------------------|------------------------|
| Oscar Guillermo Espinosa Bedoya | Presidente ejecutivo |
| Carlos Ferreyros Aspíllaga | Vicepresidente |
| Manuel Bustamante Olivares | Director |
| Juan Manuel Peña Roca | Director |
| Andreas von Wedemeyer Knigge | Director |
| Ricardo Briceño Villena | Director independiente |
| Aldo Renato Defilippi Traverso | Director independiente |
| Carmen Rosa Graham Ayllón | Director independiente |
| Eduardo Montero Aramburú | Director independiente |
| Raúl Ortiz de Zavallos Ferrand | Director independiente |

Fuente: Memoria Ferreycorp, 2014. Elaboración propia, 2015.

Anexo 4. Descripción de subsidiarias de Ferreycorp

| Empresas representantes de marcas Caterpillar y marcas aliadas en Perú | Empresas representantes de marcas Caterpillar y marcas aliadas en el extranjero | Empresas que complementan la oferta de bienes y servicios para los diferentes sectores productivos |
|--|---|--|
| | <p>Transportes Pesados S.A. de C.V.</p> | |

Fuente: Elaboración propia, 2015

- **Ferreyros:** Principal subsidiaria de la corporación por volumen de venta y trayectoria, dedicada principalmente a la importación, venta y alquiler de maquinaria, motores, automotores, venta de repuestos y prestación de servicios de mantenimiento de la marca Caterpillar. A cargo de la atención al sector minería.
- **Unimaq:** Unidad encargada de la venta y alquiler de equipos ligeros Caterpillar dirigido a los sectores de construcción, industria, minería, pesca y agricultura, incluyendo la unidad de negocios “Rentando – The Car Rental Store”.
- **Orvisa:** Atiende principalmente a clientes de los sectores hidrocarburos, construcción transporte fluvial, forestal y agrícola en la Amazonía, con un portafolio compuesto en gran medida con las mismas líneas de productos y servicios de Ferreyros y Unimaq, así como algunos otros productos de aplicación específica en la zona de selva.
- **Corporación General de Tractores S.A. – Gentrac:** distribuidor exclusivo de Caterpillar en Guatemala y Belice, con amplia participación en los sectores de construcción, minería e industria. La empresa también cuenta con la representación de otras marcas a través de la modalidad de arrendamiento de maquinaria.
- **Compañía General de Equipos S.A. (COGESA):** a cargo de la comercialización de maquinaria Caterpillar, Mitsubishi, Wacker y Lincoln Electric en El Salvador. Asimismo, cuenta con los derechos para la distribución de productos Exxon Mobil.
- **Mega Representaciones:** representante oficial de las marcas Goodyear y Exxon Mobil, que atiende a los sectores de minería, construcción, transporte, energía e industria en general.
- **Motored:** dedicada a la representación de las marcas Iveco, Kenworth y DAF, destinadas a la industria del transporte.
- **Cresko:** atiende a segmentos emergentes de los sectores construcción, minería, agricultura e industria en general.
- **Fiansa:** dedicada a la ejecución de proyectos metal-mecánicos y eléctricos.
- **Fargoline:** ofrece los servicios de depósito aduanero y almacenaje simple.
- **Forbis Logistics:** ofrece servicios de transporte a cualquier parte del mundo, así como soluciones logísticas para empresas de América Latina.
- **Ferrenergy:** ofrece servicios de suministro de energía a clientes que no optan por la adquisición de grupos electrógenos, sino que, por el contrario, prefieren comprarlo en forma temporal o permanente.

Anexo 5. Composición de la deuda a largo plazo

| A Junio 2015 | | | | | | | |
|--|----------------------|---------------|------------------------------------|-------------------|----------------------|------------------|---|
| Acreeedor | Vencimiento | Moneda origen | Tasa interés efectiva | Porción corriente | Porción no corriente | Total | |
| | | | % | S/ (000) | S/ (000) | S/ (000) | |
| Bonos Ferreycorp SAA | | | | | | | |
| Bonos corporativos - Regla 144A | Hasta abril 2020 | USD | 4.934 | - | 940,799 | 940,799 | ✓ |
| Pagarés | | | | | | | |
| Caterpillar Finacial | Hasta diciembre 2016 | USD | Entre 5.19 y 6.35 | 19,960 | 10,742 | 30,702 | |
| Caterpillar Leasing Chile | Hasta junio 2017 | USD | Entre 3.45 y 5.20 | 57,495 | 167,992 | 225,487 | |
| Caterpillar Crédito SA de CV | Hasta diciembre 2016 | USD | Entre 3.01 y 6.0 | 12,111 | 23,534 | 35,645 | |
| Pagarés con instituciones locales y del exterior | Hasta marzo 2019 | USD | Entre 0.83 y 7.00, Libro 6m + 3.8% | 98,099 | 232,760 | 330,859 | |
| Arrendamientos financieros | Hasta mayo 2019 | USD | Entre 3.5 y 6.35 | 5,017 | 5,878 | 10,895 | |
| Otros financiamientos | Hasta junio 2015 | USD | 5.05 | - | 12,685 | 12,685 | ✓ |
| | | | | 192,682 | 1,394,390 | 1,587,072 | |

Fuente: EEFF auditado, 2015. Elaboración propia, 2015.

Anexo 6. Resultados financieros

| En millones | A Junio 2015 | A Junio 2014 | % Variación |
|--------------------------|-----------------|-----------------|----------------|
| Ventas Netas USD | 858 | 892 | -3.8% |
| Ventas Netas S/. | 2,650 | 2,500 | 6.0% |
| Utilidad bruta S/. | 618 | 559 | 10.5% |
| Utilidad operativa S/. | 224 | 182 | 23.3% |
| Gastos financieros S/. | - 52 | - 50 | 3.9% |
| Diferencia en cambio S/. | - 78 | - 1 | 5678.5% |
| Utilidad neta S/. | 69 | 96 | -28.2% |
| EBITDA S/. | 307 | 273 | 12.5% |
| Utilidad por acción | 0 | 0 | -92.8% |
| Flujo de caja libre | - 54 | 202 | -126.7% |
| Margen bruto | 23% | 22% | |
| Margen operativo | 8% | 7% | |
| Margen neto | 3% | 4% | |
| Margen EBITDA | 12% | 11% | |

Fuente: Elaboración propia, 2015.

