

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ  
ESCUELA DE POSGRADO**



**Valorización de una empresa líder en la industria cervecera en  
el Perú en el contexto del COVID 19**

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN  
ADMINISTRACIÓN ESTRATÉGICA DE EMPRESAS OTORGADO  
POR LA PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

**PRESENTADA POR**

Chris Roca Vía, DNI: 43786234

Oscar André Jorge Vega Baella, DNI: 72369946

David Vidal Asencios, DNI: 70749744

Luis Enrique Yankan Fasabi, DNI: 40519018

**ASESOR**

Pablo José Arana Barbier, DNI: 44614140

ORCID 0000-0002-4449-0086

**JURADO**

Rubén Guevara Moncada

Carlos Eduardo Agüero Olivos

Pablo José Arana Barbier

**Surco, enero 2021**

## Agradecimientos

Expresamos nuestro agradecimiento a nuestras familias por su apoyo constante para lograr el objetivo trazado y terminar satisfactoriamente nuestros estudios de posgrado y mejorar tanto personal, como profesionalmente. De igual manera, agradecemos al Dr. Pablo Arana Barbier por su continuo apoyo y exigencia durante el transcurso en la elaboración de esta tesis.



### **Dedicatoria**

A mis padres que con su ejemplo y perseverancia me han permitido perseguir mis metas profesionales, asimismo, a mi esposo Frank por su apoyo constante en mi preparación y culminación de esta tesis.

Chris Roca Vía

A mis padres Juan y Elvira, así como a mi hermana Milagros, quienes me han impulsado a seguir siempre adelante; y a Jennifer, que con su apoyo y paciencia pude lograr culminar mi proceso de posgrado en conjunto con esta tesis.

Oscar Vega Baella

Principalmente a mi madre Rosa, y a mi padre Rómulo, por ser el gran apoyo e inspiración para poder culminar la tesis y mis metas profesionales.

David Vidal Asencios

A mis padres, quienes siempre me impulsan a seguir adelante, a mis hijos Dylan André y Mía Valentina, pilares e inspiración para poder culminar mis objetivos y mis metas profesionales.

Luis Yankán Fasabi

## Resumen Ejecutivo

La presente tesis es una aplicación de un modelo de valorización de acciones sobre una empresa líder en el mercado cervecero en el Perú en el contexto del COVID 19. Para determinar la capitalización bursátil de esta empresa, esta tesis utiliza a modo de consultoría la metodología de Flujo de Caja Libre para determinar el valor de flujos futuros de la empresa a partir de una recolección histórica de datos financieros de la empresa. Seguidamente se estimó el costo del capital utilizando el modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), para luego estimar el costo promedio del capital *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), donde finalmente se estimó la capitalización bursátil, encontrándose que el valor de la acción de inversión sin considerar los efectos del COVID 19 fue de S/22.33, muy similar al que reflejaba la Bolsa de Valores de Lima al 31 de diciembre de 2018 pero que, al incluir la pandemia en el análisis, este valor cae en más del 20%, llegando a ser S/16.69. En base a esto se realizaron recomendaciones y conclusiones para la esta empresa y sus accionistas.

## Abstract

This thesis is an application of a stock valuation model on a company leader on the beer production in Peru in the COVID 19 context. To determine the market capitalization of this company, this thesis uses the Free Cash Flow methodology as a consultancy to determine the value of future flows of the company from a historical collection of financial data of the company. Next, the cost of equity was estimated using the Capital Asset Pricing Model (CAPM), to then estimate the average cost of capital (WACC), where the market capitalization was finally estimated, finding that the value of the share without considering the effects of COVID 19 was S/22.33, very similar to that reflected by the Lima Stock Exchange as of December 31, 2018, but when the pandemic was included in the analysis, this value fell by more than 20%, falling down to S/16.69. Based on this, recommendations and conclusions were made for the company and its shareholders.

## Tabla de contenidos

<b>Lista de Tablas.....</b>	<b>ix</b>
<b>Lista de Figuras .....</b>	<b>x</b>
<b>Capítulo I: Situación General de la Empresa .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Historia .....</b>	<b>1</b>
<b>1.2 Ubicación .....</b>	<b>2</b>
<b>1.3 Productos .....</b>	<b>2</b>
<b>1.4 Visión, Misión y Valores .....</b>	<b>3</b>
<b>1.4.1 Visión .....</b>	<b>3</b>
<b>1.4.2 Misión .....</b>	<b>3</b>
<b>1.4.3 Valores. ....</b>	<b>4</b>
<b>1.5 Análisis Externo (PESTEL) .....</b>	<b>4</b>
<b>1.5.1 Factores políticos. ....</b>	<b>5</b>
<b>1.5.2 Factores Económicos .....</b>	<b>6</b>
<b>1.5.3 Factores Sociales.....</b>	<b>14</b>
<b>1.5.4 Factores Tecnológicos. ....</b>	<b>18</b>
<b>1.5.5 Factores Ecológicos.....</b>	<b>21</b>
<b>1.5.6 Factores Legales. ....</b>	<b>23</b>
<b>1.6 Análisis Interno (AMOFHIT) .....</b>	<b>26</b>
<b>1.6.1 Administración y gerencia. ....</b>	<b>26</b>
<b>1.6.2 Marketing. ....</b>	<b>29</b>

