



VALORACIÓN DE LA EMPRESA ALICORP S. A. A.

T E S I S

Para optar el Grado de:

**MAESTRO EN ADMINISTRACIÓN DE NEGOCIOS Y
FINANZAS INTERNACIONALES**

Calienes Peralta, Yván Pavel

Chuco Aguilar, Cindy

Marcellini Ramírez, Willy Schuemberg

Asesor: Mtro. Gustavo Ruy Jiménez Mendoza

LIMA, 2018

Dedicatoria

A Dios por su infinita bondad y amor

A nuestras familias por la paciencia y comprensión y

a nuestro asesor por su apoyo y guía

Agradecimientos

A nuestro asesor por su compromiso y guía durante todo el trabajo y a la coordinadora de postgrado por su apoyo constante, sus críticas y observaciones al presente documento.

Resumen

En el presente trabajo se examinan los principales métodos para valorizar una empresa, para luego determinar el método más consistente para valorizar Alicorp S.A.A., teniendo en cuenta su continuidad en el mercado global. En el Perú, en el sector de alimentos, Alicorp es la empresa de mayor tamaño que vende productos de consumo masivo. Su gran potencial está en el foco de muchos inversionistas, que demandan información constante.

La presente tesis tiene como finalidad determinar cuál es el método de valoración más consistente para calcular el valor de la empresa Alicorp S.A.A.; por ello, se ha utilizado el método de flujo de caja descontado. Es así que se ha realizado un riguroso análisis de sus estados financieros desde el año 2013 al año 2017, para luego proyectar diversos escenarios de crecimiento; de esta manera se ha considerado que el valor de la empresa está sujeto a los siguientes escenarios: conservador, -potencial de crecimiento del País al 4%-, realista -ritmo de crecimiento constante al 7%-, y por último un escenario optimista de un 8% de crecimiento, basado en el potencial de las estrategias de la empresa.

Finalmente se ha considerado el valor de la presente tesis para la empresa, los futuros inversionistas, analistas y profesionales: un instrumento fidedigno y útil para la buena toma de decisiones financieras.

Palabras clave: Alicorp, valoración de empresas, flujo libre de caja, valor fundamental, análisis financiero, estados financieros.

Abstract

In the present work, we examine the main methods to value a company and then the most effective to enhance Alicorp S.A.A. Company, taking into account its continuity in the global market. Alicorp S.A.A. is the largest Peruvian company, which produces mass consumption food in Peru; its great potential is in the focus of many investors, who demand constant information.

The purpose of this thesis is to determine which is the most consistent valuation method to enhance Alicorp S.A.A. Company; for doing that, it has been selected the discounted cash flow method. Thus, it has been realized a rigorous analysis of its financial statements, from 2013 to 2017, in order to project various growth scenarios. The authors has evaluated the following scenarios: conservative, with the potential of the country at 4%, realistic, with a growth perspective at 7%, and finally an optimistic scenario of 8%, focused on the potential of the company strategies.

Finally, the authors evaluate the importance of t the present test for the company itself, for future investors, analysts and professionals of financial companies.

Keywords: Alicorp, business valuation, free cash flow, fundamental value, financial analysis, financial statements.

Índice

Dedicatoria	i
Agradecimientos	ii
Resumen	iii
Abstract	iv
Introducción	1
CAPÍTULO I: EL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN	3
1.1 Planteamiento del problema	3
1.2 Formulación del problema	4
1.2.1 Problema general	4
1.2.2 Problemas específicos	4
1.3 Justificación del tema de la investigación	4
1.4 Objetivos de la investigación	5
1.4.1 Objetivo general	5
1.4.2 Objetivos específicos	5
CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO	6
2.1 Antecedentes del estudio	6
2.2 Bases teóricas	8
2.2.1 Motivos para la valoración de una empresa	9
2.2.2 Métodos de valoración de empresas	10
2.2.3 Factores clave que afectan al valor de una empresa	15
2.3 Definición de términos básicos	15
2.4 Hipótesis de investigación	23
2.4.1 Hipótesis general	23
2.4.2 Hipótesis específicas	23
CAPÍTULO III: METODOLOGÍA	24
3.1 Enfoque de la investigación	24
3.2 Alcance de la investigación	24
3.3 Diseño de la investigación	24
3.4 Descripción del ámbito de la investigación	24

3.5	Variables.....	25
3.5.1	Definición conceptual de las variables.....	25
3.5.2	Variables financieras:.....	25
3.6	Delimitaciones.....	26
3.6.1	Temática.....	26
3.6.2	Temporal.....	26
3.6.3	Espacial.....	26
3.7	Limitaciones.....	26
3.8	Población y muestra.....	27
3.9	Técnicas e instrumentos para la recolección de datos.....	27
3.10	Validez y confiabilidad del instrumento.....	27
3.11	Plan de recolección y procesamiento de datos.....	28
CAPÍTULO IV: DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN.....		29
4.1	Selección del método de valorización.....	29
4.1.1	Deficiencias de los principales métodos de valorización.....	29
4.1.2	Método considerando la continuidad de la empresa.....	29
4.2	Descripción de la empresa.....	30
4.2.1	Breve historia.....	30
4.2.2	Accionistas, directorio y plana ejecutiva.....	32
4.2.3	Principales empresas subsidiarias de Alicorp.....	34
4.2.4	Breve descripción de productos y servicios.....	36
4.2.5	Participación de mercado.....	37
4.2.6	Objetivos estratégicos.....	38
4.2.7	Grupos de interés.....	41
4.2.8	Rendimiento y cotización bursátil de la acción.....	41
4.3	Análisis financiero.....	43
4.3.1	Estado de resultados.....	43
4.3.2	Estado de situación.....	45
4.3.3	Liquidez y gestión.....	49
4.3.4	Rentabilidad.....	50
4.3.5	Medidas de desempeño.....	51

4.4	Proyección de flujos de caja libre.....	55
4.5	Valor terminal.....	55
CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES		61
5.1	Conclusiones.....	61
5.2	Recomendaciones	63
Bibliografía		64

Índice de tablas

Tabla 1: Clasificación de métodos de valoración	11
Tabla 2: Distintas corrientes de fondos que genera una empresa	13
Tabla 3: Cronograma de ejecución	28
Tabla 4: Estructura Accionaria de Alicorp S.A.A. al 31 de diciembre de 2017.....	32
Tabla 5: Miembros del Directorio de Alicorp S.A.A. al 31 de diciembre de 2017	33
Tabla 6: Estructura de la alta Gerencia de Alicorp S.A.A. al 31 de diciembre de 2017	34
Tabla 7: Subsidiarias de Alicorp.....	35
Tabla 8: Dominio de mercado por sector, categoría y empresa líder	38
Tabla 9: Estado de resultados de Alicorp S.A.A. 2013-2017 (en miles de soles)	44
Tabla 10: estado de situación de Alicorp S.A.A. Activos 2013-2017 (en miles de soles)	46
Tabla 11: Estado de situación de Alicorp S.A.A. Pasivos y patrimonio 2013-2017 (en miles de soles).....	48
Tabla 12: Ratios de liquidez de Alicorp S.A.A. (2013-2017)	49
Tabla 13: Ratios de gestión de Alicorp S.A.A. (2013-2017).....	49
Tabla 14: Alicorp: Ratios de Endeudamiento de Alicorp S.A.A. (2013-2017).....	50
Tabla 15: Ratios de rentabilidad de Alicorp S.A.A. (2013-2017)	51
Tabla 16: Utilidad Operativa Neta Después de Impuestos de Alicorp S.A.A. (2013- 2017)	51
Tabla 17: Capital Invertido de Alicorp S.A.A. (2013-2017).....	52
Tabla 18: Rentabilidad Operativa de Alicorp S.A. (2013-2017).....	52
Tabla 19: Costo Promedio Ponderado de Capital de Alicorp S.A.A. (2013-2017)....	54
Tabla 20: Proyección de flujos de caja sin crecimiento de Alicorp S.A.A. (en miles de soles)	55
Tabla 21: Proyección de flujos de caja con crecimiento de 4% de Alicorp S.A.A. (en miles de soles).....	56
Tabla 22: Proyección de flujos de caja con crecimiento de 5% de Alicorp S.A.A. (en miles de soles).....	57
Tabla 23: Proyección de flujos de caja con crecimiento de 6% de Alicorp S.A.A. (en miles de soles).....	57

Tabla 24: Proyección de flujos de caja con crecimiento de 7% de Alicorp S.A.A. (en miles de soles)..... 58

Tabla 25: Proyección de flujos de caja con crecimiento de 8% (en miles de soles)... 58

Índice de gráficos

Gráfico 1: Razones que motivan la valoración de una empresa	10
Gráfico 1: Métodos de valorización.....	15
Gráfico 3: Productos	30
Gráfico 4: Fusiones, adquisiciones e integraciones exitosas	32
Gráfico 5: Productos y servicios de Alicorp	36
Gráfico 6: Detalle de productos y servicios de Alicorp.....	36
Gráfico 7: Ventas estimadas por países en el 2018	37
Gráfico 8: Modelo estratégico de Alicorp S.A.A.	39
Gráfico 9: Cuadro de iniciativas de Alicorp S.A.A.	40
Gráfico 10: Cambios planteados y resultados esperados por Alicorp S.A.A.	40
Gráfico 11: Grupos de interés de Alicorp S.A.A.....	41
Gráfico 12: Rendimiento y comparación de Alicorp S.A.A.....	42
Gráfico 13: Cotización de Alicorp S.A.A.....	43

Introducción

El presente estudio debe su relevancia al hecho de abordar un punto importante relacionado a las empresas y las finanzas, a través del cual se quieren profundizar los conocimientos sobre el tema y a la vez generar un instrumento de referencia para otros estudios, así como para los inversionistas que buscan rentabilizar sus activos. Por ello se han elegidos objetivos funcionales a la búsqueda de la metodología más consistente para valorizar la empresa Alicorp S.A.A., así como para encontrar su valor bajo ciertos procedimientos y métodos de la teoría financiera y de las practicas relacionadas a la valorización de empresas.

Por lo tanto, se han planteado hipótesis coherentes con los objetivos a demostrar en la presente investigación; el estudio tiene un enfoque mixto, pues partiendo de fuentes secundarias, recoge información cualitativa y cuantitativa del mercado, así como la información contable, financiera e histórica de la empresa. Así pues, el estudio puede definirse como investigación analítica descriptiva, siendo un estudio dinámico de tipo longitudinal y transversal, que analiza información desde el año 2013 a la actualidad y también implica la recolección de datos en un solo corte en el tiempo.

El trabajo de investigación se compone de varios capítulos; en el primero de ellos, se define el Problema de Investigación, es decir las motivaciones de los autores para realizar el estudio, a través del planteamiento y de la formulación del problema, analizando este último de forma general y específica; luego se pasa a las justificaciones que amerita el presente trabajo, así como los objetivos que se pretende alcanzar en el estudio.

Dentro del segundo capítulo, que corresponde al Marco Teórico, se revisa la situación actual y los antecedentes relacionados a la valorización de empresas, los motivos que existen para valorizar las empresas, los distintos métodos de valorización y los factores claves que afectan el valor de una empresa. Se reportan también los términos básicos relacionados a la investigación y, finalmente, se plantea la hipótesis de investigación.

En el capítulo de la Metodología se hace referencia al enfoque de la investigación, los alcances y el diseño; se describen el ámbito de la investigación, así como las variables y sus definiciones; se delimitan la temática, la temporalidad y el espacio; se describen las limitaciones encontradas, la población y la muestra objeto de estudio, las técnicas usadas

para recolectar la información, se valida la confiabilidad del instrumento aplicado y luego se traza el plan de recolección y procesamiento de datos.

En el último capítulo se presenta el desarrollo de la investigación: se inicia con el análisis de la empresa, a nivel cualitativo y cuantitativo, de las situaciones pasada y actual, de su información financiera auditada y disponible, sus indicadores relevantes, las proyecciones y valorizaciones correspondientes que validan y demuestran los objetivos planteados. Al final se reportan las conclusiones del trabajo.

CAPÍTULO I: EL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

1.1 Planteamiento del problema

Los resultados en la Bolsa de Valores de Lima, son analizados diariamente por los inversionistas, público en general, entidades gubernamentales y empresas que cotizan en ella. Las variaciones en el precio de la moneda extranjera como el dólar, el precio internacional de los metales como el oro, el cobre, las noticias acerca de la subida de las tasas de interés de la FED (Sistema de la Reserva Federal o Banco Central de los Estados Unidos), decisiones estratégicas de empresas peruanas (inversiones en nuevas plantas industriales, adquisiciones, fusiones, escisiones); son algunos de los determinantes del aumento o disminución de los precios de las acciones cotizadas en la Bolsa de Valores.

La determinación del valor real del patrimonio y el valor actual de sus acciones es muy importante para los stakeholders que tienen relación con una determinada empresa; de éste modo los inversionistas utilizan los precios reales de las acciones para decidir sus inversiones. Los factores que influyen en los precios de las acciones como: las tasas de crecimiento, el incremento o descenso en las ventas, el Margen Bruto, EBIT, EBITDA, Utilidad Neta, ROE, ROA, VAN, TIR, beta, etc., son determinantes para descubrir si una empresa está infra o sobrevalorada en la cotización de la Bolsa de Valores; su análisis permite reconocer si el inversionista está frente a una “ganga” o ante un riesgo “caro” por asumir.

Las pérdidas o las ganancias generadas a partir de tales decisiones, convierten el Mercado de Valores en algo muy delicado y complicado, por lo tanto muchos analistas recurren a diferentes métodos para determinar el valor real de las acciones, tal como: valor contable, valor de liquidación, múltiplo de las ventas, el valor del dividendo por acción, flujo de caja descontado, entre otros.

El presente trabajo pretende comparar algunos de los principales métodos de valorización, con el fin de determinar el valor de la empresa Alicorp S.A.A.

Entre las metodologías más utilizadas por los analistas destaca el análisis fundamental, que es el más académico. El análisis fundamental es utilizado para analizar y valorar una compañía cotizada, siendo la metodología preferida por los

académicos, porque permite interpretar los balances y las cuentas de resultados de la empresa, su evolución y crecimiento, estimar los beneficios futuros, calcular la cuota de mercado de la empresa, los aspectos intangibles como la calidad del equipo directivo, el modelo de negocio, los riesgos a que puede hacer frente y la estrategia internacional de la compañía, entre otros aspectos.

En el caso de estudio, se ha elegido la valorización de la empresa Alicorp S.A.A. por varios motivos, entre ellos debido a que, la fecha del 19 de mayo del 2017, es una empresa muy líquida debido a que su tasa de frecuencia de negociación es 100%; eso significa que en los últimos 20 días ha participado todos los días en la rueda de negociación. Junto con ello, tiene un alto valor de capitalización bursátil (2015.65 Millones de dólares) y se encuentra categorizada según la Bolsa de Valores de Lima en el sector industrial, todo lo cual resulta muy interesante y justifica el porqué de su valorización.

1.2 Formulación del problema

1.2.1 Problema general

¿Cuál es el método de valoración más consistente para calcular el valor de la empresa Alicorp S.A.A.?

1.2.2 Problemas específicos

- ¿Cuáles son las deficiencias de los principales métodos de valorización?
- ¿Cuál es el método más consistente teniendo en cuenta la continuidad de la empresa Alicorp S.A.A.?

1.3 Justificación del tema de la investigación

El presente trabajo de investigación permitirá conocer cuál es el método más consistente para valorizar la empresa Alicorp S.A.A., esto a través de estudios y comparaciones de los diversos métodos disponible, habitualmente utilizados en la práctica, que han sido desarrollados por expertos, especialistas e investigadores del campo de las finanzas.

Permitirá además profundizar en el conocimiento de las finanzas aplicadas y la

dinámica empresarial, así como su aplicación en el caso real de una gran empresa peruana presente en muchos países.

El presente trabajo servirá de base para que los inversionistas puedan tomar sus decisiones de inversión y dinamizar la Bolsa de Valores de Lima y como consecuencia el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

Con los resultados también se dará a conocer si el precio de las acciones de la empresa está cotizado por encima o por debajo del valor obtenido de la valorización.

El presente trabajo contribuye al desarrollo de conocimientos para alumnos de carreras afines al sector empresarial, profesionales, inversionistas, stakeholders y en general interesados el tema, para que tengan una manera práctica de resolver situaciones similares a las que se presentan en este trabajo.

1.4 Objetivos de la investigación

1.4.1 Objetivo general

Determinar cuál es el método de valoración más consistente para calcular el valor de la empresa Alicorp S.A.A

1.4.2 Objetivos específicos

- Determinar las deficiencias de los principales métodos de valorización.
- Determinar el método más consistente teniendo en cuenta la continuidad de la empresa Alicorp S.A.A.