Anexo 7. Estados Financieros proyectados

| FERREYCORP S.A.A. | | | | | | | | | | |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| BALANCE GENERAL (en miles de NUEVOS SOLES) | | | | | | | | | | |
| CUENTA | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Activo | | | | | | | | | | |
| Activo Corriente | | | | | | | | | | |
| Efectivo y Equivalentes de efectivo | 181,432 | 219,792 | 292,284 | 383,366 | 459,089 | 528,131 | 607,480 | 715,447 | 822,413 | 934,643 |
| Cuentas por Cobrar Comerciales | 1,030,065 | 1,166,408 | 1,025,162 | 1,039,116 | 1,052,272 | 1,089,043 | 1,127,143 | 1,148,106 | 1,188,370 | 1,230,096 |
| Otras Cuentas por Cobrar (neto) | 124,597 | 133,516 | 136,844 | 138,707 | 140,463 | 145,371 | 150,457 | 153,255 | 158,630 | 164,200 |
| Existencias (neto) | 1,640,884 | 1,758,344 | 1,802,176 | 1,826,706 | 1,849,834 | 1,914,475 | 1,981,454 | 2,018,305 | 2,089,086 | 2,162,439 |
| Gastos Diferidos | 24,648 | 26,413 | 27,071 | 27,440 | 27,787 | 28,758 | 29,764 | 30,318 | 31,381 | 32,483 |
| Total Activo Corriente | 3,001,626 | 3,304,472 | 3,283,538 | 3,415,334 | 3,529,446 | 3,705,778 | 3,896,299 | 4,065,432 | 4,289,880 | 4,523,862 |
| Activo No Corriente | | | | | | | | | | |
| Inversiones Financieras | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Inversiones al Método de | 87,932 | 87,932 | 87,932 | 87,932 | 87,932 | 87,932 | 87,932 | 87,932 | 87,932 | 87,932 |
| Cuentas por Cobrar Comerciales | 31,311 | 31,311 | 31,311 | 31,311 | 31,311 | 31,311 | 31,311 | 31,311 | 31,311 | 31,311 |
| Otras Cuentas por Cobrar | 4,656 | 4,656 | 4,656 | 4,656 | 4,656 | 4,656 | 4,656 | 4,656 | 4,656 | 4,656 |
| Inmuebles, Maquinaria y Equipo | 1,305,866 | 1,284,358 | 1,267,719 | 1,254,266 | 1,243,593 | 1,237,998 | 1,237,117 | 1,238,610 | 1,244,344 | 1,254,056 |
| Activos Intangibles (neto) | 78,954 | 78,954 | 78,954 | 78,954 | 78,954 | 78,954 | 78,954 | 78,954 | 78,954 | 78,954 |
| Activo por Impuesto a la Renta y | 157,343 | 157,343 | 157,343 | 157,343 | 157,343 | 157,343 | 157,343 | 157,343 | 157,343 | 157,343 |
| Crédito Mercantil | 185,678 | 185,678 | 185,678 | 185,678 | 185,678 | 185,678 | 185,678 | 185,678 | 185,678 | 185,678 |
| Otros Activos | 78,031 | 78,031 | 78,031 | 78,031 | 78,031 | 78,031 | 78,031 | 78,031 | 78,031 | 78,031 |
| Total Activo No Corriente | 1,929,771 | 1,908,263 | 1,891,624 | 1,878,171 | 1,867,498 | 1,861,903 | 1,861,022 | 1,862,515 | 1,868,249 | 1,877,961 |
| TOTAL ACTIVO | 4,931,397 | 5,212,735 | 5,175,162 | 5,293,505 | 5,396,944 | 5,567,681 | 5,757,321 | 5,927,946 | 6,158,129 | 6,401,823 |
| Pasivo y Patrimonio | | | | | | | | | | |
| Pasivo Corriente | | | | | | | | | | |
| Sobregiros Bancarios | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Obligaciones Financieras | 723,538 | 717,158 | 691,897 | 666,221 | 645,035 | 639,214 | 632,481 | 615,363 | 608,312 | 607,316 |
| Cuentas por Pagar Comerciales | 460,201 | 468,046 | 489,933 | 502,276 | 508,320 | 518,286 | 535,355 | 554,279 | 582,708 | 602,667 |
| Otras Cuentas por Pagar | 476,216 | 484,334 | 506,982 | 519,755 | 526,009 | 536,322 | 553,985 | 573,567 | 602,985 | 623,640 |
| Total Pasivo Corriente | 1,659,955 | 1,669,538 | 1,688,813 | 1,688,252 | 1,679,363 | 1,693,822 | 1,721,821 | 1,743,210 | 1,794,006 | 1,833,623 |
| Pasivo No Corriente | | | | | | | | | | |
| Obligaciones Financieras | 1,580,475 | 1,351,748 | 1,105,601 | 1,022,064 | 968,699 | 945,000 | 976,500 | 961,000 | 961,000 | 961,000 |
| Cuentas por Pagar Comerciales | - | 332,990 | 373,702 | 417,338 | 437,780 | 462,935 | 420,971 | 409,871 | 398,914 | 397,365 |
| Pasivo por Impuesto a la Renta y | 139,807 | 139,807 | 139,807 | 139,807 | 139,807 | 139,807 | 139,807 | 139,807 | 139,807 | 139,807 |
| Total Pasivo No Corriente | 1,720,282 | 1,824,545 | 1,619,110 | 1,579,209 | 1,546,286 | 1,547,742 | 1,537,278 | 1,510,678 | 1,499,721 | 1,498,172 |
| Total Pasivo | 3,380,237 | 3,494,083 | 3,307,923 | 3,267,462 | 3,225,649 | 3,241,564 | 3,259,099 | 3,253,888 | 3,293,727 | 3,331,795 |
| Patrimonio Neto | | | | | | | | | | |
| Capital | 1,014,326 | 1,014,326 | 1,014,326 | 1,014,326 | 1,014,326 | 1,014,326 | 1,014,326 | 1,014,326 | 1,014,326 | 1,014,326 |
| Primas de emisión | 70,267 | 70,267 | 70,267 | 70,267 | 70,267 | 70,267 | 70,267 | 70,267 | 70,267 | 70,267 |
| Acciones propias en cartera | (11,901) | | | | | | | | | |
| Reservas Legales | 245,802 | 245,802 | 245,802 | 245,802 | 245,802 | 245,802 | 245,802 | 245,802 | 245,802 | 245,802 |
| Otras Reservas | 110,099 | 110,099 | 110,099 | 110,099 | 110,099 | 110,099 | 110,099 | 110,099 | 110,099 | 110,099 |
| Resultados Acumulados | 122,567 | 278,158 | 426,745 | 585,550 | 730,801 | 885,624 | 1,057,727 | 1,233,565 | 1,423,909 | 1,629,534 |
| Total Patrimonio Neto | 1,551,160 | 1,718,652 | 1,867,239 | 2,026,044 | 2,171,295 | 2,326,118 | 2,498,221 | 2,674,059 | 2,864,403 | 3,070,028 |
| TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO | 4,931,397 | 5,212,734 | 5,175,162 | 5,293,505 | 5,396,944 | 5,567,681 | 5,757,320 | 5,927,947 | 6,158,130 | 6,401,822 |