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

2.1 Antecedentes del estudio

La valoración o valorización es un modelo usado para calcular un rango de valores entre los cuales se encuentra el precio de la empresa (Sarmiento, 2003); también se entiende por valoración de empresas a aquella parte de la economía cuyo objeto es la estimación de un determinado valor o valores de una empresa con arreglo a unas determinadas hipótesis, con vistas a unos fines determinados y mediante procesos de cálculo basados en informaciones de carácter técnico y económico (Caballer, 1998).

En este capítulo se analizarán los trabajos de valorización existentes, precisando que hay una multiplicidad de publicaciones en diferentes países tanto por empresas y métodos; sin embargo, en el Perú los estudios sobre la empresa investigada son escasos. En ellos, se ha encontrado dos valorizaciones a nivel de Trabajo de Investigación, correspondientes al año 2015, ambos presentados para optar al grado académico de Magíster en Finanzas en la Universidad del Pacífico. También se ha encontrado una tesis de grado relacionado a un Modelo de Valoración para Alicorp.

A continuación, se explican los resúmenes y conclusiones de dichas tesis:

Se ha revisado la tesis escrita por Cesar Osoreo (2015), titulada “Valoración de la empresa ALICORP S.A.A.”. En este trabajo se estudia la empresa peruana de consumo masivo y establecen que, en el Perú, en el sector de alimentos, Alicorp es la empresa de mayor tamaño que vende ese tipo de productos; por su capacidad gerencial y de negociación, ha obtenido el financiamiento menos costoso de una organización corporativa a largo plazo, haciendo uso de la emisión de bonos en el mercado mundial. Alicorp también tiene un especial interés y hace un seguimiento continuo a la variabilidad de la tarifa del préstamo, al tipo de cambio y a la inestabilidad de los costos de sus materias primas.

Finalmente, concluyen que para el 2014 se había previsto una valoración fundamental baja para Alicorp. En octubre del 2015, el precio de la acción estaba en S / 5.85, teniendo un desempeño de alta volatilidad en ese año; en todo caso, a la vista de la información registrada y los supuestos creados, se ha llegado a la valoración fundamental por acción de S/ 6.67, con información de octubre; 14% sobre el valor

de mercado y una caída acumulada en el valor de mercado en el año 2015 de aproximadamente 10%.

Julio Cervantes, Sebastián Floriano y Frank Reátegui (2015) en su tesis “Alicorp S.A.A. y subsidiarias: reporte de valorización” hacen un trabajo de investigación que corresponde a un reporte de valorización de la empresa Alicorp S. A. A. y sus subsidiarias; en la evaluación se ha utilizado el método de flujos de caja descontados. El modelo financiero desarrollado para la valorización de Alicorp presenta sensibilidad hacia el pronóstico de ventas y del costo de ventas.

Los autores concluyen asimismo que la empresa no logrará su meta corporativa al 2021, debido a las mutadas condiciones financieras del País y de la economía mundial, ya que son bastante distantes a las estimadas en el momento de planificación de la estrategia. El reporte presenta además un análisis cualitativo de la empresa, un análisis financiero con proyección de flujo de caja y un análisis de sensibilidad. Finalmente, definen el valor por acción de Alicorp en S/ 7,50; en tal sentido recomiendan la compra de la acción, porque al momento de cierre del reporte la acción cotizaba en S/ 4.65 soles, precio bajo con respecto a los fundamentos que posee la empresa.

Ximena Arias y Yojana Cáceres (2017), también estudian la empresa Alicorp y como objetivo principal consideran fijarse en la estructura de capital ideal para aumentar el valor del negocio. En tal sentido, se desarrolla la valoración material para diferentes organizaciones del Perú involucradas en el rubro de alimentos, incluyendo asimismo una investigación de la variación de la estructura de capital, con lo que se resuelve la mezcla ideal, demostrando que la estructura de capital influye en el valor.

Los autores deducen que al principio el impacto de la estructura de capital en el valor es directo y proporcional, explicando que más apalancamiento implica un mayor valor para la empresa; sin embargo, este impacto termina siendo negativo cuando alcanza el punto más extremo. Esto se debe a que incrementan el costo de las obligaciones y la tasa de retorno deseada de los inversores, dado que es mayor el riesgo de mercado de la organización. Así finalizan con que se debe encontrar la mezcla ideal de la estructura, y que dicha mezcla, aun siendo la ideal, no implica que sea la más

competente, ya que depende de diferentes elementos, por ejemplo, el bienestar financiero que experimentan las organizaciones o su entorno.

2.2 Bases teóricas

Se ha revisado la obra de Damodaran (2002), titulada “Valoración de inversiones”: en este libro el destacado y aclamado profesor de finanzas de la *New York University* (NYU), autoridad en tema de valoración, estudia las herramientas y técnicas para determinar el valor de cualquier activo, precisando que la valoración está en el corazón de cada decisión de inversión y que el precio de cualquier activo financiero se ha convertido en una tarea más compleja en los mercados financieros modernos.

Asimismo, proporciona instrucciones sobre cómo valorar virtualmente cualquier tipo de activo, utiliza ejemplos del mundo real y las herramientas de valoración más actuales, mientras guía el lector a través de la teoría y la aplicación de modelos de valoración y destaca sus fortalezas y debilidades.

En la obra, de Fernández (2008), “Métodos de valoración de empresas”, nos dice que la valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común y conocimientos técnicos que mejora con la experiencia, que ambos elementos son esenciales para monitorear y preguntarse: ¿qué se hace? ¿Por qué motivo se realiza la evaluación de esa forma? también, para qué y para quién se realiza la valorización.

El autor añade que casi todos los errores en valoración se deben a no contestar adecuadamente a alguna de estas preguntas. Junto con ello, afirma que los métodos conceptualmente "correctos" para valorar empresas son aquellos basados en el descuento de flujos de fondos, ya que consideran a la empresa como un ente generador de dichos flujos.

En relación a la normativa internacional de valorizaciones, en 1981 se ha creado el llamado *International Assets Valuation Standard Committee* (IAVSC), llamado desde 1994 *International Valuation Standard Committee* (IVSC). Los alcances de este organismo han sido básicamente la elaboración y publicación de Normas Internacionales de Valoración (*Internacional Valuation Standards - IVS*), la promoción de su aceptación internacional y la armonización de la normativa de valoración entre países, identificando y divulgando las diferencias en normativas y aplicaciones.

Estas acciones se han visto favorecidas por la rápida adopción a nivel mundial de las Normas Internacionales de Información Financiera y la creciente necesidad de los usuarios de informes de valoración para obtener medidas consistentes y comparables de activos, por lo cual se ha incrementado el interés por las Normas Internacionales de Valoración emitidas por el IVSC. Estas Normas pretenden servir como guía o referencia a todos los profesionales que realizan valoraciones en el mundo. Los valoradores aplican estas Normas como elección propia, exigencia legal reglamentaria, o por instrucción del cliente o de los futuros usuarios de la valoración y/o sociedades u organizaciones nacionales.

En ese sentido, el IVSC ha publicado tres Normas Internacionales de Valoración. Las IVS 1 y 2 tratan de la valoración con base en el mercado y con base diferente al mercado respectivamente. La Norma 3 trata de los requerimientos para la divulgación de la valoración efectuada. Las anteriores normas sirven como referencia para las Aplicaciones Internacionales de Valoración (IVA), relacionadas con las valoraciones para fines contables y de préstamos.

En el Perú las valorizaciones necesarias para la negociación de acciones en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), como por ejemplo la Oferta Pública de Adquisición y de Compra, están reguladas por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) a través de la “Ley del Mercado de Valores” emitida mediante Decreto Supremo N° 0093-2002-EF, publicado el 15/06/2002, además del “Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión”, emitido mediante Resolución CONASEV N° 0009-2006 que se publicó el 04/03/2006.

Según Fernández (2008, pág. C1-2), el valor de una empresa puede variar dependiendo del objetivo o de las motivaciones de los interesados, de sus valores tangibles y sus intangibles; también se debe señalar que existen diferencias entre conceptos como valor, precio y costo de una empresa. Es decir, que una empresa puede tener distintos valores para distintos compradores o vendedores en función al sector al que pertenece, las expectativas o proyecciones a futuro, los usos que se darán a sus activos en el futuro, las marcas, las economías de escala y otros factores.

2.2.1 Motivos para la valoración de una empresa

Existen diferentes motivaciones que impulsan a propietarios (accionistas), funcionarios (gerentes), competidores, público interesado en propiciar la valorización

de una empresa. Entre ellos tenemos los siguientes:

Gráfico 1: Razones que motivan la valoración de una empresa



Fuente: elaboración propia basado en Fernández (2000), Viñolas y Adsera (1997) y Santandreu (1990).

2.2.1.1 Motivos legales

Están relacionados con la repartición de beneficiarios de herencias, testamentos, sucesiones, también se consideran expropiaciones, nacionalizaciones, patrimonios conyugales, divorcios, liquidaciones, quiebras, aspectos tributarios, entre otros.

2.2.1.2 Motivos originados por oportunidades de mercado

Están relacionados con compraventas de empresas, emisión de acciones, compra-venta de acciones, creación de grupos empresariales, privatizaciones, ingreso a nuevos mercados, fusiones, consolidaciones, etc.

2.2.1.3 Motivos originados por cambios en la estructura interna

Relacionados con remuneraciones basadas en el valor de la empresa, planeación estratégica, identificar áreas generadoras de valor, escisiones, absorciones, políticas de dividendos, etc. Cada uno de los motivos anteriores, generan resultados que son utilizados por los interesados para tomar decisiones basadas en el valor. Generalmente, en cada uno de los motivos está presente una transferencia (compra/venta) de valor, por lo cual se hace necesario efectuar la valorización de la empresa.

2.2.2 Métodos de valoración de empresas

Según Fernández (2008), existen seis métodos principales para la valorización de empresas:

Tabla 1: Clasificación de métodos de valoración

PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN					
Balance	Cuenta de resultados	Mixtos (goodwill)	Descuento de flujos	Creación de valor	Opciones
<ul style="list-style-type: none"> - Valor contable - Valor contable ajustado - Valor de liquidación - Valor sustancial - Activo neto real 	Múltiplos: <ul style="list-style-type: none"> - Beneficio (PER) - Ventas - Ebitda - Otros 	<ul style="list-style-type: none"> - Clásico - Unión de Expertos - Contables europeos - Renta abreviada - Otros 	<ul style="list-style-type: none"> - Flujo para la deuda - Flujo para acciones - Dividendos - APV - Free cash flow 	<ul style="list-style-type: none"> - EVA - Beneficio economía - Beneficio económico - Cash value added - CFROI 	<ul style="list-style-type: none"> - Black Scholes - Opción de invertir el proyecto - Aplazar la inversión - Usos alternativos

Fuente: Tomado de Fernández, (2008)

2.2.2.1 Métodos basados en el balance

a. Método de valor contable

Según Fernández (2008), el valor contable de una empresa es la resta entre el valor contable de los activos menos el valor contable de las deudas. Este método tiene una sencillez elevada; sin embargo, no es tan exacto debido básicamente a que el valor de muchos de los activos importantes como los inmuebles, la planta o los equipos, se presentan con su costo de adquisición y no con el valor de mercado. Esta diferencia hace que sea un método poco fiable.

b. Método de valor de liquidación

Este método efectúa un acercamiento entre el valor contable y el valor de mercado; supone que se tiene que valorar la empresa en función de los valores de venta de sus activos. Supone restar el valor de mercado de los activos menos el pasivo por deudas.

2.2.2.2 Métodos basados en cuentas de resultados (indicadores)

Según Fernández (2008), se basan en la utilización de indicadores de beneficios como las ventas, dividendos, otros múltiplos como el Ebitda.

- **Método del valor de los beneficios (PER)**

El valor de las acciones se determina por la siguiente multiplicación: Según Fernández (2008), el valor de las acciones es igual a los Beneficios x PER, en donde el indicador PER (*Price Earnings Ratio*) es un múltiplo del beneficio obtenido por acción: $PER = \text{Cotización de la acción} / \text{Beneficio obtenido por año}$, es decir, $PER = \text{USD } 30 \text{ por acción} / \text{USD } 2 \text{ por acción en el último año}$, $PER = 15$.

2.2.2.3 Métodos mixtos

Los valores contables y los valores financieros se relacionan, de esta manera el valor de la empresa puede descomponerse entre los valores iniciales de las inversiones y la capacidad de generar retornos en función a su nivel de riesgo. Estos métodos son muy sencillos en su aplicación, lo que los hace muy utilizados en las valorizaciones (Fernández, 2008).

2.2.2.4 Métodos mediante descuento de flujos

Estos métodos son los más utilizados y son los más apropiados desde el punto de vista técnico, ya que utilizan dos principios: las expectativas de generación de fondos y el riesgo asociado. Según Fernández (2008), existen distintas corrientes entre los fondos que generan una empresa y las tasas de descuento apropiadas para cada flujo; entre ellas tenemos:

Tabla 2: Distintas corrientes de fondos que genera una empresa

FLUJOS DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO	RESULTADOS
Flujo de Fondos Disponible para la deuda	Rentabilidad Exigida a la deuda o costo de la deuda (K_d)	Valor de mercado de la deuda
Flujo de Fondos Disponible para los accionistas	Rentabilidad Exigida a las acciones (K_e)	Valor de mercado de las acciones de la empresa
Flujo de Caja Libre (Free Cash Flow)	Costo ponderado de los recursos - Deuda y acciones (WACC)	Valor total de la empresa
Flujo de Caja de Capital (Capital Cash Flow)	WACC antes de impuestos	Valor total de la empresa

Fuente: elaboración propia basado en Martín y Trujillo (2000), Fernández (2008) y Ortiz (2000).

En el método de flujos de caja descontados, se parte un supuesto: el valor de un negocio en marcha es igual al valor de sus flujos de caja descontados. Este método es el más usado para determinar el valor de una empresa como negocio en marcha. La metodología consiste en la estimación de la capacidad de generación de caja que tienen los activos de la empresa, ajustados por su costo de capital. Este método considera el valor del dinero en el tiempo, el potencial de crecimiento de un negocio y las características de la industria.

- **Métodos del valor de los dividendos.**

Es el valor de dividendos que se espera obtener por acción en un año.

2.2.2.5 Métodos basados en la creación del valor

Según Fernández (2008), se basa en la capacidad de generación de valor de la empresa a través de los aspectos operativos y financieros, es decir de la estrategia competitiva de la empresa y sus variables como la rentabilidad de la inversión, nivel de endeudamiento, costo de los recursos empleados. Existen dos metodologías para la determinación del valor: i) las empresas que cotizan en la Bolsa, utilizan valores como el de las acciones ordinarias al principio del periodo, la rentabilidad del accionista y la rentabilidad exigida por los accionistas; ii) las empresas que NO cotizan en la Bolsa de Valores, utilizan una serie de indicadores como: VEA (Valor económico añadido), BE (Beneficio económico), VMA (Valor de mercado añadido), CVA (valor de caja adicionado), RFI (Rentabilidad del flujo de la inversión).

2.2.2.6 Métodos basados en la teoría de las opciones

Estos métodos utilizan herramientas para la valoración de instrumentos financieros activos o pasivos, los cuales son complicados medir con otras técnicas. Algunos instrumentos financieros son: emisión de bonos, emisión de valores, emisión de bonos convertibles, Swaps y Warrants. Estos instrumentos financieros contienen “opciones” a favor o en contra del titular, y son difíciles de medir con otros métodos. Normalmente, las empresas deben tomar decisiones entre diferentes alternativas u opciones referentes a inversiones y proyectos; es en ese momento que se sirven de la teoría de las opciones.

Finalmente, la teoría de las opciones es utilizada con frecuencia para determinar el “valor actual neto” de una empresa, es decir basándose en el valor actual resultante luego de haber aplicado el descuento de flujos. Se considera a la empresa como si fuese una opción.

En conclusión, después de analizar los diversos métodos de valorización, se puede indicar que, antes de iniciar el proceso de valorización o definir el método a utilizar, es importante definir o aclarar los motivos o las razones que dan origen a la valoración, con el fin de eliminar los componentes subjetivos. También es importante determinar el nivel de información disponible para efectuar la valorización; esta información puede ser: interna a la empresa - como los estados financieros, proveniente de proyecciones, de estrategias de inversión-; u externa, como la de empresas similares, la afectación macroeconómica, etc.

En la mayoría de métodos se utilizan el balance o las cuentas de resultados, y muchas razones o proporciones derivadas de ellos, como por ejemplo los decir datos históricos; sin embargo, ésta información es insuficiente para determinar el valor real de una empresa, ya que es posible que existan diferentes empresas con similares datos de balance y resultados, pero con perspectivas de crecimiento a futuro diferentes.

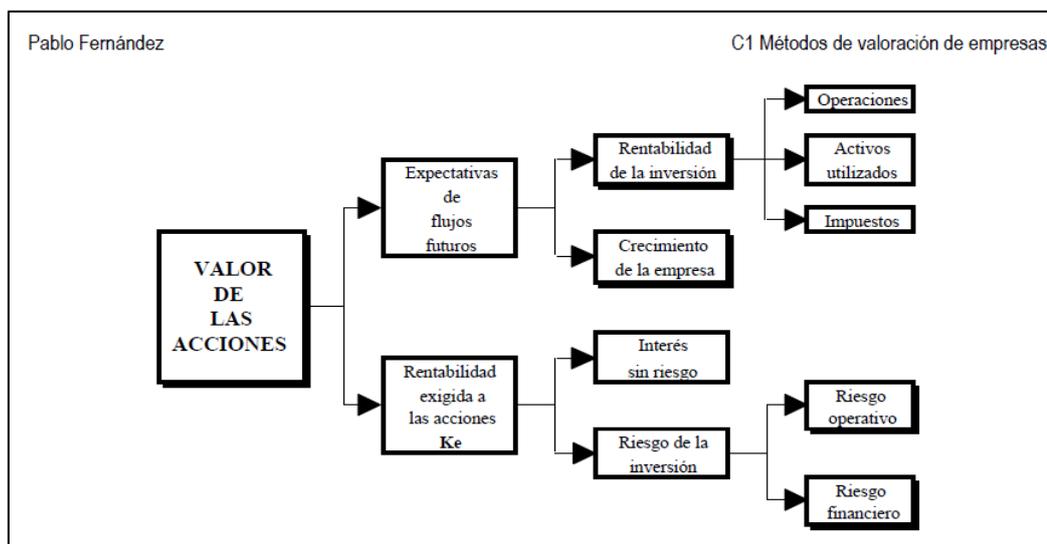
El método más apropiado para la valoración de una empresa consiste en descontar los flujos esperados, ya que el valor de las acciones de una empresa proviene en resumen de la capacidad que tiene para generar flujos de dinero

en favor de los inversionistas.

2.2.3 Factores clave que afectan al valor de una empresa

El valor de las acciones de la empresa depende de varios factores, los cuales se enlazan con otros. En primera línea tenemos que la empresa depende de los flujos futuros y de la rentabilidad exigida. En segunda línea tenemos que los flujos futuros dependen de la rentabilidad de las inversiones; el crecimiento y la rentabilidad exigida dependen del interés y del riesgo de la inversión. Durante la etapa de valorización de la empresa, es muy importante que se defina cuáles son los factores que inciden con mayor importancia en el valor de las acciones y en la creación de valor. Este análisis deberá efectuarse a nivel de unidad de negocio en forma separada.

Gráfico 2: Métodos de valorización



Fuente: tomado de Fernández (2008)

2.3 Definición de términos básicos

Se detallan los principales términos que serán utilizados en el presente trabajo de tesis, de acuerdo al glosario financiero.

- Acciones: una acción en el mercado financiero es un título emitido por una sociedad, y representa el valor de una de las fracciones iguales en que se divide su capital social. Las acciones, generalmente, confieren a su titular, llamado accionista, derechos políticos, como el de voto en la junta de accionistas de la entidad, y económicos, como participar en los beneficios de la empresa.

- Activo: recurso controlado por una entidad como consecuencia de hechos pasados y de los cuales la entidad espera obtener en el futuro beneficios económicos o potenciales de servicios.
- Amortización: en terminología contable, amortización es la distribución sistemática del costo de los activos intangibles en los periodos que dura su vida útil. En terminología financiera, operación por la que se devuelve el monto total o parcial del principal de una deuda, préstamo o crédito o de un valor pendiente de pago.
- Análisis económico financiero: estudio de la evolución económico-financiera de una entidad, a través de los datos y cifras contenidos en sus estados financieros. En el análisis económico se evalúa la rentabilidad del capital o patrimonio neto invertido. En el análisis financiero se evalúa la capacidad de una entidad para hacer frente a sus compromisos de pago.
- Análisis fundamental: el análisis fundamental es una metodología de análisis bursátil: pretende determinar el auténtico valor del título o acción, llamado valor fundamental. Este ítem se usa para la estimación de su valor como utilidad comercial, que a su vez se supone es un indicador del rendimiento futuro que se espera del título.
- Análisis técnico: dentro del análisis bursátil, es el estudio de la acción del mercado, principalmente a través del uso de gráficos, con el propósito de predecir futuras tendencias en el precio.
- Bolsa de valores (*Stock exchange*): mercado organizado en el que se negocia públicamente la compra y la venta de títulos de renta fija y variable (acciones, obligaciones, etc.), bienes, materias primas, etc. Las bolsas facilitan y regulan los intercambios comerciales y ofrecen un magnífico medio para conocer las condiciones del mercado. Los bienes que se negocian en las bolsas deben reunir las características de estandarización, fungibilidad y abundancia como para negociarlos con fluidez.
- Caja (*Cash; Cashier*): en un sentido amplio, hace referencia a la liquidez o el dinero. En las cuentas del activo de una organización, son las que contienen los

recursos de disponibilidad inmediata a la que se debita la cobranza, en las cuales ingresan los fondos por todo concepto (ejemplo: ventas). En las organizaciones financieras corresponde a la sección de las oficinas bancarias adonde se dirige el público para ingresar o retirar fondos u otros valores.

- CAPEX (*Capital Expenditure*): es la cantidad que se gasta para adquirir o mejorar los activos productivos (tales como edificios, maquinaria y equipos, vehículos) con el fin de aumentar la capacidad o eficiencia de una empresa.
- Capital: en un sentido amplio, conjunto de recursos dinerarios (o que se pueden convertir en dinero) de una persona. También se denomina capital (por oposición a los intereses) al principal de una deuda, de un préstamo o de un instrumento financiero de renta fija.
- Capital de trabajo: también denominado capital corriente, capital circulante, capital de rotación, activo corriente, fondo de rotación o fondo de maniobra, es una medida de la capacidad que tiene una empresa para continuar con el normal desarrollo de sus actividades en el corto plazo.
- Capital social: en el contexto de una empresa, es la aportación realizada por sus socios para su creación. Cuando se trata de una sociedad anónima, el capital social se divide en acciones y estas pueden ser negociadas en Bolsa.
- Información financiera: información de una entidad que se refleja en sus estados financieros y en las respectivas notas.
- Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC): o por sus siglas en inglés WACC. Es el costo promedio de las fuentes de financiación que un proyecto o empresa utiliza. Es un porcentaje que resume, en un número, el costo de las diferentes fuentes de recursos que utiliza una empresa o proyecto para financiar su operación. Es utilizado para reconocer que unas fuentes son más representativas que otras, que financian en mayor medida la operación; se trata de un promedio ponderado.
$$\text{WACC}\% = (\% \text{Deuda} * \text{Costo de la Deuda después de Impuestos}) + (\% \text{Patrimonio} * \text{Costo del Patrimonio}).$$
- Cotización bursátil: es el precio de un título negociado en bolsa; también se les llama a las variaciones en el precio de un valor que cotiza en un mercado

bursátil organizado. Este precio se fija numerosas veces a lo largo del día, dependiendo de las órdenes de compra y de venta existentes en el mercado.

- Depreciación: se considera el reconocimiento del desgaste o agotamiento que sufre todo activo al ser utilizado por la empresa para la generación de ingresos o para el desarrollo de su objeto social, puesto que no puede existir un ingreso sin costo o gasto.
- EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations*): es la diferencia entre los ingresos y egresos operacionales de un negocio que son efectivo (sin considerar inversiones). También se le denomina, de manera menos frecuente, utilidad operativa de caja. Se trata de la cantidad de efectivo que genera operativamente (en bruto) el negocio, sin considerar las necesidades de inversión.
- Endeudamiento financiero: también llamado ratio de endeudamiento, con lo cual se mide el apalancamiento financiero o la proporción de deuda que soporta una empresa frente a sus recursos propios. El endeudamiento mide, por así decir, la dependencia de la empresa de terceros, por lo que el ratio de endeudamiento especifica en qué grado la empresa es financieramente dependiente de entidades bancarias, accionistas o incluso otras empresas. Este término también se asocia a la relación entre crédito y capital propio invertido en una operación financiera a la que se le llama Apalancamiento.
- Estados financieros (*Financial statements*): resumen ordenado de la información contable de una sociedad, acumulada mediante procesos de identificación de los hechos contables, su valoración y registro. Están destinados a informar a acreedores, proveedores, clientes, socios..., en definitiva, a todos aquellos que posean algún interés en la marcha de la empresa. El Plan General de Contabilidad denomina Cuentas Anuales a los estados financieros de cierre de ejercicio.
- Flujo de caja: es una representación de los movimientos de efectivo de una empresa o proyecto, de acuerdo con las erogaciones que se consideran para su construcción. Se pueden encontrar distintos flujos de caja y términos para expresarlos como: flujo de caja disponible, flujo de caja libre para los accionistas, flujo de caja del patrimonio y flujo de caja libre para los inversionistas.

- Flujos de caja libre: Se define como el saldo disponible para pagar a los accionistas y para cubrir el servicio de la deuda (intereses de la deuda + principal de la deuda) de la empresa, después de descontar las inversiones realizadas en activos fijos y en necesidades operativas de fondos (NOF).
- Ganancias y pérdidas (*Profits and losses*): cuenta a la que se transfieren los saldos de las cuentas de ingresos y egresos, con lo cual su saldo exterioriza el resultado final de las operaciones del ejercicio.
- Indicadores de riesgo (*Risk indicators*): análisis de sensibilidad que mide los cambios en la empresa ante los movimientos en los diferentes factores del mercado financiero. Entre los principales indicadores tenemos: riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo cambiario.
- Inductores de valor (*Value drivers*): también llamados impulsores de valor, son una serie de factores clave a partir de los cuales puede establecerse la evolución prevista del negocio, y su correspondiente valoración. Cuando valoramos una empresa, implícitamente estamos valorando su estrategia y los resultados que de ella se pueden esperar. La estrategia se plasma en multitud de variables empresariales, pero, de una u otra forma, todas acaban afectando a estos inductores.
- Instrumento financiero: es un contrato mediante el cual se origina un producto financiero para una empresa y una obligación financiera o un instrumento de capital en otra. Existen tanto instrumentos financieros primarios, o básicos, como diversos instrumentos financieros derivados.
- Liquidez: característica de un activo financiero que se refiere a la facilidad con que puede ser transmitido o negociado en el mercado secundario; por tanto, la elevada liquidez de los valores es un dato fundamental para el inversor que prevea vender antes de vencimiento. En general, la liquidez de los valores es mayor cuanto mayor sea el volumen emitido, más eficiente sea el sistema de compensación y liquidación (es decir, el sistema de ejecución de las operaciones contratadas), menores los costos de realización de operaciones, y menos relevantes las trabas, legales o fiscales, para realizarlas.

- Mercado de valores (*Securities exchange / stock exchange*): mercado en el cual los oferentes y demandantes de títulos valores realizan sus transacciones. Está conformado por el mercado primario y el mercado secundario. En el primero, las empresas realizan la colocación de la primera emisión de valores con el objeto de obtener financiamiento para la ejecución de sus proyectos. En el mercado secundario se transan valores ya emitidos en primera colocación y los precios están en función a la oferta y demanda.
- NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*): es el beneficio operativo neto luego de la aplicación de impuestos. Se calcula como el beneficio operativo menos el impuesto. Sería como calcular el margen operativo que quedaría para los accionistas si la empresa no tuviera deuda.
- Pasivo: obligación presente de la entidad, surgida a raíz de sucesos pasados, al vencimiento de la cual, y para cancelarla, la entidad espera desprenderse de recursos que incorporan beneficios económicos. El suceso que da origen a la obligación es todo aquel del que nace una obligación de pago, de tipo legal o implícita para la entidad, de forma que a la entidad no le queda otra alternativa más realista que satisfacer el importe correspondiente.
- Patrimonio: conjunto de los bienes y derechos propios adquiridos por cualquier título.
- Revalorizar: devolver a una cosa el valor que había perdido. También significa aumentar el valor de una cosa.
- Riesgo: combinación de la posibilidad de ocurrencia de un suceso (probabilidad) y de sus consecuencias negativas para la persona o entidad involucrada, en caso que ocurra (severidad). El tipo de riesgo depende del factor particular involucrado.
- Riesgo de mercado: el riesgo de que el valor razonable de un instrumento financiero que se posee para su negociación, pueda fluctuar como consecuencia de variaciones en los precios de mercado. El riesgo de mercado de una cartera de negociación usualmente comprende tres tipos de riesgo: de tipo de cambio, de tasa de interés y otros riesgos de precio.

- **Riesgo país:** es un índice que intenta medir el grado de riesgo que entraña un país para las inversiones extranjeras. Los inversionistas, al momento de realizar sus elecciones de dónde y cómo invertir, buscan maximizar sus ganancias, pero además tienen en cuenta el riesgo, esto es, la probabilidad de que las ganancias sean menor que lo esperado o que existan pérdidas. En términos estadísticos, las ganancias se suelen medir usualmente por el rendimiento esperado, y el riesgo por la desviación estándar del rendimiento esperado.
- **Spread crediticio:** es el riesgo de que baje el precio de un activo por el aumento de los diferenciales de crédito. El rendimiento de un activo es equivalente al rendimiento de un mismo activo sin riesgo más un diferencial que compense dicho riesgo. Ese diferencial es conocido como diferencial de rendimiento.
- **Tasa libre de riesgo:** es un concepto teórico que asume que en la economía existe una alternativa de inversión que no tiene peligros para el inversionista. Este ofrece un rendimiento seguro en una unidad monetaria y en un plazo determinado, donde no existe riesgo crediticio ni de reinversión ya que, vencido el período, se dispondrá del efectivo.
- **Tasa de crecimiento “g”:** Es la tasa de crecimiento de la compañía, y que tiene tres enfoques diferentes: utilizar la tasa de crecimiento histórica, utilizar la tasa de crecimiento de la industria y utilizar la tasa de crecimiento fundamental. Este último se basa en las características fundamentales de la misma ya que el crecimiento en las utilidades tanto operacionales como netas está determinado por cuanto se reinvierte en la compañía y que tan bien se está reinvertiendo.
- **Tasa de descuento:** La tasa de descuento o tipo de descuento o coste de capital es una medida financiera que se aplica para determinar el valor actual de un pago futuro, también se le llama a veces la tasa de interés, pero funciona de manera inversa a la operación que se suele realizar con la tasa de interés.
- **Tipo de cambio:** es la tasa o relación de proporción que existe entre el valor de una divisa y el valor de otra. Dicha tasa es un indicador que expresa cuántas unidades de una divisa se necesitan para obtener una unidad de la otra.
- **Valor:** concepto jurídico que se refiere a un conjunto de derechos económicos,

incorporados en un título físico (título valor) o asociados a un determinado registro contable (valores representados por anotaciones en cuenta) de fácil transmisibilidad.

- Valoración: actividad frecuente ante operaciones tales como nuevas inversiones, procesos de reconversión, planes de viabilidad empresarial, o, simplemente, tareas preparatorias de fusión, absorción, integración, etc. en las que haya que realizar cuidadosos cálculos que permitan adquirir la noción más aproximada posible del valor real del activo o ente económico.
- Valor económico agregado (EVA): es una marca registrada por la firma de consultoría americana Stern & Stewart: término que refleja el valor agregado de un negocio tomando la utilidad operativa después de impuestos y restándole un cargo por el uso del capital. El EVA mide el valor que un negocio crea o destruye para un período en consideración, representa el retorno en pesos de un negocio, luego de superar el costo de capital.
- Valor de liquidación: este método consiste en calcular el valor de la firma por el precio de venta de los activos, una vez liquidada la firma. A diferencia de los anteriores, supone que la valorización de empresa no continua operando. Los anteriores, a pesar de sus limitaciones, consideran a la firma como un proyecto o empresa en marcha.
- Valor de mercado: es el importe a obtener por la venta, o a pagar por la adquisición de un instrumento financiero en un mercado activo.
- Valor en libros: es el importe que con un renglón contable aparece registrado en los libros de contabilidad, ya sea que represente el costo inicial, el actualizado o el estimado. Representa el valor con que se registra en los libros de contabilidad cualquier propiedad, derecho, bien, crédito u obligación. Refleja los valores económicos prevalecientes en el momento en que se efectuó la adquisición.
- Valor presente: el valor presente es una fórmula que nos permite calcular cuál es el valor de hoy que tiene un monto de dinero que no recibiremos ahora mismo, sino que más adelante, en el futuro.
- Valor real: valor nominal al que se le ha deducido la inflación y que, para efectos

comparativos se expresa en términos de valor adquisitivo constante.