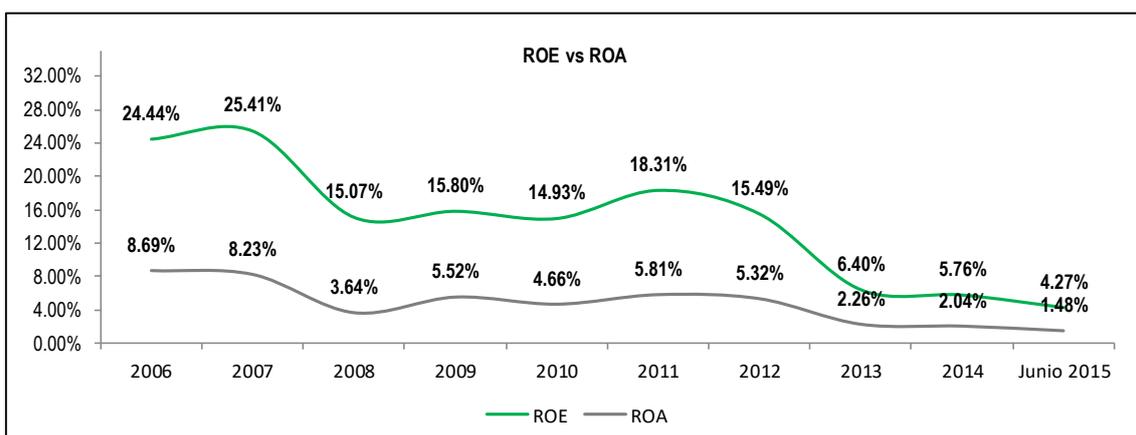
Estado de ganancias y pérdidas

| FERREYCORP S.A.A. | | | | | | | | | | |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| ESTADO DE GANANCIAS Y | | | | | | | | | | |
| CUENTA | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Ingresos Operacionales | | | | | | | | | | |
| Ventas Netas (ingresos) | 5,089,579 | 5,453,909 | 5,589,866 | 5,665,950 | 5,737,687 | 5,938,186 | 6,145,935 | 6,260,238 | 6,479,781 | 6,707,303 |
| Total de Ingresos Brutos | 5,089,579 | 5,453,909 | 5,589,866 | 5,665,950 | 5,737,687 | 5,938,186 | 6,145,935 | 6,260,238 | 6,479,781 | 6,707,303 |
| Costo de Ventas (Operacionales) | -3,982,982 | -4,050,880 | -4,240,309 | -4,347,138 | -4,399,441 | -4,485,696 | -4,633,430 | -4,797,214 | -5,043,261 | -5,216,008 |
| Utilidad Bruta | 1,148,758 | 1,256,731 | 1,261,677 | 1,292,220 | 1,308,581 | 1,347,302 | 1,401,690 | 1,424,065 | 1,474,006 | 1,527,741 |
| Gastos de Ventas | - 574,603 | - 584,443 | - 595,997 | - 609,809 | - 647,773 | - 670,409 | - 693,863 | - 706,768 | - 731,554 | - 757,241 |
| Gastos de Administración | - 225,516 | - 229,403 | - 233,433 | - 237,615 | - 241,959 | - 246,473 | - 251,168 | - 256,056 | - 261,147 | - 266,456 |
| Otros Ingresos | 18,530 | | | | | | | | | |
| Utilidad Operativa | 367,170 | 442,885 | 432,247 | 444,796 | 418,849 | 430,420 | 456,658 | 461,241 | 481,305 | 504,044 |
| Ingresos Financieros | 21,448 | 22,983 | 23,556 | 23,877 | 24,179 | 25,024 | 25,900 | 26,381 | 27,307 | 28,265 |
| Gastos Financieros | - 104,627 | - 104,793 | - 103,869 | - 100,211 | - 96,492 | - 93,423 | - 92,580 | - 91,605 | - 89,126 | - 88,105 |
| Participación en los Resultados de Partes Relacionadas por el Método | 4,650 | | | | | | | | | |
| Diferencia en cambio neta | - 104,163 | - 109,371 | - 111,558 | - 111,558 | - 111,558 | - 111,558 | - 111,558 | - 111,558 | - 111,558 | - 111,558 |
| Resultado antes de Participaciones | 184,477 | 251,704 | 240,376 | 256,904 | 234,978 | 250,462 | 278,419 | 284,459 | 307,927 | 332,647 |
| Impuesto a la Renta | - 70,443 | - 96,114 | - 91,788 | - 98,100 | - 89,727 | - 95,640 | - 106,315 | - 108,621 | - 117,583 | - 127,022 |
| Utilidad (Pérdida) Neta de | 114,034 | 155,590 | 148,588 | 158,805 | 145,251 | 154,823 | 172,104 | 175,837 | 190,344 | 205,625 |
| Utilidad Neta del Ejercicio | 114,034 | 155,590 | 148,588 | 158,805 | 145,251 | 154,823 | 172,104 | 175,837 | 190,344 | 205,625 |

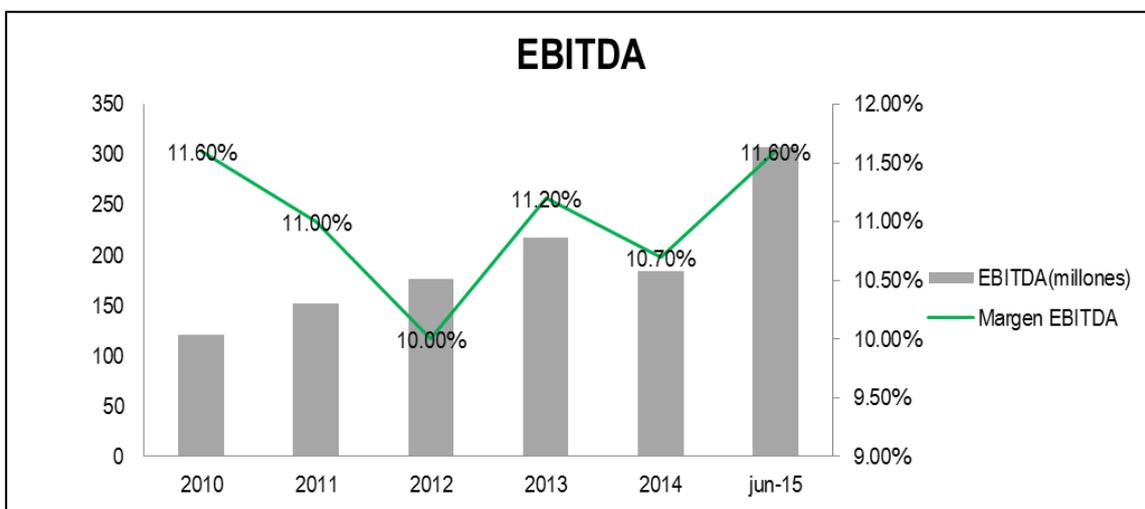
Anexo 8. Ratios financieros

Ratio de Rentabilidad

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Junio 2015 |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|------------|
| ROE | 24.44% | 25.41% | 15.07% | 15.80% | 14.93% | 18.31% | 15.49% | 6.40% | 5.76% | 4.27% |
| ROA | 8.69% | 8.23% | 3.64% | 5.52% | 4.66% | 5.81% | 5.32% | 2.26% | 2.04% | 1.48% |