- Valor residual: el valor residual es el valor final de un activo después de su depreciación y amortización, es decir, al final de su vida útil. El valor residual será relativamente alto si el activo en cuestión puede ser vendido o reutilizado.

2.4 Hipótesis de investigación

2.4.1 Hipótesis general

El método de flujo de caja descontado es el método de valoración más consistente para valorizar la empresa Alicorp S.A.A.

2.4.2 Hipótesis específicas

- Las deficiencias de los principales métodos de valoración se generan al el momento de recoger la información de los estados financieros; los métodos basados en el balance, resultados, mixtos, opciones y de creación de valor consideran únicamente los datos históricos de la empresa sin considerar el potencial a futuro, como lo hace el método de flujo de caja descontado.
- El método más consistente, teniendo en cuenta la continuidad de la empresa Alicorp S.A.A., es el método de flujo de caja descontado, porque considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos.

CAPÍTULO III: METODOLOGÍA

3.1 Enfoque de la investigación

El estudio tiene un enfoque mixto, porque se parte de fuentes secundarias (libros, documentos, publicaciones, tesis y estudios elaborados), contando también con información cualitativa de la empresa Alicorp S.A.A. Luego se analiza e interpreta los datos cuantitativos del mercado y la información contable, financiera e histórica de la empresa.

3.2 Alcance de la investigación

Considerando las características del problema a investigar, el estudio se caracteriza por ser una investigación analítica explicativa. Su finalidad es describir, analizar e interpretar la información cuantitativa y cualitativa que recopilada a través de diferentes fuentes (recopilación digital de la información financiera de la empresa Alicorp S.A.A.), así como de datos contables, con el fin llegar a un valor aproximado a través del método de flujo de caja descontado.

3.3 Diseño de la investigación

Se trata de un estudio no experimental, al cual se aplica una técnica de contrastación de tipo explicativa, basada fundamentalmente en la observación de fenómenos tal y como se dan en su contexto natural; posteriormente se pasa al análisis de los datos recaudados, enfocado en el nivel o estado de una o diversas variables en un momento dado y la relación entre un conjunto de variables. Este estudio requiere la descripción de dichas variables y la definición de relaciones causales para luego hacer una propuesta de valor, por lo cual resulta una investigación explicativa.

De acuerdo a la dimensión temporal, en que se recogen los datos de los indicadores de las variables, se trata de un estudio dinámico de tipo longitudinal y transversal ya que, con la finalidad de entender y describir las variables de estudio, se analiza la información desde el año 2013 a la actualidad y los datos recogidos en un solo corte en el tiempo.

3.4 Descripción del ámbito de la investigación

En este estudio se analiza la realidad concreta de la empresa Alicorp S.A.A. y de sus

subsidiarias; se busca la concordancia entre la situación actual, el presente y el futuro, de esta empresa de bienes de consumo líder en el mercado peruano, que tiene su sede principal en la provincia constitucional del Callao, Perú.

3.5 Variables

3.5.1 Definición conceptual de las variables

A continuación se presentan las variables utilizadas para la valoración de la empresa Alicorp S.A.A. Las variables fundamentales son:

- CAPEX: es la cantidad que se gasta para adquirir o mejorar los activos productivos con el fin de aumentar la capacidad o eficiencia de una empresa.
- Capital de trabajo neto operativo: son los activos que intervienen de forma directa en la generación de recursos, menos las cuentas por pagar.
- Flujo de caja libre: representa el flujo de fondos que genera la empresa; se calcula del resultado del flujo de caja operativo y se depura restando la variación en el capital de trabajo y las inversiones en activo fijo.
- NOPAT: es el beneficio operativo neto después de impuestos.
- Tasa de crecimiento: es la tasa de crecimiento constante “g” de la compañía.
- Tasa de descuento: para nuestro caso es el WACC, que se aplica para determinar el valor actual de un pago futuro.

3.5.2 Variables financieras:

- Ratios de liquidez: conjunto de indicadores y medidas cuyo objetivo es diagnosticar si una empresa es capaz de generar tesorería, es decir, si tiene capacidad de convertir sus activos en liquidez a corto plazo.
- Ratios de solvencia o endeudamiento: mide la capacidad de una empresa para hacer frente a sus obligaciones de pago.
- Ratios de gestión, operativos o de rotación: evalúan la eficiencia de la empresa en sus cobros, pagos, inventarios y activo.

- Ratios de rentabilidad: estos ratios sirven para comparar los resultados de la empresa con distintas partidas del balance o de la cuenta de pérdidas y ganancias.
- Medidas de desempeño: son herramientas de gestión que proveen una referencia a partir de la cual se pueden establecer comparaciones entre las metas planeadas y el desempeño logrado. Es una herramienta que entrega información cuantitativa con respecto al logro o resultado en la entrega de productos.

3.6 Delimitaciones

3.6.1 Temática

El trabajo abarca la información o gestión financiera de la empresa Alicorp S.A.A.

3.6.2 Temporal

El presente trabajo está desarrollado tomando como base la información histórica desde el año 2013 hasta todo el 2017.

3.6.3 Espacial

El presente trabajo toma datos de la empresa en el Perú y también de sus subsidiarias en el extranjero; de tal manera se dispone de información consolidada para todas las empresas del grupo.

3.7 Limitaciones

Durante las diferentes fases de investigación se han presentado limitaciones, sobre todo en cuanto al acceso a la información declarada como “confidencial” para la empresa Alicorp (estrategias, planes a futuro). Ha sido muy difícil obtener la disponibilidad, por parte de los ejecutivos de la empresa, tanto a brindar información, como a conceder parte de su tiempo, debido a sus propias ocupaciones; por ello, se ha tomado la información pública disponible. Otra limitación ha sido la disponibilidad de recursos financieros, tecnológicos y de tiempo de los investigadores, para la realización del presente estudio.

3.8 Población y muestra

La población abarca los “Estados Financieros – Consolidados Auditados” y “Memorias” de los periodos 2013-2017 de la empresa “Alicorp S.A.A.” tomando como fuente la información del portal de la “Superintendencia del mercado de valores”.

3.9 Técnicas e instrumentos para la recolección de datos

Para el análisis y recolección de datos, se ha utilizado la técnica “cualitativa”, basada en información obtenida de las memorias, *earnings calls*, presentaciones corporativas, reportes de prensa y reportes de resultados de la empresa.

Adicionalmente, para el análisis “cuantitativo” de la valorización de la empresa, se ha obtenido información histórica de los estados financieros auditados y de un análisis detallado de las cuentas que lo integran; se han tomado en cuenta los estados de: situación financiera, de resultados, de cambios en el patrimonio y los estados de flujos de efectivo de los últimos cinco años.

3.10 Validez y confiabilidad del instrumento

Debido a la amplitud de los términos analizados, se ha decidido dividirlos en partes para facilitar su comprensión:

- **Medición:** para la medición de los valores utilizados en las proyecciones para obtener el valor de la empresa, se han utilizado instrumentos de medición reales como los estados financieros publicados en la Bolsa de Valores de Lima, comparados con la información proporcionada por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).
- **Confiabilidad:** para la valoración de la empresa “Alicorp S.A.A.” se han utilizado instrumentos aptos para obtener resultados consistentes y coherentes; esto se demuestra en el análisis de los ratios de los estados financieros y de sus proyecciones futuras. En una hipotética escala valorativa, se podría definir la información como “muy confiable” para el momento dado.
- **Validez:** se han utilizado variables de medición muy conocidas en el ambiente financiero, por su contenido de información y los criterios empleados.

3.11 Plan de recolección y procesamiento de datos

Se ha aplicado el siguiente cronograma de ejecución, en el cual se detalla desde la fase de recolección de datos y su procesamiento.

Tabla 3: Cronograma de ejecución

Actividades	2017		2018		
	Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	Marzo
Recolección de Datos					
Planeamiento de la recolección					
Estados financieros 2013-2017 (*)					
Procesamiento de Datos					

Fuente: Elaboración propia basado en los estados financieros de Alicorp.

CAPÍTULO IV: DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN

En el presente capítulo se detalla el motivo de la elección del método de flujo de caja descontado como el más consistente para valorizar la empresa Alicorp S.A.A. Sucesivamente se pasa a describir la historia y estructura económica y comercial de la empresa Alicorp S.A.A.; por último, se desarrolla el análisis financiero y se calcula el valor de la empresa Alicorp, empleando el método de flujo de caja descontado.

4.1 Selección del método de valorización

Para una correcta selección del método, se consideran las deficiencias de los principales métodos de valorización y se describe el método más consistente para la continuidad de la empresa.

4.1.1 Deficiencias de los principales métodos de valorización

La valorización de empresas es una disciplina de las finanzas que se ha desarrollado y ha tomado relevancia en las últimas décadas. Anteriormente las valoraciones se tomaban comúnmente a partir del patrimonio contable de la empresa y de los valores de mercado derivados de las cotizaciones bursátiles; hoy en día se toman en cuenta las perspectivas de generación de valor futuras y del descuento de estos flujos para determinar el valor de una empresa. Los estados contables preparados de acuerdo a la normativa pueden contribuir, en una medida razonable, a valorizar una empresa sobre la cual se informa; sin embargo, en este caso no se consideran otros parámetros como el riesgo que significa el cálculo del coste de capital y la estimación de la duración del periodo de sus ingresos. Asimismo, el resultado positivo de un ejercicio económico no resulta suficiente para valorar una empresa, pues es insuficiente para determinar si ha generado riqueza. En tal sentido se hace necesario apoyarse en un estado más objetivo, como el estado de flujo de efectivo.

4.1.2 Método considerando la continuidad de la empresa

El método que considera el estado de flujo de efectivo como una herramienta más de análisis es la valorización por flujo de caja descontado. Este método considera la continuidad de la empresa y sus riesgos, así como también emplea información histórica para las proyecciones de los estados financieros. Por ello, el método elegido

resulta ser el más apropiado para hacer la valorización, porque nos permite estimar el valor, como ya se dijo, teniendo en cuenta la continuidad de la empresa y la capacidad que tiene para generar beneficios futuros.

4.2 Descripción de la empresa

Alicorp S.A.A., es una empresa nacional que forma parte del grupo Romero, con operaciones en Argentina, Chile, Ecuador, Brasil, Perú, y con exportaciones a más de 23 países del mundo. Su domicilio fiscal está en la Av. Argentina N° 4793, Carmen de la Legua-Reynoso, en la Provincia Constitucional del Callao, Perú. Es la primera empresa de consumo masivo en el Perú y es la segunda empresa de consumo masivo más grande de la región andina.

Su objeto social es la fabricación y la distribución de pastas, aceites, polvo para hornear, bizcochos, productos de limpieza, aliños, granos, refrescos en polvo, entre otros productos; asimismo, sus actividades también comprenden la distribución de productos fabricados por terceros. Comercializa productos mayoritariamente a nivel local, pero también exporta hacia otros países.

Gráfico 3: Productos



Fuente: tomado de Alicorp S.A.A. (2018)

4.2.1 Breve historia

Entre los principales sucesos ocurridos desde sus orígenes tenemos los siguientes:

- 1928: El grupo Romero establece la organización "C. Romero y Cía.", para fabricar principalmente limpiadores y aceites, una refinería y un almarrá para el procesado de algodón.
- 1971: El grupo Romero adquiere Anderson Clayton y Cía., que estaba comprometido en su mayor parte a la fabricación de aceites y grasas alimenticias, y cambia su nombre a Compañía Industrial Perú Pacífico S.A. (CIPPSA).
- 1996: La empresa CFP se fusiona con Molinera del Perú S.A. y Nicolini

Hermanos S.A.

- 2004: Alicorp S.A.A. absorbe por fusión a Alimentan S.A. (Lamborghini).
- 2005: Alicorp S.A.A. en Ecuador comienza a operar con Agassycorp S.A., también adquiere la Compañía de Industrias Pacocha S.A. junto con las marcas MARSELLA, en jabón de lavar y, OPAL y AMIGO, en detergentes.
- 2006: Inicia operaciones en Colombia, a través de la empresa Alicorp Colombia S.A.
- 2008: Alicorp S.A.A. compra el total de las acciones de The Value Brands Company de Argentina S.C.A., TVBC S.C.A.
- 2010 – 2011: Alicorp S.A.A. adquiere Sanford y la empresa Italon Madera y Pastas especiales, empresas Argentinas. Eso ha significado una gran oportunidad de capitalización de sinergias en la cadena comercial.
- 2012: Compra la chilena SALMOFOOD, extendiendo así sus actividades a alimentos para animales.
- 2012 -2013: Alicorp adquiere tres empresas peruanas Ucisa, Incalsa e industrias Teal.
- 2013: Alicorp adquiere la empresa brasileña Pastificio Santa Amalia, dedicada principalmente a la comercialización de pastas misturas. Esta adquisición permitió a Alicorp el ingreso al mercado brasileño.
- 2014: Alicorp adquiere la empresa peruana Global Alimentos, líder en el mercado de cereales en el Perú, con una cuota de participación de mercado mayor del 70%.

Gráfico 4: Fusiones, adquisiciones e integraciones exitosas



Fuente: presentación corporativa de Alicorp S.A.A (2018)

4.2.2 Accionistas, directorio y plana ejecutiva

El gobierno de la empresa se encuentra formado por la Junta General de Accionistas. Al 31 de diciembre de 2017 Alicorp S.A.A., que es una Sociedad Anónima Abierta, cuenta con 1,409 accionistas comunes.

4.2.2.1 Accionistas

Los accionistas titulares de más del 5% del capital suscrito y pagado de la sociedad, al 31 de diciembre de 2017, son los siguientes:

Tabla 4: Estructura Accionaria de Alicorp S.A.A. al 31 de diciembre de 2017.

Nombre del Accionista	Nro. Acciones	% Participación	Nacionalidad
Birmingham Merchant S.A.	93,547,435	11.04%	Panameña
AFP Integra S.A.	89,508,199	9.86%	Peruana
Grupo Piurano de Inversiones S.A.	66,001,799	7.79%	Peruana
Prima AFP	65,422,591	7.72%	Peruana
Profuturo AFP	62,037,974	7.32%	Peruana
Atlantic Security Bank	46,248,896	5.10%	Gran Caimán

Fuente: tomado de Alicorp S.A.A. (2017)

Las acciones de Alicorp cotizan en la Bolsa de Valores de Lima con el símbolo

o código bursátil de ALICORPC1, que a la fecha de estudio mantiene en circulación 847,191,731 acciones comunes; su acción común forma parte del Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) principalmente por ser representativa de su sector y con alta liquidez.

4.2.2.2 Directorio

El directorio de Alicorp está compuesto por las siguientes personas:

Tabla 5: Miembros del Directorio de Alicorp S.A.A. al 31 de diciembre de 2017

Nro.	Nombre del Representante	Cargo
1	Dionisio Romero Paoletti	Presidente del directorio
2	Luis Romero Belismelis	Vicepresidente del directorio
3	Jose Onrubia Holder	Director
4	Calixto Romero Guzmán	Director
5	Angel Irazola Arribas	Director
6	José Morales Dasso	Director
7	Arístides de Macedo Murgel	Director
8	Juán Escudero Velando	Director
9	Carlos Heeren Ramos	Director
10	Manuel Romero Belismelis	Director Suplente
11	Rafael Romero Guzmán	Director Suplente

Fuente: tomado de Alicorp S.A.A. (2017)

4.2.2.3 Plana gerencial

La estructura de la alta gerencia de Alicorp se encuentra conformada por 7 personas y es la siguiente:

Tabla 6: Estructura de la alta Gerencia de Alicorp S.A.A. al 31 de diciembre de 2017

Nro.	Nombre del Representante	Cargo
1	Alfredo Perez Gubbins	Gerente General
2	Pedro Malo Rob	Vicepresidente Corporativo de Finanzas
3	Jaime Butrich Velayos	Vicepresidente de Supply Chain Corporativo
4	Stefan Stern Uralde	Vicepresidente de Negocios B2B
5	Patricio Jaramillo Saá	Vicepresidente de Consumo masivo Perú
6	Luis Estrada Rondón	Vicepresidente Corporativo de Materias Primas
7	Paola Ruchman Lazo	Vicepresidente de Recursos Humanos Corporativo

Fuente: tomado de Alicorp S.A.A. (2017)

4.2.3 Principales empresas subsidiarias de Alicorp

Alicorp tiene empresas subsidiarias en diversos países en los cuales opera, buscando siempre obtener el mayor porcentaje de participación; a continuación, se describe la lista de las principales empresas subsidiarias por países:

Tabla 7: Subsidiarias de Alicorp

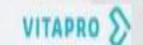
País	Compañía	Porcentaje de Participación
Ecuador	Vitapro Ecuador Cía. Ltda.	100
Perú	Vitapro S.A.	100
Uruguay	Alicorp Uruguay S.R.L.	100
Perú	Alicorp Inversiones S.A.	100
Chile	Vitapro Chile S.A.	100
España	Alicorp Holdco España S.L.	100
Ecuador	Inbalnor S.A.	75
Perú	Cernical Group S.A.	100
Brasil	Pastificio Santa Amalia S.A.	100
Perú	Global Alimentos S.A.C.	100
Ecuador	Alicorp Ecuador S.A.	100
Honduras	Alicorp Honduras S.A.	100
Perú	Prooriente S.A.	100
Perú	Industrias Teal S.A.	99.26
Argentina	TVBC S.C.A.	100
Islas Vírgenes Británicas	Downford Corporation	100
Argentina	Alicorp San Juan S.A.	100
Argentina	Sanford S.A.C.I.F.I. y A.	100
Honduras	Vitapro Honduras S.A. de C.F.	100
Argentina	Pastas Especiales S.A.	100
Colombia	Alicorp Colombia S.A.	100
Perú	Masterbread S.A.	75
Argentina	Alicorp Argentina S.C.A.	100

Fuente: Tomado de Alicorp S.A.A. (2017)

4.2.4 Breve descripción de productos y servicios

En la siguiente imagen, obtenida del “*Earning call* Cuarto trimestre 2017” publicada por Alicorp en sus presentaciones corporativas, se indica el alcance de su modelo de negocio, tanto particular como unificado, en sus tres categorías: consumo masivo (58 marcas), productos industriales (45 marcas) y nutrición animal (2 marcas).

Gráfico 5: Productos y servicios de Alicorp

Business	Consumer Goods	B2B	Aquaculture
Platforms	Food, home & personal care products	Bakeries, industrial products and food service	Shrimp and fish feed
Key Categories	Edible Oils  Laundry Care  Pasta  Sauces  Cookies & Crackers  Personal Care 	Ind. Baking Flour  Shortenings  Ind. Margarines  Industrial Sauces 	Shrimp Feed  NICOVITA <small>con confianza</small> Fish Feed  NICOVITA <small>con confianza</small>
# of Brands	58	45	2
Direct Presence	Peru  Brazil  Argentina  Ecuador 	Peru 	Ecuador  Chile  Peru 

Fuente: tomado de Alicorp S.A.A. (2018)

Gráfico 6: Detalle de productos y servicios de Alicorp

Consumo Masivo			Productos Industriales	Nutrición Animal
Peru	Andean Region & Central America	Mercosur Region		
<ul style="list-style-type: none"> • Aceites • Margarinas • Mayonesa / Salsas • Galletas • Fideos • Refrescos • Harinas Domésticas • Gelatinas • Mascotas • Jabón de Lavar • Detergentes 	<ul style="list-style-type: none"> • Pastas • Salsas • Galletas • Refrescos • Helados • Mascotas • Cuidado del Cabello • Jabón de tocador • Suavizantes • Detergentes 	<ul style="list-style-type: none"> • Jabón de Lavar • Detergentes • Jabón de tocador • Cuidado del cabello • Suavizantes • Desodorantes • Fideos • Galletas 	<ul style="list-style-type: none"> • Harina Industrial • Pre-mezcla • Grasas Industriales • Aceites 	<ul style="list-style-type: none"> • Alimento para camarones • Alimento para peces

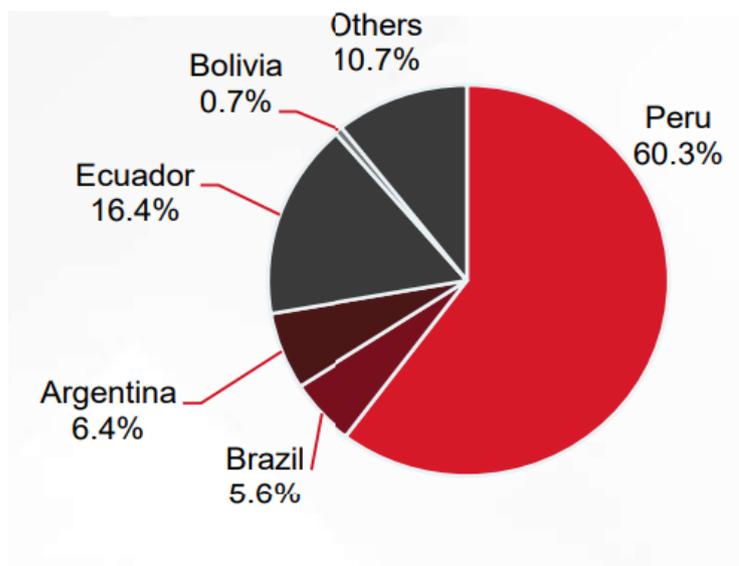
Fuente: tomado de Alicorp S.A.A. (2017)

4.2.5 Participación de mercado

Como lo veremos más adelante, Alicorp dentro de su estrategia busca ser protagonista y liderar en las categorías en que participa, desarrollando un portafolio amplio y diversificado de productos con marcas sólidas, para llegar a diferentes sectores socioeconómicos y colocar sus productos en un lugar distintivo en la mente de los consumidores. Ello para ofrecer el producto con mejor valor y precios aceptables según su segmento objetivo (económica, estándar y premium), acompañado de campañas intensivas de mercadeo, publicidad y promoción. La venta y la distribución se realizan mediante la estrategia *go to market*, ya que se basa en la orientación al mercado como estrategia de negocio a través del establecimiento de sus grandes infraestructuras logísticas centralizadas, para proporcionar productos de manera más eficiente que la competencia, empleando sistemas comerciales únicos.

A través de co-distribuidores, mayoristas, clientes industriales-panaderías, almacenes y un canal moderno de venta, busca crear una ventaja con respecto a la competencia para así ganar en el mercado. A continuación, se clasifican las categorías más representativas en dos sectores, donde Alicorp es el líder en el mercado peruano.

Gráfico 7: Ventas estimadas por países en el 2018



Fuente: Tomado de Alicorp S.A.A. (2018).

Tabla 8: Dominio de mercado por sector, categoría y empresa líder

DOMINIO DE MERCADO		MARKET SHARE	EMPRESA /GRUPO
(Market share por productos)		1er. Puesto	
Sector	Categoría		
Alimentos	Fideos	50.10%	Alicorp/Romero
	Harinas domésticas	65.70%	Alicorp/Romero
	Cereales	79.10%	Alicorp/Romero
	Aceites Domésticos	51.90%	Alicorp/Romero
	Margarinas Domésticas	65.70%	Alicorp/Romero
	Mayonesa	95.20%	Alicorp/Romero
	Ketchup	44.50%	Alicorp/Romero
	Picantes	99%	Alicorp/Romero
	Refrescos Instantáneos	67.80%	Alicorp/Romero
	Mazamorra	81.60%	Alicorp/Romero
	Galletas	35.40%	Alicorp/Romero
Cuidado personal y Limpieza	Detergentes	59%	Alicorp/Romero
	Jabón de Lavar	80.90%	Alicorp/Romero

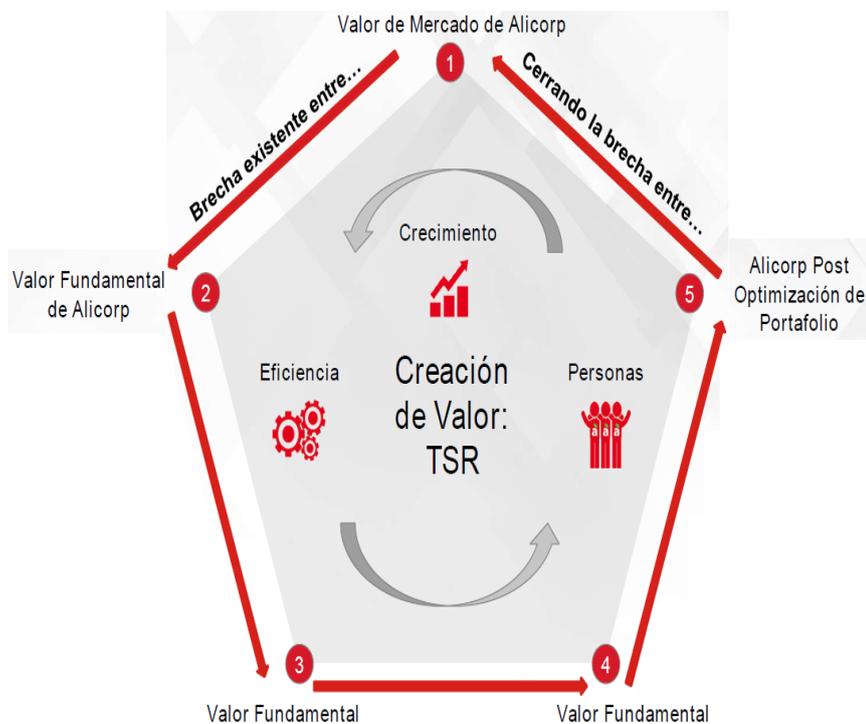
Fuente: Tomado de la Escuela de Gobierno y Políticas Públicas PUCP (2017)

4.2.6 Objetivos estratégicos

La estrategia de crecimiento de Alicorp se basa en tres pilares: eficiencia, gente y crecimiento. Durante el periodo analizado destaca la implementación de una cultura que impulsa la eficiencia, lo cual a su vez ha tenido un impacto significativo en las ventas, los costos y la utilidad neta. En Alicorp se viene implementando la mentalidad de “un solo Alicorp” con la finalidad de transferir conocimiento a través de toda la organización. En relación a las estrategias de crecimiento, esta tiene un enfoque de liderazgo en sus categorías *core business*, y busca la expansión a nuevos mercados a

través de adquisiciones bajo la estrategia M&A (sigla de *mergers and acquisitions*) referida a la combinación y adquisición de otras compañías.

Gráfico 8: Modelo estratégico de Alicorp S.A.A.



Fuente: Tomado de Alicorp S.A.A. (2017)

Según su "Earning Call Cuarto trimestre 2017", el objetivo principal de Alicorp para el 2019 es el siguiente: "crecimiento orgánico de ventas de 6.5% (CAGR 17' – 19') Margen EBITDA 13.5% - 14.5% con un margen neto 5.5% - 6.5% y un ROIC del 13.0% - 13.5%".

Gráfico 9: Cuadro de iniciativas de Alicorp S.A.A.

	Principales Iniciativas	Etapa de Implementación	Fecha Objetivo
Ventas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estrategia de Pricing: Enfoque en maximizar el ingreso marginal 		<u>4T 2018</u>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Gross-to-Net: Reducción de descuentos sin sacrificar el volumen 		<u>4T 2018</u>
Costo de Ventas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Compras: Generación de ahorros a través de un programa de abastecimiento eficiente 		<u>4T 2018</u>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lean Manufacturing: Optimización y estandarización de nuestros procesos industriales 		<u>4T 2018/19</u>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Logística: Distribución interna efectiva de materias primas y productos terminados 		<u>3T 2018</u>
GAV	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estructura Org.: Buen ritmo de crecimiento 		<u>4T 2019</u>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estrategia Go-to-Market: Reducción de comisiones y gastos de venta 		<u>2T 2019</u>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lineamientos de Marketing ROI: Incrementar la eficiencia de marketing sin recurrir en gastos adicionales 		<u>2T 2019</u>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ERP y Análisis de Datos: Análisis en tiempo real para decisiones estratégicas 		<u>4T 2019</u>
UTILIDAD NETA	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Capital de Trabajo: Mejora en el Ciclo de Conversión de Efectivo 		<u>2T 2018</u>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Liability Management: Optimizar la estructura de capital mientras se reducen los gastos financieros 		<u>2T 2018</u>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Hedge Strategy: Minimizar pérdidas por tipo de cambio 		<u>2T 2018</u>

Fuente: tomado de Alicorp S.A.A. (2017)

Gráfico 10: Cambios planteados y resultados esperados por Alicorp S.A.A.



Fuente: Elaboración propia basado el Alicorp S.A.A. (2017)

4.2.7 Grupos de interés

En Alicorp, clasifican sus grupos de interés en función de su importancia, posición y relación con la empresa; ellos creen que su trabajo, además de asegurar el crecimiento y rentabilidad de la compañía, debe promover la generación de valor y bienestar para los que los rodean, los que son parte de ellos y a quienes llegan.

Gráfico 11: Grupos de interés de Alicorp S.A.A.



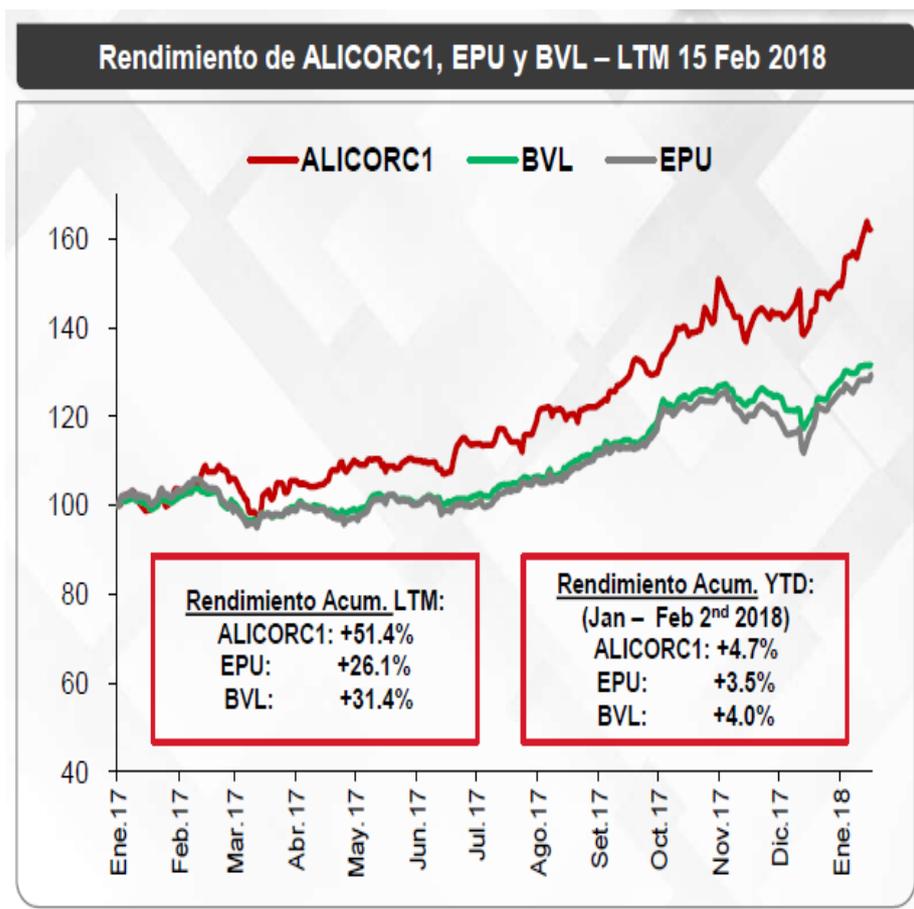
Fuente: Tomado de Alicorp S.A.A. (2017).

4.2.8 Rendimiento y cotización bursátil de la acción

4.2.8.1 Rendimiento acumulado

Se compara el rendimiento de la acción con el rendimiento del índice de la Bolsa de Valores de Lima y el ETF del EPU (que replica el comportamiento de nuestra plaza bursátil y que cotiza como una acción más en el mercado abierto de New York).

Gráfico 12: Rendimiento y comparación de Alicorp S.A.A.



Fuente: Tomado de Alicorp (2018)

4.2.8.2 Cotización bursátil

A continuación, se presenta la cotización histórica diaria de las acciones de Alicorp en un gráfico lineal a partir de 1 año atrás, observándose una tendencia creciente y lateralizada en los últimos meses. Al cierre del año 2017, cotizaba en S/ 10.6 soles cada acción.

Gráfico 13: Cotización de Alicorp S.A.A.



Fuente: tomado de la Bolsa de Valores de Lima (2018)

4.3 Análisis financiero

Alicorp S.A.A. elabora sus estados financieros sobre la base de las IFRS (*International Financial Reporting Standards*) en el marco de la Resolución N°102-2010-EF/94.01.1 emitida por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). Los estados financieros consolidados fueron auditados por la Sociedad Auditora de Paredes, Zaldívar, Burga & Asociados (E&Y). El presente análisis corresponde a los estados financieros consolidados.