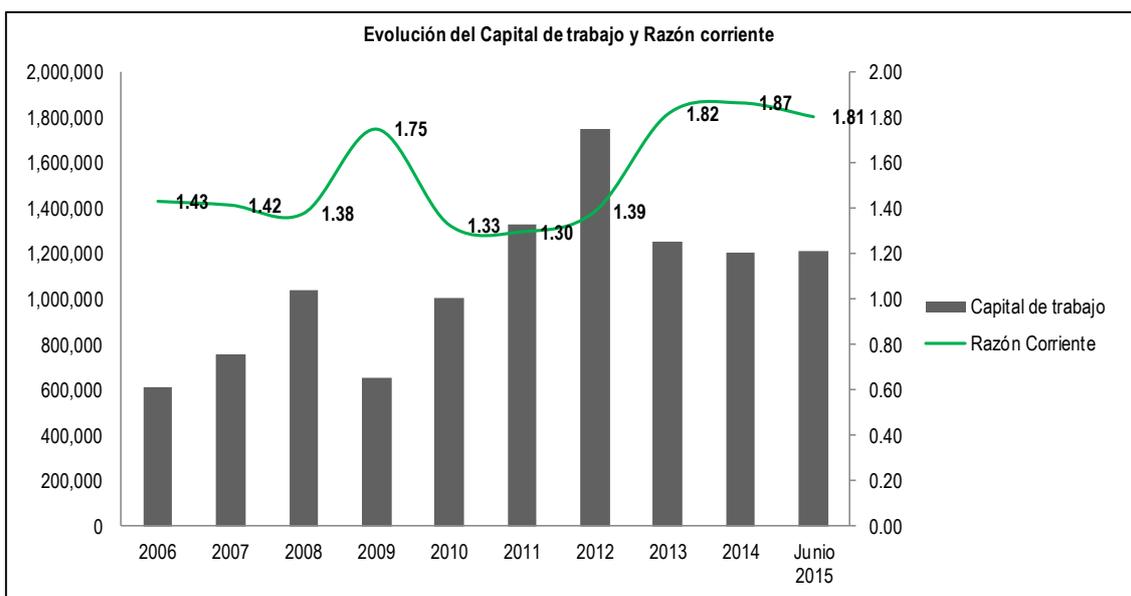


| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | jun-15 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA(millones) | 121 | 152 | 176 | 217 | 184 | 307 |
| Margen EBITDA | 11.60% | 11.00% | 10.00% | 11.20% | 10.70% | 11.60% |



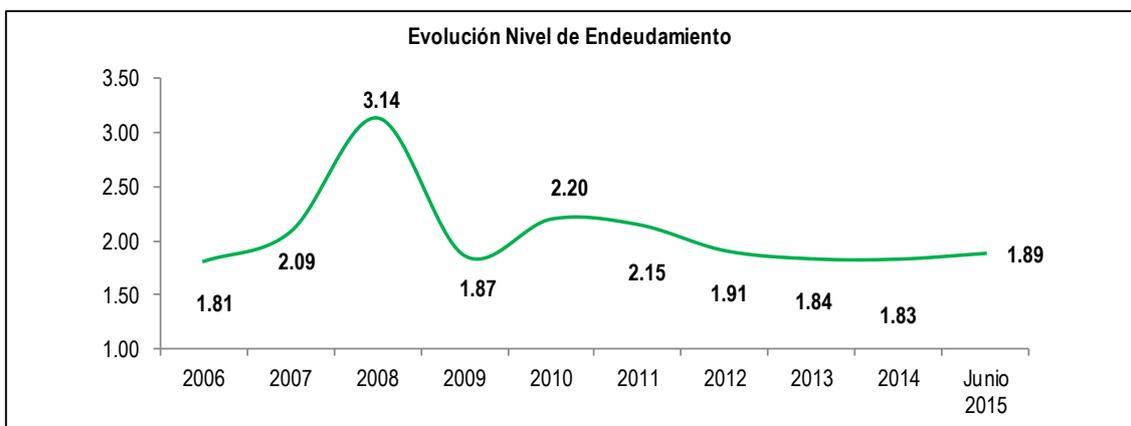
Ratio de Liquidez

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Junio 2015 |
|--------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| Capital de trabajo | 610,362 | 760,259 | 1,040,873 | 655,806 | 1,004,027 | 1,327,597 | 1,751,444 | 1,257,222 | 1,209,077 | 1,212,239 |
| Razón Corriente | 1.43 | 1.42 | 1.38 | 1.75 | 1.33 | 1.30 | 1.39 | 1.82 | 1.87 | 1.81 |



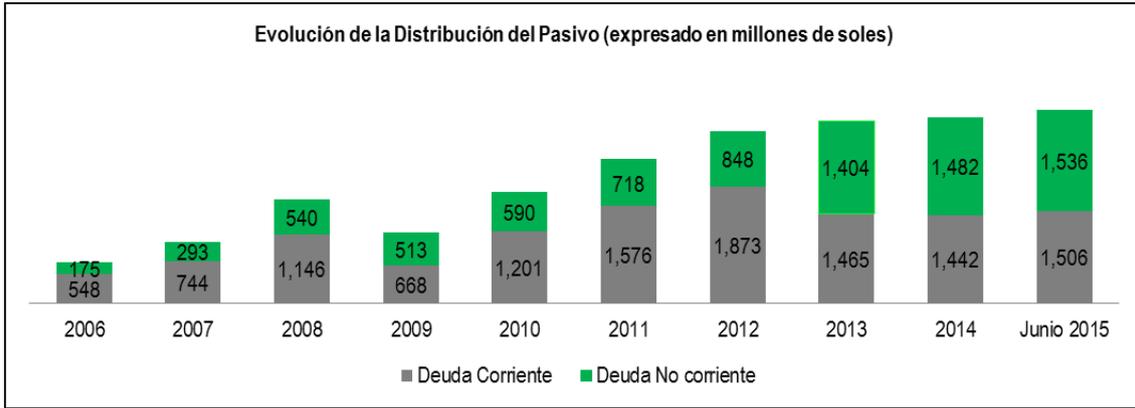
Ratio de endeudamiento

| Endeudamiento Pasivo / Patrimonio | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Junio 2015 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------|
| | 1.81 | 2.09 | 3.14 | 1.87 | 2.20 | 2.15 | 1.91 | 1.84 | 1.83 | 1.89 |