4.3.1 Estado de resultados

Durante el 2017 las ventas de Alicorp ascendieron a S/ 7,101.4 millones, 7.1% superiores respecto al 2016, impulsadas principalmente por el crecimiento del negocio de Acuicultura así como de consumo masivo, con lo cual se alcanza un margen bruto de S/ 2,278.3 millones, 13.5% por encima del resultado del año anterior, tal como se presta en el siguiente cuadro:

Tabla 9: Estado de resultados de Alicorp S.A.A. 2013-2017 (en miles de soles)

Detalle	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos Netos de Actividades Ordinarias	S/ 000				
A Terceros	5,774,275	6,259,168	6,524,637	6,566,100	7,074,734
A Partes relacionadas	44,022	23,827	55,851	62,689	26,691
Total Ingresos Netos de Actividades Ordinarias	5,818,297	6,282,995	6,580,488	6,628,789	7,101,425
Costo de Ventas	4,237,666	4,571,288	4,713,108	4,620,803	4,823,162
Ganancia Bruta	1,580,631	1,711,707	1,867,380	2,007,986	2,278,263
Gastos de Ventas y Distribución	-720,358	-818,384	-910,178	-937,378	-994,480
Gastos Generales y Administrativos	-298,518	-350,453	-373,360	-409,166	-489,342
Resultado de operaciones con derivados de materias primas	-4,090	-207,497	-30,040	-8,296	-10,828
Otros ingresos, neto	67,898	18,932	6,813	-20,870	-43,270
Ganancia Operativa	625,563	354,305	560,615	632,276	740,343
Ingresos Financieros	59,103	15,778	77,427	13,883	55,883
Gastos Financieros	-180,700	-228,251	-366,652	-163,842	-147,394
Diferencias de Cambio, neto	-121,497	-81,272	-31,917	-20,381	-5,300
contabilizadas por el método de participación	-1,496	-549	-6,535	1,065	-2,985
Ganancia antes de impuesto a las ganancias	380,973	60,011	232,938	463,001	640,547
Gasto por impuesto a las ganancias	-125,778	-47,644	-75,465	-160,862	-187,482
Ganancia neta de operaciones continuas	255,195	12,367	157,473	302,139	453,065
Ganancia procedente de operaciones discontinuadas					
neta de impuesto a las ganancias	63,489	-332	0	0	0
Ganancia Neta del Año	318,684	12,035	157,473	302,139	453,065

Fuente: tomado de la Bolsa de Valores de Lima (2018).

Los gastos operativos principalmente son los de ventas y distribución, además de los generales y administrativos, que en el caso de los primeros representan el 14% de los ingresos y 6.1% más que el año 2016. Los gastos generales y administrativos alcanzan el 6.9% de los ingresos, con un crecimiento del 19.6% en relación al año anterior; luego de la aplicación de los gastos financieros y del impuesto a la renta, se obtiene la utilidad neta antes descrita de S/ 453.06 millones, 50% superior al resultado de 2016.

4.3.2 Estado de situación

Al cierre del ejercicio 2017, los activos consolidados de Alicorp se han contabilizado en S/ 7,115 millones, con un aumento del 16% con relación al 2016, debido al mayor activo corriente por el crecimiento de la cuenta de efectivo y equivalente. Ello, a su vez se encuentra asociado a los cambios que se han venido implementando para mejorar el ciclo de conversión de efectivo, especialmente la optimización de las condiciones de pago con proveedores, y en menor medida por fondos provenientes de obligaciones bancarias de corto plazo con vencimiento en este ejercicio; así como por el mayor stock de inventarios dado el mayor nivel de actividad.

Asimismo, el activo no corriente ha disminuido del 2.1% en relación al 2016, ubicándose en S/ 3,826 millones; esta contracción se explica por la depreciación natural del activo registrado en la partida de Propiedades, Planta y Equipo. Además, durante el ejercicio 2017 se han realizado diversas adiciones en dicha cuenta, debido a la adquisición de envasadora para planta de galletas en Perú, de equipos para la adecuación de la planta de desodorización en Perú, la construcción de Planta Vitapro en Honduras, la ampliación de la Planta Inbalnor en Ecuador, la adquisición de equipos de molino para la planta de salsas en Perú y la ampliación de la Planta San Justo en Argentina. Es de considerar que, debido a la naturaleza de las actividades que desarrolla Alicorp, las partidas contables de propiedades, planta y equipo, además de intangibles y plusvalía agrupan el 45.9% del activo total al cierre de 2017, tal como se aprecia en el siguiente cuadro:

Tabla 10: estado de situación de Alicorp S.A.A. Activos 2013-2017 (en miles de soles)

Detalle	2013	2014	2015	2016	2017
Activo	S/ 000				
Activo Corriente					
Efectivo y Equivalente de efectivo	90,774	99,521	112,529	273,483	1,043,381
Otros Activos financieros					182,630
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)	948,126	977,714	986,522	970,736	980,672
Fondo de garantía para operaciones con derivados	34,202	233,411	2,491	966	165
Otras Cuentas por Cobrar	161,188	193,924	75,893	75,007	74,073
Cuentas por Cobrar a partes relacionadas	425	157	1,882	171	12
Anticipos a proveedores	35,531	45,538	20,624	23,203	45,033
Saldo a Favor del impuesto a las ganancias	53,595	103,186	93,903	26,705	13,242
Inventarios (neto)	790,247	987,579	1,010,787	779,036	883,700
Instrumentos Financieros derivados	21,322	99,263	50,276	12,571	13,217
Gastos pagados por anticipado(Otros activos no financieros)	12,112	19,934	33,244	23,011	27,127
Activos clasificados como mantenidos para la venta	9,559	23,047	30,033	39,797	25,125
Total Activo corriente	2,157,081	2,783,274	2,418,184	2,224,686	3,288,377
Activo No Corriente					
Otras cuentas por cobrar	36,745	29,890	51,074	45,210	46,946
Instrumentos financieros derivados	51,376	76,547	45,787	35,118	11,459
Inversiones disponibles para la venta	195,069	252,286	177,180	274,650	349,644
Inversiones en asociadas	24,708	24,179	17,890	18,898	15,887
Saldo a Favor del impuesto a las ganancias	8,372	6,825	7,345	6,083	6,925
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	1,870,047	2,073,569	2,022,448	1,946,249	1,865,624
Otros Activos Intangibles (neto)	487,864	591,905	545,268	567,589	549,882
Activos por impuesto a las ganancias diferidos	94,816	80,924	102,353	91,536	97,862
Cuentas por cobrar comerciales (neto)				55,126	29,534
Activos Biológicos			790	932	887
Plusvalía (neto)	724,084	897,622	825,347	867,994	851,626
Total Activo no corriente	3,493,081	4,033,747	3,795,482	3,909,385	3,826,276
Total Activo	5,650,162	6,817,021	6,213,666	6,134,071	7,114,653

Fuente: tomado de la Bolsa de Valores de Lima (2018).

Durante 2017, Alicorp ha financiado sus activos principalmente mediante endeudamiento con terceros (59.3%) y en menor proporción a través del patrimonio de sus accionistas (40.7%). Se identifica un ligero aumento en la participación de la deuda como mecanismo de financiamiento respecto al periodo previo (58%).

Al cierre del ejercicio, el pasivo ha totalizado S/ 4,216 millones, con un incremento del 18.6% respecto al 2016 (S/ 3,556 millones). Eso se origina por los mayores pasivos financieros de corto plazo, especialmente por préstamos bancarios y de cuentas por pagar comerciales, causado por el incremento del ciclo de días de pago a proveedores, lo que propició que el pasivo de corto plazo aumente interanualmente en 58.1% hasta ubicarse en S/ 2,824 millones.

Las obligaciones financieras de Alicorp han alcanzado los S/ 1,953 millones al cierre del ejercicio 2017, representando 46.32% del pasivo total, mientras que el patrimonio neto consolidado de Alicorp se ubica en S/ 2,899 millones, recibiendo el impacto positivo de los mayores resultados acumulados y resultado del ejercicio dado el favorable desempeño del negocio. Por otro lado, la partida más significativa del patrimonio corresponde a resultados acumulados (56.5% respecto al total del patrimonio), tal como se muestra a continuación:

Tabla 11: Estado de situación de Alicorp S.A.A. Pasivos y patrimonio 2013-2017 (en miles de soles)

Detalle	2013	2014	2015	2016	2017
Pasivo y Patrimonio Neto					
Pasivo Corriente					
Obligaciones financieras y otros pasivos financieros	285,292	941,829	515,631	243,251	954,978
Cuentas por pagar comerciales	680,260	1,001,484	1,315,393	1,247,380	1,492,982
Otras cuentas por pagar	80,208	103,832	93,835	103,702	119,889
Cuentas por pagar a partes relacionadas	5,151	2,180	91	851	132
Beneficios a los empleados	96,815	84,761	101,737	128,953	163,066
Provisiones	14,117	15,202	26,666	33,812	33,822
Saldo por pagar de Impuesto a las ganancias	2,593	10,370	12,699	16,540	51,794
Instrumentos financieros derivados	6,588	227,980	7,836	11,454	7,302
Total Pasivo Corriente	1,171,024	2,387,638	2,073,888	1,785,943	2,823,965
Pasivo No Corriente					
Obligaciones financieras y otros pasivos financieros	1,762,184	1,814,698	1,565,831	1,375,824	998,372
Instrumentos financieros derivados		84	46		1,607
Otras cuentas por pagar	126,597	98,212	13,867	11,209	
Beneficios a los empleados	7,403	6,475	3,593	4,985	5,884
Provisiones	8,265	3,006	2,810	3,060	6,693
Pasivo por impuesto a las ganancias diferido	399,367	410,892	330,625	374,510	379,189
Total Pasivo No Corriente	2,303,816	2,333,367	1,916,772	1,769,588	1,391,745
Total Pasivo	3,474,840	4,721,005	3,990,660	3,555,531	4,215,710
Patrimonio					
Capital social emitido	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192
Acciones de inversión	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388
Reserva Legal	160,903	169,438	169,438	169,438	170,227
Resultados Acumulados	1,101,904	1,001,240	1,048,526	1,305,034	1,638,488
Otras reservas de patrimonio	50,398	61,607	127,665	227,043	220,391
Participaciones no controladoras	7,537	9,151	22,797	22,445	15,257
Total Patrimonio	2,175,322	2,096,016	2,223,006	2,578,540	2,898,943
Total Pasivo y Patrimonio	5,650,162	6,817,021	6,213,666	6,134,071	7,114,653

Fuente: tomado de la Bolsa de Valores de Lima (2018).

4.3.3 Liquidez y gestión

Respecto a la liquidez en 2017, se observa un mejor desempeño en la mayoría de los indicadores respecto al ejercicio anterior. Durante el 2017, Alicorp ha desplegado importantes esfuerzos que le han permitido optimizar su ciclo de conversión de efectivo (de 16 a 4 días) le ha permitido contar con un indicador de 1,2 veces igual que en 2016, en tanto el negocio mantiene un superávit en el capital de trabajo por S/ 464.4 millones según se puede ver en el siguiente cuadro (en miles de soles):

Tabla 12: Ratios de liquidez de Alicorp S.A.A. (2013-2017)

Liquidez	2013	2014	2015	2016	2017
Capital de trabajo	986,057	395,636	344,296	438,743	464,412
Capital de trabajo Neto Operativo	1,148,887	1,063,330	794,445	775,875	1,414,771
Capital de operación total o capital invertido	3,506,798	3,728,804	3,362,161	3,289,713	3,830,277
Liquidez General	1.8	1.2	1.2	1.2	1.2
Prueba Acida	1.2	0.8	0.7	0.8	0.9
Prueba Defensiva	0.1	0.0	0.1	0.2	0.4

Fuente: Elaboración propia

Tabla 13: Ratios de gestión de Alicorp S.A.A. (2013-2017)

Gestión	2013	2014	2015	2016	2017
Rotación CxC comerciales (No de veces)	6	6	7	7	7
Período promedio de cobro (días)	59	56	54	53	50
Rotación Existencias	5	5	5	6	5
Período promedio de existencias (días)	67	78	77	61	66
Rotación CxPagar comerciales	6	5	4	4	3
Período promedio de pago (días)	58	79	100	97	111
Ciclo Operativo	126	134	131	113	116
Ciclo de Conversión Efectivo	68	55	31	16	4

Fuente: Elaboración propia

El nivel de apalancamiento contable consolidado se ubica en 1.45 veces (1.38 veces en 2016), debido al crecimiento registrado en el endeudamiento bancario, además de las mayores cuentas por pagar comerciales, lo cual simultáneamente ha impulsado mayores saldos en la partida de caja. Es importante señalar que, dada la coyuntura de las condiciones de mercado, la estrategia financiera de Alicorp ha consistido en acumular mayor endeudamiento financiero revolvente de corto plazo, lo cual en parte se ha acumulado en la tesorería, para hacer frente a pagos programados a proveedores, posición que ha permitido obtener una razón de pasivo a activo de 0,59, tal como se muestra en el cuadro siguiente. Es de considerar que la deuda financiera se encuentra estructurada principalmente en préstamos bancarios (45%), bonos corporativos locales (44%), bonos internacionales (10%) y operaciones de arrendamiento financiero (menos de 1%).

Tabla 14: Alicorp: Ratios de Endeudamiento de Alicorp S.A.A. (2013-2017)

Endeudamiento	2013	2014	2015	2016	2017
Relación Deuda / Patrimonio	1.60x	2.25x	1.80x	1.38x	1.45x
Razón de Patrimonio a Activo	0.39x	0.31x	0.36x	0.42x	0.41x
Razón de Deuda a Activo	0.61x	0.69x	0.64x	0.58x	0.59x
Razón de Composición de la Deuda	0.34x	0.51x	0.52x	0.50x	0.67x
Cobertura de Gastos Financieros	3.46x	1.55x	1.53x	3.86x	5.02x

Fuente: Elaboración propia

4.3.4 Rentabilidad

Al cierre de 2017, la compañía ha registrado una utilidad neta de S/ 453.1 millones, siendo superior del 50.0% respecto al 2016, lo que ha permitido que el retorno anualizado de los accionistas y el activo (ROE y ROA, respectivamente) se ubiquen en 15.6% y 6.4% (11.7% y 4.9% en el 2016), tal como se describe a continuación:

Tabla 15: Ratios de rentabilidad de Alicorp S.A.A. (2013-2017)

Rentabilidad	2013	2014	2015	2016	2017
ROA	5.6%	0.2%	2.5%	4.9%	6.4%
ROE	14.6%	0.6%	7.1%	11.7%	15.6%
kd	11.1%	11.1%	13.3%	7.9%	9.1%
kl	14.6%	0.6%	7.1%	11.7%	15.6%

Fuente: Elaboración propia

4.3.5 Medidas de desempeño

La Utilidad Operativa Neta Después de Impuestos (UONDI) o Net Operating Profit After Taxes (NOPAT) en inglés, es el beneficio operativo después de impuestos que al cierre de 2017 ha alcanzado los S/ 521.9 millones (S/ 455.2 millones en 2016), representando el beneficio operativo menos el impuesto que en 2017 fue de 29.5%, y que al final es como calcular el margen operativo que quedaría para los accionistas si la empresa no tuviera deuda.

Tabla 16: Utilidad Operativa Neta Después de Impuestos de Alicorp S.A.A. (2013-2017)

NOPAT	2013	2014	2015	2016	2017
Ut. Operativa	625,563	354,305	560,615	632,276	740,343
Menos Impuesto	-187,669	-106,292	-156,972	-177,037	-218,401
NOPAT	437,894	248,014	403,643	455,239	521,942

Fuente: Elaboración propia

Ahora bien, en cuanto al monto del Capital Invertido (CI) o Capital de Operación Total (COT), se toma el valor de los activos necesarios para la operación del negocio como el efectivo, las cuentas por cobrar comerciales, los inventarios, la propiedad, planta y equipo, los intangibles y las cuentas por pagar comerciales y alcanza al cierre de 2017 la cantidad de S/ 3,830.2 millones (S/ 3,289.7 millones en 2016).

Tabla 17: Capital Invertido de Alicorp S.A.A. (2013-2017)

Capital de Operación	2013	2014	2015	2016	2017
Capital de Operación	3,506,798	3,728,804	3,362,161	3,289,713	3,830,277

Fuente: Elaboración propia

Con estos dos ratios se obtiene el retorno sobre el capital invertido o ROIC, por sus siglas en inglés (*Return On Invested Capital*) que al cierre de 2017 ha alcanzado el 13.6%, lo cual indica, en forma de porcentaje, la rentabilidad de la empresa sobre el dinero que invierte. El numerador en la ecuación, las ganancias operativas antes de impuestos, toma las ganancias que surgen exclusivamente de la operación del negocio; no se incluyen resultados por inversiones financieras ni cuestiones relacionadas con ganancias extraordinarias durante un período determinado, mientras que, en el denominador, está el capital invertido, tomando el valor de los activos operativos menos los pasivos operativos.

Tabla 18: Rentabilidad Operativa de Alicorp S.A. (2013-2017)

ROIC	2013	2014	2015	2016	2017
ROIC	12.5%	6.7%	12.0%	13.8%	13.6%

Fuente: Elaboración propia

Para saber si este ratio es eficiente se debe comparar con el Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC) o WACC, acrónimo de las palabras en inglés *Weighted Average Cost of Capital*, y debe ser mayor a éste, es decir, el ROIC debe ser superior en porcentaje al resultado del WACC.

El WACC en 2017 ha sido de 11.9%, siendo esta la tasa de descuento que determina el costo financiero del capital de la entidad, la cual se obtiene por ponderar la proporción de los puntos que cuestan los recursos que posee la entidad con los recursos externos, es decir, es la tasa que representa el costo medio de los activos, aquellos que provienen de fuentes de financiamiento, tanto de la propia entidad como externas, y que tienen un costo financiero. Se explica con la siguiente fórmula: $WACC = K_e \frac{E}{E+D} + K_d (1-T) \frac{D}{E+D}$, donde K_e es el coste de los fondos propios,

K_d es el coste de la deuda financiera, E son los fondos propios, D es la deuda financiera y T es la tasa impositiva.

Para estimar el coste del patrimonio (K_e), se ha utilizado como costo apalancado el retorno sobre el patrimonio o ROE (*Return On Equity*) que en 2017 ha sido de 15.6% y surge a partir de la división de la utilidad neta donde se ha considerado los gastos financieros, que es donde está el apalancamiento al ser el costo financiero de la deuda, y el patrimonio.

Asimismo, el coste de la deuda (K_d) es el coste que tiene la empresa para desarrollar sus actividades a través de su financiación en forma de créditos y préstamos o emisión de deuda; al cierre del 2017 ha sido de 9.1%, lo cual es el resultado de dividir los gastos financieros entre la deuda financiera de corto y largo plazo del periodo anterior. Además, la razón de endeudamiento ha sido del 40.26% en el 2017, valor obtenido por la división de la deuda financiera entre el total de la deuda financiera y el patrimonio neto; entonces los fondos propios son proporcionalmente la diferencia de 1 menos la razón de endeudamiento. Al final, financieramente, falta considerar el impacto del escudo fiscal de los intereses (EFI) que reduce el impuesto a la renta que paga la empresa al considerar el gasto financiero como gasto deducible. Una menor renta imponible, se traduce en menores tributos a pagar, y este factor incorpora el efecto fiscal de los intereses, lo que implica multiplicar el componente de la tasa de interés (i) por el factor (1 menos el impuesto), donde el impuesto representa la tasa de impuesto a la renta.

Tabla 19: Costo Promedio Ponderado de Capital de Alicorp S.A.A. (2013-2017)

Alicorp S.A.A.	2013	2014	2015	2016	2017
Pasivo Corriente					
Obligaciones financieras y otros pasivos financieros	285,292	941,829	515,631	243,251	954,978
Pasivo No Corriente					
Obligaciones financieras y otros pasivos financieros	1,762,184	1,814,698	1,565,831	1,375,824	998,372
Obligaciones financieras CP y LP	2,047,476	2,756,527	2,081,462	1,619,075	1,953,350
Total Patrimonio	2,175,322	2,096,016	2,223,006	2,578,540	2,898,943
Razón de endeudamiento	48.49%	56.81%	48.36%	38.57%	40.26%
Gastos Financieros	-180,700	-228,251	-366,652	-163,842	-147,394
Gasto por impuesto a las ganancias	-125,778	-47,644	-75,465	-160,862	-187,482
IR	30%	30%	28%	28%	29.5%
Rentabilidad	2013	2014	2015	2016	2017
kd	11.1%	11.1%	13.3%	7.9%	9.1%
KL	14.6%	0.6%	7.1%	11.7%	15.6%
WACC	2013	2014	2015	2016	2017
WACC	11.3%	4.7%	8.3%	9.4%	11.9%

Fuente: Elaboración propia

Alicorp ha presentado en 2017 un ROIC de 13.6% en el 2017; este ratio se debe comparar con el coste para obtener esos fondos: en el último año, el WACC ha sido de 11.9%. Por ello, si el ROIC es mayor al WACC, el crecimiento es rentable, 13.6% es mayor a 11.9%, lo que significa que crea valor al accionista, expresado nominalmente con el Valor Económico Agregado (VAE) o *Economic Value Added* (EVA) por sus siglas en inglés. El EVA es igual al NOPAT menos el costo del capital necesario para generar el capital invertido, en el 2017 de S/ 65.3 millones. Si el ROIC

es mayor al WACC, entonces el EVA es positivo, de lo contrario sería negativo y operativamente no rentable

4.4 Proyección de flujos de caja libre

Dada la utilidad operativa neta después de impuestos (UONDI) o NOPAT (en inglés) al cierre de 2017 de S/ 521.9 millones, se le añade la depreciación del ejercicio de S/ 164.3 millones, alcanzando un flujo de caja operativo de S/ 686.3 millones. A esta cantidad, se le añade la inversión del capital de trabajo neto operativo y de la diferencia del activo fijo o CAPEX (Capital Expenditure, en inglés), obteniendo el flujo de caja libre, de S/ 543.6 millones para el año considerado.

Ahora bien, si se analiza la evolución del NOPAT en los tres últimos años, éste ha crecido por encima del 12% anual pero, dado que el WACC ha sido de 11.9%, se ha considerado un nivel máximo de 11%, debido a que este costo ponderado ha sido menor en los dos años anteriores, 9.4% y 8.3% en 2016 y 2015, respectivamente. A continuación, se presenta el flujo de caja libre de la empresa para el 2018.

Tabla 20: Proyección de flujos de caja sin crecimiento de Alicorp S.A.A. (en miles de soles)

VALOR DE LA EMPRESA	2017	2018
	g=	0%
NOPAT	521,942	
Depreciación Activo Fijo +Amortización Intangibles	164,314	
FCO - Flujo de Caja Operativo	686,256	
Inv.Cap Trabajo	-66,471	
CAPEX (Activo fijo + Intangibles)	-76,202	
FCL - Flujo de Caja Libre	543,583	543,583
VP Empresa:	4,559,956	

Fuente: Elaboración propia

4.5 Valor terminal

Se considera el valor terminal como una perpetuidad sin crecimiento, es decir, la empresa no crece a partir del año 2018, y mantiene su nivel de ventas constante, tal como se expresa en el cuadro anterior. Entonces para determinarlo, calculamos el valor presente de una perpetuidad, de los flujos de caja a partir de 2018.

El valor de la empresa, en un panorama de flujo de caja proyectado sin crecimiento es de S/ 4,559.9 millones. Tomar como ratio el flujo de caja libre del año siguiente, entre la diferencia del WACC y el crecimiento que en este caso es cero (0), no sería lo más útil dado el nivel de apalancamiento de la empresa que alcanza los S/ 1,953.4 millones, nivel más que proporcional con respecto al valor de la empresa logrado. Por ello, se presenta un flujo de caja con un crecimiento de 4%, 5%, 6%, 7% y 8%, respectivamente, dado que con menor de 1% se estaría generando un valor del Equity después de la deuda financiera, menor al patrimonio; en esas condiciones es imposible valorizar una empresa con performance e intangible tan importante como Alicorp.

Tabla 21: Proyección de flujos de caja con crecimiento de 4% de Alicorp S.A.A. (en miles de soles)

	2017	2018
	g=	4%
NOPAT	521,942	
Depreciación Activo Fijo +Amortización Intangibles	164,314	
FCO - Flujo de Caja Operativo	686,256	
Inv.Cap Trabajo	-66,471	
CAPEX (Activo fijo + Intangibles)	-76,202	
FCL - Flujo de Caja Libre	543,583	565,326
VP Empresa:	7,137,244	
Valor Deuda	-1,953,350	
Valor Equity	5,183,894	
Valor Patrimonio=	2,898,943	
Valor Equity/Patrimonio	1.79	veces
EBITDA	904,657	
MULTIPLO	5.73	Veces

Fuente: Elaboración propia

Tabla 22: Proyección de flujos de caja con crecimiento de 5% de Alicorp S.A.A. (en miles de soles)

	2017	2018
	g=	5%
NOPAT	521,942	
Depreciación Activo Fijo +Amortización Intangibles	164,314	
FCO - Flujo de Caja Operativo	686,256	
Inv.Cap Trabajo	-66,471	
CAPEX (Activo fijo + Intangibles)	-76,202	
FCL - Flujo de Caja Libre	543,583	570,762
VP Empresa:	8,247,064	
Valor Deuda	-1,953,350	
Valor Equity	6,293,714	
Valor Patrimonio=	2,898,943	
Valor Equity/Patrimonio	2.17	Veces
EBITDA	904,657	
MULTIPLO	6.96	Veces

Fuente: Elaboración propia

Tabla 23: Proyección de flujos de caja con crecimiento de 6% de Alicorp S.A.A. (en miles de soles)

	2017	2018
	g=	6%
NOPAT	521,942	
Depreciación Activo Fijo +Amortización Intangibles	164,314	
FCO - Flujo de Caja Operativo	686,256	
Inv.Cap Trabajo	-66,471	
CAPEX (Activo fijo + Intangibles)	-76,202	
FCL - Flujo de Caja Libre	543,583	576,198
VP Empresa:	9,731,772	
Valor Deuda	-1,953,350	
Valor Equity	7,778,422	
Valor Patrimonio=	2,898,943	
Valor Equity/Patrimonio	2.68	veces
EBITDA	904,657	
MULTIPLO	8.60	Veces

Fuente: Elaboración propia

Tabla 24: Proyección de flujos de caja con crecimiento de 7% de Alicorp S.A.A. (en miles de soles)

	2017	2018
	g=	7%
NOPAT	521,942	
Depreciación Activo Fijo +Amortización Intangibles	164,314	
FCO - Flujo de Caja Operativo	686,256	
Inv.Cap Trabajo	-66,471	
CAPEX (Activo fijo + Intangibles)	-76,202	
FCL - Flujo de Caja Libre	543,583	581,634
VP Empresa:	11,819,924	
Valor Deuda	-1,953,350	
Valor Equity	9,866,574	
Valor Patrimonio=	2,898,943	
Valor Equity/Patrimonio	3.40	veces
EBITDA	904,657	
MULTIPLO	11	Veces

Fuente: Elaboración propia

Tabla 25: Proyección de flujos de caja con crecimiento de 8% (en miles de soles)

	2017	2018
	g=	8%
NOPAT	521,942	
Depreciación Activo Fijo +Amortización Intangibles	164,314	
FCO - Flujo de Caja Operativo	686,256	
Inv.Cap Trabajo	-66,471	
CAPEX (Activo fijo + Intangibles)	-76,202	
FCL - Flujo de Caja Libre	543,583	587,069
VP Empresa:	14,973,244	
Valor Deuda	-1,953,350	
Valor Equity	13,019,894	
Valor Patrimonio=	2,898,943	
Valor Equity/Patrimonio	4.49	veces
EBITDA	904,657	
MULTIPLO	14	Veces

Fuente: Elaboración propia

Tomando en consideración el modelo de Gordon, que asume una sucesión infinita de flujos de caja libre con una tasa de crecimiento constante y una tasa de crecimiento que no puede ser mayor a la tasa de descuento, se tiene que, asumiendo un valor de la deuda del 2017 de S/ 1,953.4 millones, los resultados son los siguientes:

- Con un crecimiento de 4% anual (cuadro 4.17), el valor del equity es de S/ 5,183.8 millones que, dividido entre el valor en libros del patrimonio del 2017 de S/ 2,898.9 millones, proporciona una razón de mercado frente a valor en libros de 1.79 veces y una razón de múltiplos de un equity dividido entre el EBITDA de 2017 de 5.73 veces, inferior de 10 veces al nivel de las últimas adquisiciones en el mercado local corporativo.
- Con un crecimiento de 5% anual (cuadro 4.18), el valor del equity es de S/ 6,293.7 millones que, dividido entre el valor en libros del patrimonio del 2017 de S/ 2,898.9 millones, proporciona una razón de mercado frente a valor en libros de 2.17 veces y una razón de múltiplos de un equity dividido entre el EBITDA de 2017 de 6.96 veces, inferior de 10 veces al nivel de las últimas adquisiciones en el mercado local corporativo.
- Con un crecimiento de 6% anual (cuadro 4.19), el valor del equity es de S/ 7,778.4 millones que dividido entre el valor en libros del patrimonio del 2017 de S/ 2,898.9 millones, se logra una razón de mercado frente a valor en libros de 2.68 veces y una razón de múltiplos de un equity dividido entre el EBITDA del 2017 de 8.60 veces, inferior de 10 veces al nivel de las últimas adquisiciones en el mercado local corporativa encima.
- Con un crecimiento de 7% anual en el cuadro 4.20, el valor del equity es de S/ 9,866.6 millones que dividido entre el valor en libros del patrimonio del 2017 de S/ 2,898.9 millones, se logra una razón de mercado frente a valor en libros de 3.4 veces y una razón de múltiplos de un equity dividido entre el EBITDA del 2017 de 11 veces, superior al nivel de las últimas adquisiciones en el mercado local corporativo por encima de 10 veces y más cercano al nivel de ventas de Maestro y Sodimac, 16.4 veces el EBITDA.
- Con un crecimiento de 8% anual (cuadro 4.21), el valor del equity es de S/ 13,019.9 millones que dividido entre el valor en libros del patrimonio de 2017 de

S/ 2,898.9 millones, se logra una razón de mercado frente a valor en libros de 4.49 veces y una razón de múltiplos de un equity dividido entre el EBITDA de 2017 de 14 veces, superior al nivel de las últimas adquisiciones en el mercado local corporativa encima de 10 veces y más cercano a ventas como la de Maestro a Sodimac de 16.4 veces el EBITDA

CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1 Conclusiones

Esta investigación tiene como propósito determinar el método de valoración más consistente para calcular el valor de la empresa Alicorp S.A.A.; para ello se han comparado las utilidades teórica y práctica del método de flujo de caja descontado con respecto a otros métodos, se han identificado las variables e los inductores de valor y se ha determinado el valor monetario de la empresa.

Existen diferentes métodos para valorizar una empresa; muchos de ellos no incorporan las perspectivas de generación de valor futuro y sus flujos descontados; es decir calculan sus valores desde perspectivas estáticas sin considerar la evolución de la empresa. Por otro lado, los métodos basados en el patrimonio tampoco incorporan parámetros como el riesgo del cálculo del coste de capital; por ello se hace necesario utilizar el método de flujo de caja descontado, porque calcula el valor de la empresa considerando su crecimiento y permanencia en el mercado.

De los resultados obtenidos en esta investigación, se concluye que el método de flujo de caja descontado es el método más consistente para valorizar la empresa Alicorp. La tasa de descuento hallada mediante el cálculo del WACC es de 11.9%; se considera este como un dato importante a respaldo del estudio, en función de lo afirmado por teóricos como Modigliani- Miller y Gordon-Shapiro, quienes analizan la estructura y cálculo del WACC y la actualización del flujo, respectivamente.

Con respecto a un posible escenario en el cual la empresa no crece, es decir un escenario pesimista, calculando el flujo de caja libre y la tasa de descuento, se obtiene que la empresa Alicorp S.A.A. tiene una valoración de S/ 4,559 millones, lo cual incluye el valor de los diferentes recursos de la empresa, además de las expectativas que se tienen sobre los beneficios que puede generar a futuro.

Se ha determinado que los flujos de caja libre tienen resultados positivos, lo cual demuestra que la empresa ha estado gestionando adecuadamente sus recursos en la generación de utilidades. Esto la pone en una posición expectante y favorable con respecto a potenciales inversionistas.

El presente estudio incluye, además, el análisis de sensibilidad, calculado a través de la variación de la tasa de crecimiento en diferentes escenarios, con lo cual se ha obtenido el valor mínimo de empresa de 7,137 millones soles, y el valor máximo de 14,973 millones de soles, utilizando una tasa de descuento de 4% y 8% respectivamente. En cuanto a los supuestos de crecimiento de la empresa Alicorp S.A.A., se han establecido diversos escenarios en las que la empresa crece a tasas de 4%, 5%, 6%, 7% y 8%.

En los diversos escenarios donde hay crecimiento, tanto moderados como optimistas, la aplicación de los respectivos flujos de caja libre, el cálculo de la tasa de descuento y la tasa de crecimiento, permiten demostrar que Alicorp S.A.A. tiene valoraciones crecientes, muy acorde con la realidad observada en la empresa, con un crecimiento elevado y sostenido, siendo líder en su sector y en la economía del País.