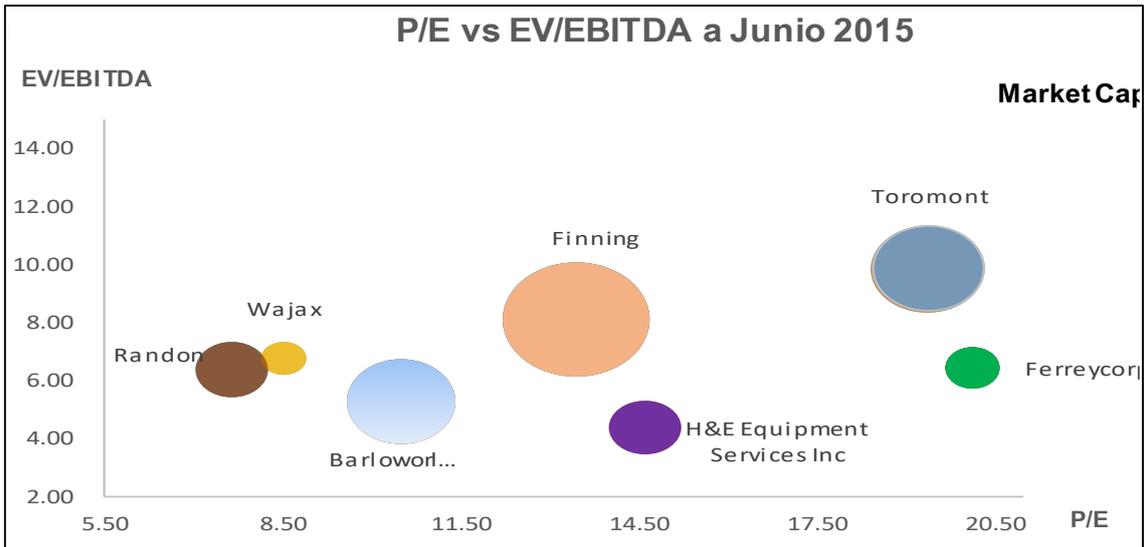
Nivel de endeudamiento (Expresado en miles de Nuevos Soles)

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Junio 2015 |
|-----------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Deuda Corriente | 548 | 744 | 1,146 | 668 | 1,201 | 1,576 | 1,873 | 1,465 | 1,442 | 1,506 |
| Deuda No corriente | 175 | 293 | 540 | 513 | 590 | 718 | 848 | 1,404 | 1,482 | 1,536 |
| Total de Deuda | 723 | 1,038 | 1,686 | 1,180 | 1,791 | 2,294 | 2,720 | 2,868 | 2,923 | 3,042 |



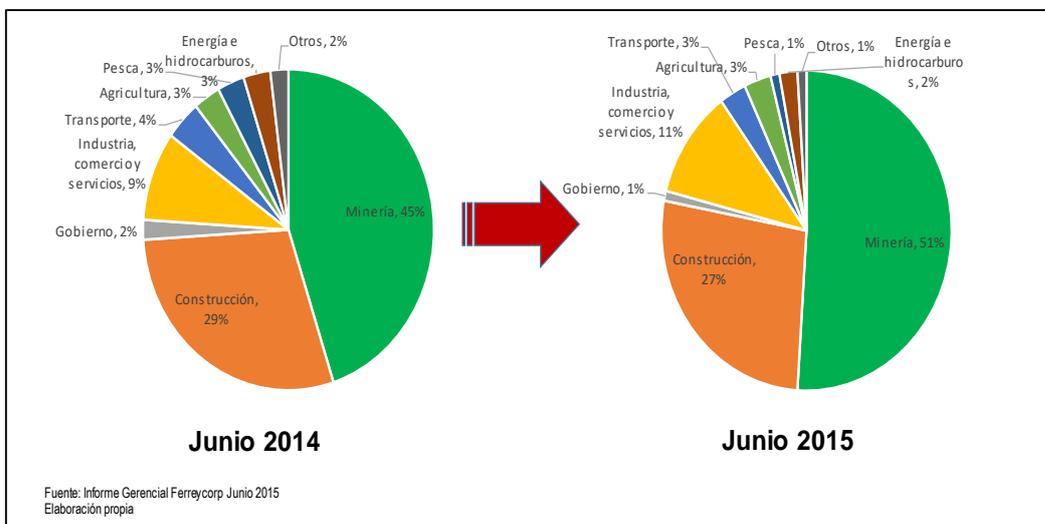
Fuente: EEFF auditados 2006-Junio 2015. Elaboración propia, 2015.

Anexo 9. Múltiplos comparables



Fuente: Bloomberg, 2015. Elaboración propia, 2015.

Anexo 10. Ventas por sectores económicos



Anexo 11. Método de flujo de caja libre

Tasa de Descuento para el flujo a 10 años

Se utilizó el modelo del CAPM y un ajuste por riesgo país para calcular el riesgo del accionista.

$$R_i = R_f - \beta(R_m - R_f)$$

Con estos datos se procedió al cálculo del *cost of equity*:

| Tasa de descuento | |
|-------------------------------|---------------|
| Reapalancar betas | |
| Deuda (000) S/. | 1,341,022 |
| MKT cap (000) S/. | 1,440,343 |
| D/E | 93.10% |
| Tasa imponible | 38% |
| Beta desapalancada | 0.869 |
| Beta re apalancada | 1.37 |
| Costo de capital | |
| Tasa libre de riesgo | 2.20% |
| Beta re apalancado | 1.37 |
| Prima por riesgo | 4.60% |
| Riesgo país | 3.34% |
| Costo de capital (USD) | 11.8% |
| Costo de capital (PEN) | 12.11% |

Posteriormente, y considerando un costo de deuda después de impuestos de 5,28% cuyo peso dentro del balance es de 48,2%, se procedió al cálculo del WACC utilizando la siguiente fórmula:

$$WACC = \frac{E}{D+E} (r_e) + \frac{D}{D+E} (r_d)(1-t)$$

| | |
|------------------------|-------------|
| WACC | |
| Deuda/Deuda+Capital | 48.2% |
| Capital/Deuda+Capital | 51.8% |
| Tasa imponible | 38% |
| Costo de la deuda | 5.28% |
| Costo de capital (PEN) | 12.11% |
| WACC | 7.8% |

Tasa de Descuento para la perpetuidad

Para el largo plazo, se calculó un nuevo *cost of equity*, utilizando un beta de 1 (bajo el supuesto de que en el largo plazo el beta apalancado tiende al beta del mercado), elevando la tasa libre de riesgo a 4% (promedio de los últimos 10 años de T-bonds a 30 años), incrementando la tasa de riesgo país de 1.77% a 1.94% que multiplicada por un indicador de volatilidad de 1.88, resulta en 3.65%, y asumiendo que en el largo plazo la inflación de Estados Unidos y Perú convergen a 2%, por lo que no es necesario efectuar ajustes entre las tasas de descuento calculadas.

| | |
|---------------------------------|--------------|
| Costo de capital | |
| Tasa Libre de Riesgo | 4.00% |
| Beta | 1.00 |
| Prima por riesgo | 4.60% |
| Riesgo país | 3.65% |
| Costo de capital | 12.2% |
| WACC para valor terminal | |
| Deuda/Deuda+Capital | 48.2% |
| Capital/Deuda+Capital | 51.8% |
| Costo de la deuda | 6.0% |
| Costo de capital | 12.2% |
| Tasa imponible | 38% |
| WACC para valor terminal | 8.1% |

Una vez obtenida la tasa de descuento, se procedió al cálculo del valor presente de los flujos de caja considerando los siguientes supuestos:

- **Ventas:** Como se ha indicado, debido a la ralentización de la economía local se espera que en el 2015 la importación de bienes de capital crezca en promedio 2,50% para la totalidad de años proyectados. Este supuesto es conservador, considerando el espacio de crecimiento que produciría de iniciarse los 15 proyectos mineros que se encuentran paralizados.
- **Depreciación:** Se asume una tasa de depreciación del 10%, tasa aceptada financiera y tributariamente.
- **Escudo tributario:** Estimado en 38,19% sobre la base de los resultados a Junio 2015.

- **Variación del Capital de trabajo:** Proveniente de la diferencia entre activo y pasivo corriente, cuyo movimiento se origina por la rotación en días de sus componentes, tales como cuentas por cobrar, existencias, cuentas por pagar, entre otros. En todos los casos, a excepción del rubro “Otras cuentas por pagar”, se asume una rotación en días producto del promedio registrado en los últimos tres años. En el caso puntual del rubro exceptuado se considera la rotación registrada en el último año.
- **CAPEX:** Se asume una tasa de 2% de las ventas totales. La corporación ha informado públicamente que se encuentra desarrollando nuevos proyectos de infraestructura que servirán para el curso normal de sus operaciones. Recientemente, la corporación abrió una nueva sede en Cusco, que incluye talleres de reparación de maquinarias, espacios de entrenamiento a clientes, entre otros. Asimismo, ha inaugurado su Sala de Control Eléctrico de Palas, la cual permitirá brindar capacitación a los operarios de Palas Caterpillar las cuales distribuye.
- **Valor Terminal:** Se asume que las importaciones de bienes de capital crecerán a una tasa de 3% (supuesto conservador considerando estimado en base al crecimiento promedio de los últimos 5 años).

Considerando los supuestos antes señalados y los inputs calculados se procede a la estimación del flujo de caja y su valor presente.

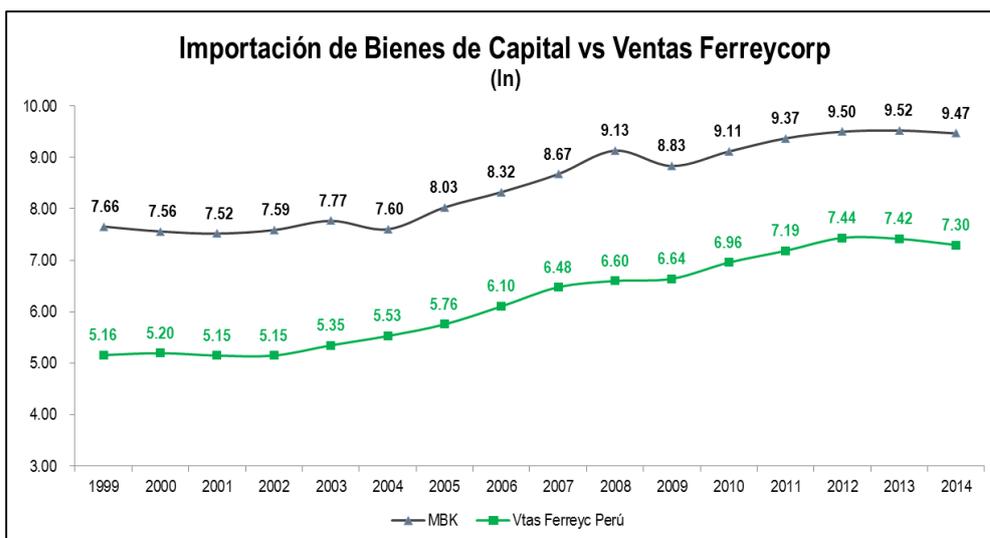
Anexo 12. Estimación de ventas de subsidiarias

Perú

| | M BK Var. % | M BK (mill. USD) | MBK USD Ln | Vtas Perú (mill.PEN) | TC | Ventas Perú (mill. USD) | Vtas. Ferreyc Ln |
|--------|----------------|---------------------|---------------|-------------------------|-------|----------------------------|---------------------|
| dic-99 | | 2,117 | 7.66 | 708 | 3.480 | 204 | 5.32 |
| dic-00 | -0.16% | 2,114 | 7.66 | 612 | 3.520 | 174 | 5.16 |
| dic-01 | -9.12% | 1,921 | 7.56 | 621 | 3.444 | 180 | 5.20 |
| dic-02 | -4.11% | 1,842 | 7.52 | 606 | 3.514 | 172 | 5.15 |
| dic-03 | 7.16% | 1,974 | 7.59 | 728 | 3.463 | 210 | 5.35 |
| dic-04 | 19.59% | 2,361 | 7.77 | 827 | 3.282 | 252 | 5.53 |
| dic-05 | 29.78% | 3,064 | 8.03 | 1,084 | 3.430 | 316 | 5.76 |
| dic-06 | 34.56% | 4,123 | 8.32 | 1,431 | 3.196 | 448 | 6.10 |
| dic-07 | 41.98% | 5,854 | 8.67 | 1,946 | 2.993 | 650 | 6.48 |
| dic-08 | 57.72% | 9,233 | 9.13 | 2,304 | 3.140 | 734 | 6.60 |
| dic-09 | -25.81% | 6,850 | 8.83 | 2,213 | 2.890 | 766 | 6.64 |
| dic-10 | 32.47% | 9,074 | 9.11 | 2,950 | 2.809 | 1,050 | 6.96 |
| dic-11 | 29.27% | 11,730 | 9.37 | 3,558 | 2.696 | 1,320 | 7.19 |
| dic-12 | 13.79% | 13,347 | 9.50 | 4,323 | 2.550 | 1,695 | 7.44 |
| dic-13 | 2.38% | 13,664 | 9.52 | 4,649 | 2.795 | 1,663 | 7.42 |
| dic-14 | -5.50% | 12,913 | 9.47 | 4,410 | 2.986 | 1,477 | 7.30 |
| dic-15 | -2.0% | 12,655 | 9.45 | 4,621 | 3.200 | 1,444 | 7.28 |
| dic-16 | 2.0% | 12,908 | 9.47 | 4,943 | 3.350 | 1,476 | 7.30 |
| dic-17 | 2.0% | 13,166 | 9.49 | 5,051 | 3.350 | 1,508 | 7.32 |
| dic-18 | 4.0% | 13,693 | 9.52 | 5,115 | 3.250 | 1,574 | 7.36 |
| dic-19 | 4.0% | 14,240 | 9.56 | 5,174 | 3.150 | 1,643 | 7.40 |
| dic-20 | 3.0% | 14,668 | 9.59 | 5,344 | 3.150 | 1,696 | 7.44 |
| dic-21 | 3.0% | 15,108 | 9.62 | 5,519 | 3.150 | 1,752 | 7.47 |
| dic-22 | 3.0% | 15,561 | 9.65 | 5,610 | 3.100 | 1,810 | 7.50 |
| dic-23 | 3.0% | 16,028 | 9.68 | 5,794 | 3.100 | 1,869 | 7.53 |
| dic-24 | 3.0% | 16,508 | 9.71 | 5,984 | 3.100 | 1,930 | 7.57 |

Las celdas marcadas en amarillo representan las variables a sensibilizar.