Se ha empleado el método valor equity, valor de patrimonio, valor equity/patrimonio y múltiplo VE/EBITDA, para contrastarlo con los valores obtenidos por el método de flujo utilizado. Estos valores indican que la empresa se encuentra comparativamente dentro del múltiplo de otras empresas de su sector; además, se encuentra en buena situación en comparación con el resto de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

La empresa ha pasado por un proceso difícil en el año 2014, producto de la voluntad de inversión en el mercado de los derivados financieros lo cual, sin embargo, no ha mermado su desempeño histórico, habiendo logrado recuperarse de manera satisfactoria gracias al adecuado manejo de los derivados y de sus pasivos financieros. Se han mantenido además indicadores favorables y una estructura de capital ordenada y balanceada, para hacer frente a los requerimientos operativos y cumplir oportunamente con sus obligaciones en el corto y largo plazo.

5.2 Recomendaciones

Los estudios deben aplicar la metodología del flujo de caja descontado mediante flujos de caja libres, como es de mayor consenso, debido a que éstos incorporan la capacidad de la empresa de generar futuras ganancias, para una mejor toma de decisiones. Se debe considerar, además, que el valor de la empresa no es la suma del valor de cada uno de sus activos por separado o el valor de liquidación; es decir, no corresponde a contabilizar cada uno de sus activos por separado y recibir el precio de mercado por cada uno de ellos. En tal sentido, también es recomendable conocer la tasa de descuento y valor residual, para determinar su valor, su influencia y potencialidad en el cálculo de las valorizaciones que se realicen.

Las empresas que mantienen una constante estrategia de adquisición de activos o fusiones, como es el caso de Alicorp, permanentemente evalúan su valorización y la expectativa sobre sus acciones en el mercado, por tanto, se recomienda la medición de dichos elementos de acuerdo a varios escenarios: pesimista (0% crecimiento), esperado y optimista.

Al ser la valorización un método dinámico, incorpora información actualizada y relevante; es recomendable entonces que el análisis y la actualización de los supuestos se realice por cada periodo de estudio, ya sea anual, semestral o trimestral (que es cuando la información es publicada en la BVL) ya que los resultados podrían ser diferentes a los obtenidos en este estudio. No se debe dejar de mencionar que las condiciones, el medio, el entorno y las variables son cambiantes, lo único permanente es el cambio.

También se puede mencionar que los modelos de valorización planteados en este trabajo, no son un ámbito cerrado o perfectamente establecido y son susceptibles de ser mejorados. Se siguen estudiando en los diversos ámbitos académicos, ya que tampoco existe unanimidad sobre su eficacia para plantear nuevas metodologías y para mejorar los procesos de valoración y sus cálculos, con el fin de adaptarse a los cambios rápidos que se observan en los mercados. Por tanto, es también importante seguir estudiando el modelo y proponer mejoras en base a los nuevos conceptos y experiencias que aporten valor.

Bibliografía

- Alemany, F. & Álvarez, C. & Arasa, M. y otros (2012). Guía práctica de valoración de empresas. (1ª edición). Lima: Profit Editorial.
- Alicorp S.A.A. (2017). Earning call cuarto trimestre. Recuperado el 21 de enero de 2018 de: <https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/financial-information/reportes/estados-financieros.html>
- Alicorp S.A.A. (2018). Gama de productos. Recuperado el 20 de enero de 2018 de: <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/herramientas/clientes-y-proveedores.html>
- Alicorp S.A.A. (2018). Presentación Corporativa marzo 2018. Recuperado el 20 de enero de 2018 de: www.alicorp.com.pe/alicorpir/public/userfiles/ckfinder/files/Corporate_Presentation_March_2018.pdf
- Alvarez, S. (2014). Cotización bursátil y creación de empleo: un análisis empírico para el mercado de valores español. Cuadernos de economía: Spanish Journal of Economics and Finance, 37(103), pp. 1-12.
- Apaza, M. (2004). EBIDDA: Indicadores y valorización de empresas. Revista Actualidad Empresarial, XI, pp. 1-4.
- Arce, C. & Barba, H. & Vilca, C. (2015) Unión de cervecerías peruanas Backus y Johnston S.A.A.: reporte de valoración (Tesis de Maestría). Universidad del Pacifico, Perú, Lima. Recuperado el 20 de enero de 2018 de: http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/1061/Cecilia_Tesis_maestria_2015.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Arias, L. & Portilla, L. & Agredo, L. (2007). La información contable en el análisis de los estados financieros. Scientia Et Technica, vol. XIII, núm. 37, pp. 311-314.
- Arias, X. y Cáceres, Y. (2017). Modelo de Valoración para una Empresa del Sector Alimentario Peruano a Través de la Optimización de Estructura de Capital: Caso ALICORP S.A.A, 2017-2021. (Tesis de licenciatura). Universidad Católica Santa María, Perú, Arequipa. Recuperado el 20 de enero de 2018 de:

<https://tesis.ucsm.edu.pe/repositorio/bitstream/handle/UCSM/6467/40.1059.CE.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

- Beltran, Gris y Asociados (2013). Alicorp S.A.A. y Subsidiarias. Dictamen de los Auditores Independientes. Estados Financieros Consolidados. Recuperado el 21 de enero de 2018 de:
- <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs.%20Informe%20Auditado%202013.pdf>
- Betancourt, K. & García, C. & Lozano, V. (2013). Teoría de Markowitz con metodología EWMA para la toma de decisión sobre cómo invertir su dinero Atlantic Review of Economics: Revista Atlántica de Economía, 1(1), p. 21.
- Blanco, L. (2009). Valoración de empresas por descuento de flujos de Caja. Revista Universo Contábil, 5(2), 124-141.
- Caballer, V. (1998). Métodos de valoración de empresas. Madrid: Ediciones Pirámide S.A.
- Cañibano, L. (2014). Algunas reflexiones sobre los métodos de valoración de empresas: Un modelo de valoración basado en la creación de valor. Revista Española de Capital Riesgo, pp. 4, 03-14.
- Caretas (2015). “Examen de medidas”. Caretas, núm. 2407, pp. 11-15.
- Caruajulca, M. (2009). El proceso de valorización de empresas, núm. 27, pp. 169-181. Lima: Universidad de Lima.
- Cernas, D. & Mercado, P. (2015). La adquisición de empresas. ¿En qué nivel de relación industrial son un modo más apropiado de diversificación empresarial? Estudios Gerenciales, vol. 31, núm. 136, pp. 266-274.
- Cervantes, J. & Floriano, S. & Reátegui, F. (2015). Alicorp S. A. A. y Subsidiarias. Reporte De Valorización (Tesis de Maestría). Universidad del Pacífico, Perú, Lima. Recuperado el 20 de enero de 2018 de: http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/1516/Julio_Tesis_Maestria_2015.pdf?sequence=1&isAllowed=y

- Cervantes, J. & Floriano, S. & Reátegui, F. (2016). Alicorp S. A. A. y Subsidiarias. Reporte De Valorización (Tesis de Maestría). Universidad del Pacífico, Perú, Lima. Recuperado el 20 de enero de 2018 de: <http://repositorio.up.edu.pe/handle/11354/1516>
- Champredonde, M. & Gonzalez, J. (2016) ¿Agregado de Valor o Valorización? Reflexiones a partir de Denominaciones de Origen en América Latina. 10.
- Correa, J. & Arango, M. & Castaño, C. (2011). Metodologías de valoración de activos tecnológicos. Una revisión. Revista Pensamiento y Gestión, pp. 31, 83-108.
- Damodaran, A. (2002). Investment valuation (2ª edición). New York: Wiley Finance.
- Díaz, O. (2014). Efectos de la Adopción por primera vez de las NIIF en la preparación de los Estados Financieros de las Empresas Peruanas. Revista Universo Contábil, vol. 10, núm. 1, pp. 126-144.
- Duarte, J. & Mascareñas, J. (2013). La eficiencia de los mercados de valores: una revisión Análisis financiero, pp. 122, 21-35.
- Ellegren, J. & Fuertes, W. & Hidalgo, A. & Méndez, A. (2016). Plan Financiero Empresarial para Alicorp S.A.A. (Tesis de Maestría). Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú, Lima. Recuperado el 20 de enero de 2018 de: <http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/123456789/8460>
- Fernández, P. (2008). Métodos de valoración de empresas. (1ª edición). Barcelona: IESE Business School.
- García, M. & Jalal, A. & Garzón, L. & otros. (2013). Métodos para predecir índices Bursátiles. Ecos de Economía, 17(37), pp. 51-82.
- Garrido, F. (2015). Tahoe Resources - Valorización. (Tesis de Maestría). Universidad del Pacífico, Perú, Lima. Recuperado el 20 de enero de 2018 de: http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/1148/Fernando_Tesis_maestria_2015.pdf?sequence=1&isAllowed=y

- Gil, B. & Suarez, I. & Pérez, D. (2013). Relación de causalidad entre los mercados emergentes y los índices bursátiles CICAG. Revista del Centro de Investigación de Ciencias Administrativas y Gerenciales, 10(1), pp. 148-159.
- Göbel, C. (2015). Valoración de Adidas Group (Tesis de Maestría). Universidad del Pacifico, Perú, Lima. Recuperado el 20 de enero de 2018 de: http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/1030/Carsten_Tesis_maestria_2015.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Gómez, R. (2013). Señales de inversión basadas en un índice de aversión al riesgo Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa, 19(3), pp. 147-157.
- Gonzales, A. & Gutiérrez, T. & Morante, M. (2015). Valoración de Transportadora de Gas Del Perú SA. (Tesis de Maestría). Universidad del Pacifico, Perú, Lima. Recuperado el 20 de enero de 2018 de: http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/1192/Angel_Tesis_maestria_2015.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Guillén, M.L., Carmona, E.G. y Mascareñas, J. (2015). Análisis de la gestión y creación de valor de las emisoras que conformaron el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores durante el periodo 2011-2013. Análisis Financiero, pp. 129, 36-46.
- Hoyos, O. (2001). La valoración de empresas. Revista Semestre Económico, 4(8).
- Lamothe, P. & Monjas, M. (2013). Mercados alternativos de deuda para la financiación de la pyme: análisis, perspectivas y propuestas. Revista de economía, 874, pp. 135-146.
- Lizarzaburu, E. (2014). Análisis del Modelo Z de Altman en el mercado peruano. Universidad & Empresa, vol. 16, núm. 26, pp. 137-154.
- López, C. & García, E. (2001). Empresas conjuntas o adquisiciones en el proceso de inversión exterior Revista de Economía Aplicada, vol. IX, núm. 26, pp. 5-28.

- Lorente, M. (2008). El nuevo analista y reflexiones sobre la teoría del equilibrista. *Economistas*, 26 (115), pp. 72-81.
- Marin, Q. (2013). *Análisis y selección de inversiones*. (1ª edición). Lima: Profit Editorial.
- Martínez, A. (2008). El análisis estructural y sus relaciones con el análisis sistémico y los análisis parciales. *Revista de Economía Mundial*, núm. 18, pp. 393-404.
- Martínez, J. (2012). *Valoración de empresas: Amper, S.A.* (Tesis de Master) Universidad Politécnica de Valencia, España, Valencia. Recuperado el 20 de enero de 2018 de: <https://riunet.upv.es/bitstream/handle/10251/18053/Tesina%20JOS%C3%89%20NORBERTO%20MART%C3%8DNEZ.pdf?sequence=1>
- Mayo, A. (2002). Gestión del conocimiento en el contexto de las fusiones y adquisiciones (Cómo pueden evitar las empresas destruir su valor por la mala gestión del capital de conocimiento) *Revista de Psicología del Trabajo y de las Organizaciones*, vol. 18, núm. 2-3, pp. 215-231.
- Mendiola, A. (2007). Cía. Minera Milpo S.A.A. Valorización de una Empresa Minera. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, vol. 12, núm. 22, pp. 147-178.
- Murillo, S. & Ruiz, S. & Benavides, J. (2013). Modelo comparativo de índices financiero, para la evaluación de la gestión de compañías comparables en Latinoamérica. *Tec Empresarial*, 7(1), pp. 21-31.
- Nava, M. (2009) *Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente*. *Revista Venezolana de Gerencia*, vol. 14, núm. 48, pp. 606-628.
- Ochoa, A. & Toscano, J. (2012). Revisión crítica de la literatura sobre el análisis financiero de las empresas. *Revista de Ciencias Sociales y Humanidades*, vol. 21, núm. 41, pp. 73-99.
- Ojeda, C. & Castaño, E. (2014). Prueba de eficiencia débil en el mercado accionario colombiano *Semestre económico*, 17(35), p. 13.

- Osores, C. (2015). Valoración de la empresa Alicorp S.A.A. (Tesis de maestría). Universidad del Pacifico, Perú, Lima. Recuperado el 20 de enero de 2018 de: http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/1127/C%C3%A9sar_Tesis_maestria_2015.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Paredes, Burga y Asociados (2014). Alicorp S.A.A. y Subsidiarias. Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes. Recuperado el 21 de enero de 2018 de: <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20S.A.A.%20y%20Subsidiarias%20Auditado%202014.pdf>
- Paredes, Burga y Asociados (2015). Alicorp S.A.A. y Subsidiarias. Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes. Recuperado el 21 de enero de 2018 de: <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subsidiarias%202015.pdf>
- Paredes, Burga y Asociados (2016). Alicorp S.A.A. y Subsidiarias. Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes. Recuperado el 21 de enero de 2018 de: <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subsidiarias%2031.12.16.pdf>
- Paredes, Burga y Asociados (2017). Alicorp S.A.A. y Subsidiarias. Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2017 y de 2016 junto con el dictamen de los auditores independientes. Recuperado el 21 de enero de 2018 de: <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Alicorp%20SAA%20y%20Subs%2031-12-17-16.pdf>
- Quintana, A. (2008). Metodologías de valorización de instrumentos de deuda: bonos. Contabilidad y Negocios, vol. 3, núm. 6, pp. 11-36.
- Quintana, A. (2015). Los fondos mutuos indexados de renta variable como producto alternativo en la industria peruana de fondos mutuos Contabilidad y Negocios, vol. 10, núm. 19, pp. 100-108.
- Ryland, P. (2010). Guía esencial de inversiones (1ª edición). Lima: Luppa Solutions.

- Sánchez, M. (2016). Valoración de proyectos digitales: Método para la valoración de bienes y servicios digitales de acceso gratuito. *Análisis Financiero*, pp. 132, 18-31.
- Sanz, L. (2002). Certificados de opción de venta de acciones con fines de protección, desviación de utilidades y escogencia de proyectos en empresas nuevas Academia. *Revista Latinoamericana de Administración*, núm. 29, pp. 77-99.
- Sarmiento, (2003). Desarrollo de un nuevo método de valoración medioambiental (tesis doctoral). Universidad Politécnica de Madrid, Madrid, España. Recuperado el 20 de enero de 2018 de: <http://oa.upm.es/105/1/07200318.pdf>
- Silverio, G. (2014). Modelo binomial para la valoración de empresas y los efectos de la deuda: escudo fiscal y liquidación. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, vol. 19, núm. 36, pp. 2-10.
- Stanyer, P. (2010). *Estrategia de Inversión: como entender el comportamiento de los mercados*. (1ª edición), Lima: Lupp Solutions.
- Sú, C. & Champac, E. & Enriquez, J. (2016). Valoración de la Corporación Lindey S.A. (Tesis de Maestría). Universidad del Pacífico, Perú, Lima. Recuperado el 20 de enero de 2018 de: http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/1549/Cheryl_Tesis_maestria_2016.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Vélez, I. (2006). Valoración de flujos de caja en inflación. El caso de la regulación en el Banco Mundial Academia. *Revista Latinoamericana de Administración*, núm. 36, pp. 24-49.
- Vergiú, J. & Bendezú, C. (2007). Los indicadores financieros y el Valor Económico Agregado (EVA) en la creación de valor. *Industrial Data*, vol. 10, núm. 1, enero-junio, 2007, pp. 42-47.
- Villanueva, A. (2017). Mercados financieros: una aproximación a la Bolsa de Valores de Lima. *Contabilidad y Negocios*, vol. 2, núm. 3, pp. 23-33. 19.

- Wong, D. (2000). Finanzas Corporativas: un enfoque para el Perú. (2ª edición). Lima: Universidad del Pacifico.
- Woolley, P. (2010). Por qué los mercados financieros son tan ineficientes y explotadores, y una propuesta de solución Revista de economía institucional, ISSN-e 0124-5996, Vol. 12, N°. 23, pp. 55-83.