Fuente: Elaboración propia, 2015



Fuente: Elaboración propia, 2015

Regresión

```
reg invtas lnMBK
```

| Source | SS | df | MS | Number of obs | = | 16 |
|----------|------------|----|------------|---------------|---|--------|
| Model | 11.3581903 | 1 | 11.3581903 | F(1, 14) | = | 888.88 |
| Residual | .178893933 | 14 | .012778138 | Prob > F | = | 0.0000 |
| Total | 11.5370842 | 15 | .769138948 | R-squared | = | 0.9845 |
| | | | | Adj R-squared | = | 0.9834 |
| | | | | Root MSE | = | .11304 |

| invtas | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] |
|--------|-----------|-----------|-------|-------|----------------------|
| lnMBK | 1.091605 | .0366138 | 29.81 | 0.000 | 1.013076 1.170133 |
| _cons | -3.035897 | .3118326 | -9.74 | 0.000 | -3.704711 -2.367083 |

Exterior

| | | GDP | Ln GDP USD | LN Vtas ext | Vtas Ext | Vtas Ferreyc Totales PEN | TC |
|--------|-------|-----|------------|-------------|----------|-----------------------------|-------|
| dic-11 | | 82 | 4.41 | 11.51 | 99,340 | 267,820 | 2.696 |
| dic-12 | | 86 | 4.46 | 11.76 | 127,608 | 325,400 | 2.550 |
| dic-13 | | 91 | 4.51 | 11.74 | 125,192 | 349,912 | 2.795 |
| dic-14 | | 93 | 4.53 | 11.89 | 146,068 | 436,159 | 2.986 |
| dic-15 | 1.00% | 94 | 4.54 | 11.89 | 146,495 | 468,783 | 3.200 |
| dic-16 | 1.50% | 95 | 4.55 | 11.93 | 152,479 | 510,806 | 3.350 |
| dic-17 | 2.00% | 97 | 4.57 | 11.99 | 160,820 | 538,746 | 3.350 |
| dic-18 | 2.00% | 99 | 4.59 | 12.04 | 169,616 | 551,254 | 3.250 |
| dic-19 | 2.00% | 101 | 4.61 | 12.09 | 178,894 | 563,517 | 3.150 |
| dic-20 | 2.00% | 103 | 4.63 | 12.15 | 188,680 | 594,341 | 3.150 |
| dic-21 | 2.00% | 105 | 4.65 | 12.20 | 199,000 | 626,850 | 3.150 |
| dic-22 | 2.00% | 107 | 4.67 | 12.25 | 209,885 | 650,644 | 3.100 |
| dic-23 | 2.00% | 109 | 4.69 | 12.31 | 221,366 | 686,234 | 3.100 |
| dic-24 | 2.00% | 111 | 4.71 | 12.36 | 233,474 | 723,770 | 3.100 |

Fuente: Elaboración propia, 2015

Si bien los niveles del R^2 y R^2 ajustado no son tan elevados en comparación con el modelo de estimación de ventas de subsidiarias en Perú, son cercanos a 1. Considerando que son 4 países en los que Ferreycorp tiene presencia en Centroamérica, al no contar con mayor información sobre los proyectos en cada país que pudieran servir como impulso para las ventas, se consideró como variable clave el crecimiento del PBI.

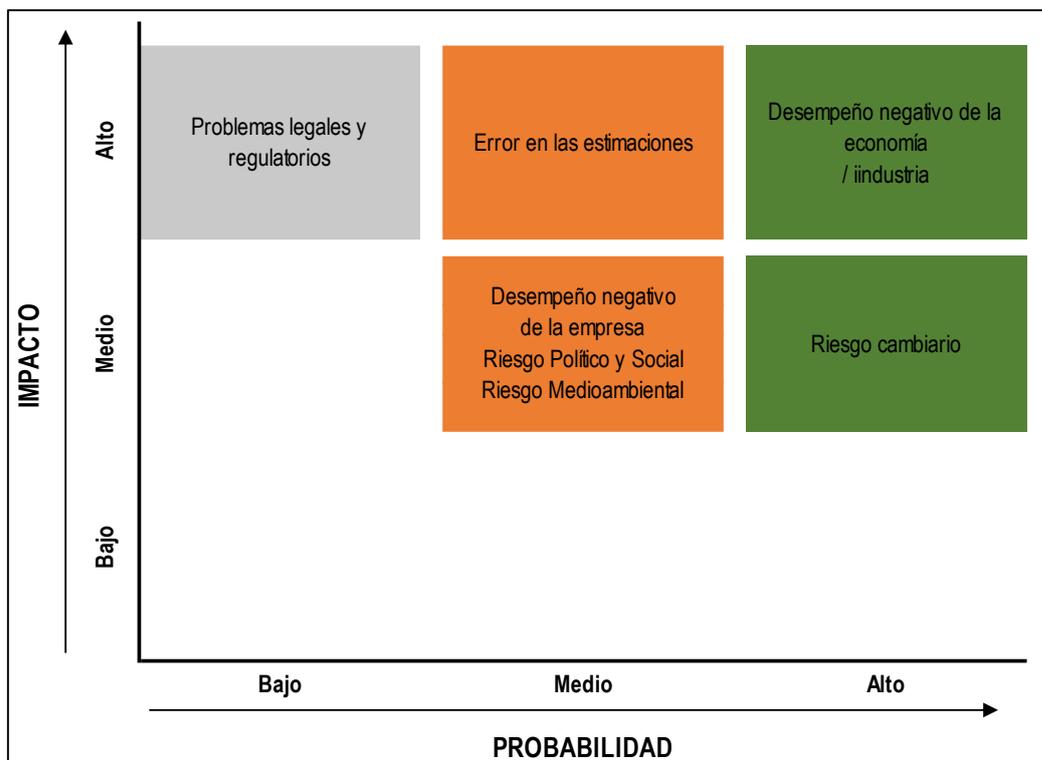
| . reg LNVtasext LnGDPUSD | | | | | | |
|--------------------------|------------|----|------------|---------------|---|--------|
| Source | SS | df | MS | Number of obs | = | 4 |
| Model | .063518485 | 1 | .063518485 | F(1, 2) | = | 9.56 |
| Residual | .013292847 | 2 | .006646423 | Prob > F | = | 0.0906 |
| Total | .076811332 | 3 | .025603777 | R-squared | = | 0.8269 |
| | | | | Adj R-squared | = | 0.7404 |
| | | | | Root MSE | = | .08153 |

| LNVtasext | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-----------|-----------|-----------|-------|-------|----------------------|----------|
| LnGDPUSD | 2.689358 | .8699465 | 3.09 | 0.091 | -1.05372 | 6.432435 |
| _cons | -.3111664 | 3.893031 | -0.08 | 0.944 | -17.06153 | 16.43919 |

Fuente: Elaboración propia, 2015

Es importante indicar que en dicho modelo de ventas no se incluyó la reciente incorporación al holding de la firma Trex, la cual mantiene subsidiarias en Chile, Colombia y Ecuador, debido a que el PBI de estos países es notoriamente más elevado que el de los países centroamericanos y que representan plazas más competitivas, lo que, de incluirlos, distorsionaría fuertemente el modelo, elevando innecesariamente la proyección de ventas. Tomando en cuenta que en el tiempo la participación en los países sudamericanos se eleve, se ha optado por considerar que hasta el 2018 la participación de las ventas del exterior se mantenga alrededor de 10%, mientras que a partir del 2019 esta se eleve a un promedio de 11%.

Anexo 13. Matriz de riesgos



Fuente: Elaboración propia, 2015

Anexo 14. Análisis de sensibilidad

Valores propuestos de variación de tipo de cambio

| | -5% | -1% | Base | 1% | 5% |
|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| dic-15 | 3.040 | 3.168 | 3.200 | 3.232 | 3.360 |
| dic-16 | 3.183 | 3.317 | 3.350 | 3.384 | 3.518 |
| dic-17 | 3.183 | 3.317 | 3.350 | 3.384 | 3.518 |
| dic-18 | 3.088 | 3.218 | 3.250 | 3.283 | 3.413 |
| dic-19 | 2.993 | 3.119 | 3.150 | 3.182 | 3.308 |
| dic-20 | 2.993 | 3.119 | 3.150 | 3.182 | 3.308 |
| dic-21 | 2.993 | 3.119 | 3.150 | 3.182 | 3.308 |
| dic-22 | 2.945 | 3.069 | 3.100 | 3.131 | 3.255 |
| dic-23 | 2.945 | 3.069 | 3.100 | 3.131 | 3.255 |
| dic-24 | 2.945 | 3.069 | 3.100 | 3.131 | 3.255 |
| Prom | 3.031 | 3.158 | 3.190 | 3.222 | 3.350 |

| | | Tipo de Cambio (PEN/USD) | | | | |
|--|-------|--------------------------|----------|----------|----------|----------|
| | | S/. 3.03 | S/. 3.16 | S/. 3.19 | S/. 3.22 | S/. 3.35 |
| Tasa de Crec. Import. Bienes de Capital | 1.60% | S/. 0.84 | S/. 1.18 | S/. 1.26 | S/. 1.35 | S/. 1.68 |
| | 2.00% | S/. 0.92 | S/. 1.27 | S/. 1.36 | S/. 1.44 | S/. 1.79 |
| | 2.50% | S/. 0.94 | S/. 1.29 | S/. 1.38 | S/. 1.47 | S/. 1.82 |
| | 2.86% | S/. 1.00 | S/. 1.36 | S/. 1.45 | S/. 1.54 | S/. 1.90 |
| | 3.30% | S/. 1.05 | S/. 1.42 | S/. 1.52 | S/. 1.61 | S/. 1.98 |

Fuente: Elaboración Propia, 2015

Valores propuestos de crecimiento de bienes de capital

| | Base | | | | |
|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| dic-14 | -5% | -5% | -5% | -5% | -5% |
| dic-15 | -5% | -5% | -2% | -2% | -2% |
| dic-16 | -1% | 1% | 2% | 3% | 3% |
| dic-17 | 1% | 2% | 2% | 3% | 4% |
| dic-18 | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| dic-19 | 3% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| dic-20 | 3% | 3% | 3% | 4% | 5% |
| dic-21 | 3% | 3% | 3% | 4% | 5% |
| dic-22 | 3% | 3% | 3% | 3% | 4% |
| dic-23 | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| dic-24 | 2% | 2% | 3% | 3% | 3% |
| Prom. | 1.6% | 2.0% | 2.5% | 2.9% | 3.3% |

Fuente: Elaboración propia, 2015

Sensibilización de WACC y g de largo plazo

| | | WACC (LP) | | | | |
|---|-------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| | | 6.10% | 7.10% | 8.10% | 9.10% | 10.10% |
| g | 1.50% | S/. 1.39 | S/. 1.26 | S/. 1.13 | S/. 1.02 | S/. 0.92 |
| | 2.00% | S/. 1.53 | S/. 1.38 | S/. 1.24 | S/. 1.12 | S/. 1.01 |
| | 2.50% | S/. 1.70 | S/. 1.53 | S/. 1.38 | S/. 1.25 | S/. 1.13 |
| | 3.00% | S/. 1.90 | S/. 1.72 | S/. 1.55 | S/. 1.40 | S/. 1.27 |
| | 3.50% | S/. 2.15 | S/. 1.94 | S/. 1.75 | S/. 1.59 | S/. 1.44 |

Fuente: Elaboración Propia, 2015

Análisis de sensibilidad de ponderadores de los métodos de valoración (FCFF y Múltiplos)

| | | Múltiplos | | | | |
|------------------|-----|-----------|----------|----------|----------|----------|
| | | Pesos | 20% | 40% | 50% | 66% |
| DCF (S/.1.38) | 80% | S/. 1.49 | | | | |
| | 60% | | S/. 1.60 | | | |
| | 50% | | | S/. 1.66 | | |
| | 33% | | | | S/. 1.75 | |
| | 20% | | | | | S/. 1.82 |

Fuente: Elaboración Propia, 2015

Nota biográfica

Milagros Legua Díaz

Nació en Lima, el 20 de octubre de 1984. Es Economista, egresada de la Universidad Ricardo Palma. Cuenta con un Diplomado de especialización en Finanzas y Administración de Riesgos de la Universidad ESAN y la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Tiene más de ocho años de experiencia en Banca y Finanzas; tres en áreas de asesoría de inversión y control de gestión en el Sistema Financiero; y cinco en el sector público. Actualmente, desempeña el cargo de Supervisor de Banca en la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Sergio Okuma Fullita

Nació en Lima, el 18 de diciembre de 1979. Es Licenciado en Administración de Empresas de la Universidad de Lima.

Tiene más de catorce años de experiencia en el Sistema Financiero laborando en áreas comerciales de Banca Corporativa y Banca Empresa. Posteriormente, ha ocupado el cargo de Jefe de Admisión de Riesgos de la Banca Negocios y actualmente se desempeña como Jefe de Banca Negocios de la zona Centro y Sur del Banco Interamericano de Finanzas BanBif.

Karina Torres Quique

Nació en Lima, el 16 de agosto de 1984. Es Contadora Pública Colegiada, egresada de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Cuenta con un Diplomado en Finanzas Corporativas de la Universidad Esan y un Diplomado en Tributación de la Universidad de Lima.

Tiene más de dos años de experiencia en auditoría interna y externa; y cinco años en contabilidad de empresas mineras. Actualmente, desempeña el cargo de Coordinador Contable Financiero en la empresa Farmacéutica Takeda.