1.6.3 Operaciones.....	30
1.6.4 Recursos Humanos .....	30
1.6.5 Finanzas.....	31
1.6.6 Sistemas de Información.....	35
1.6.7 Tecnología.....	35
1.7 Matriz FODA .....	36
1.8 Análisis de las cinco Fuerzas de Porter .....	36
Capítulo II: Problema Clave.....	42
2.1. Identificando el problema .....	42
2.2. El problema clave .....	46
Capítulo III: Revisión de Literatura .....	48
3.1. Mapa de Literatura .....	48
3.2. Revisión de literatura.....	49
3.2.1. Valorización de empresas.....	49
3.2.2. Métodos de valoración .....	52
3.2.3. Consultoría.....	80
3.2.4. Suavización exponencial.....	87
Capítulo IV: Metodología de Consultoría.....	90
Capítulo V: Alternativas de Solución .....	95
Capítulo VI: Metodología de Valorización de Acciones .....	107
6.1. Consideraciones previas.....	107
6.2. Metodología aplicada.....	108

<b>Capítulo VII: Resultados de la Valorización .....</b>	<b>122</b>
<b>7.1. Recopilación de data histórica .....</b>	<b>122</b>
<b>7.2. Estimación de los flujos proyectados del Estado de Resultados .....</b>	<b>123</b>
<b>7.3. Estimación de los flujos proyectados del Estado de Situación Financiera .....</b>	<b>127</b>
<b>7.4. Estimación de la depreciación y la amortización .....</b>	<b>129</b>
<b>7.5. Estimación del flujo de caja libre. ....</b>	<b>130</b>
<b>7.6. Estimación del costo del capital utilizando el modelo <i>Capital Asset Pricing Model</i>.....</b>	<b>132</b>
<b>7.7. Estimación del costo promedio ponderado del capital (WACC). ....</b>	<b>134</b>
<b>7.8. Estimación de la perpetuidad. ....</b>	<b>134</b>
<b>7.9. Descuento de flujos futuros. ....</b>	<b>135</b>
<b>7.10. Estimación de la capitalización bursátil. ....</b>	<b>135</b>
<b>7.11. Estimación de la capitalización bursátil sin considerar el efecto del COVID 19. ....</b>	<b>136</b>
<b>Referencias .....</b>	<b>159</b>

**Lista de Tablas**

Tabla 1 .....	33
Tabla 2 .....	34
Tabla 3 .....	44
Tabla 4 .....	45
Tabla 5 .....	46



## Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Índice de libertad económica. Tomado de Gestión, 2019. ....	6
<i>Figura 2.</i> PBI por sectores económicos. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2019. ....	9
<i>Figura 3.</i> Reducción del PBI. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020. ....	10
<i>Figura 4.</i> Resultado de la encuesta de Expectativas Macroeconómicas - Expectativas generales. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020. ....	10
<i>Figura 5.</i> Resultado de la encuesta de Expectativas Macroeconómicas - Situación actual. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020. ....	11
<i>Figura 6.</i> Resultado de la encuesta de Expectativas Macroeconómicas - Expectativas financieras. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020. ....	12
<i>Figura 7.</i> Tipo de cambio e intervención cambiaria del BCRP. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020. ....	12
<i>Figura 8.</i> Indicadores de Riesgo País. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020. ....	13
<i>Figura 9.</i> Tasa de Interés de Bono del Tesoro de EUA a 10 años. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020. ....	13
<i>Figura 10.</i> Índice de la Bolsa de Valores de Lima. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020. ....	14
<i>Figura 11.</i> Población peruana. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019. ....	15
<i>Figura 12.</i> Distribución de la población peruana Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019. ....	16

<i>Figura 13.</i> Esperanza de vida al nacer Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019.....	16
<i>Figura 14.</i> Matrimonios peruanos. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019.....	17
<i>Figura 15.</i> Divorcios en Perú. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019.....	17
<i>Figura 16.</i> Hogares con acceso a tecnología de información y comunicación. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019.....	19
<i>Figura 17.</i> Hogares con acceso a telefonía fija. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019. ....	19
<i>Figura 18.</i> Hogares con acceso a telefonía móvil. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019. ....	20
<i>Figura 19.</i> Hogares con acceso a computadora e internet. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019.....	20
<i>Figura 20.</i> Población de seis años a más con acceso a internet. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019. ....	21
<i>Figura 21.</i> Radiación ultravioleta en Lima. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2020. ....	22
<i>Figura 22.</i> Fenómenos naturales y antrópicos. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2020. ....	23
<i>Figura 23.</i> Principales cambios en el ISC. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2019.....	25
<i>Figura 24.</i> Ciclo operativo de una empresa. Tomado de D’Alessio, 2008. ....	26
<i>Figura 25.</i> Evolución de la liquidez de la empresa analizada durante los últimos 10 años.....	32

<i>Figura 26.</i> Tipo de bienes y tasa de interés de diferentes entidades financieras. Tomado de PWC, 2019.....	34
<i>Figura 27.</i> Valoración de las acciones de la empresa analizada .....	43
<i>Figura 28.</i> Mapa de literatura de valorización empresarial.....	48
<i>Figura 29.</i> Mapa de literatura de consultoría. ....	49
<i>Figura 30.</i> Precio de la acción sobre valor contable en Alemania, España y Estados Unidos. Tomado de “Métodos de Valoración de Empresas”, de Morgan Stanley, citado en Fernandez, 2008.....	57
<i>Figura 31.</i> Utilización de distintos métodos de múltiplos de cuatro empresas para la estimación de valor de Superdiplo. Tomado de “Métodos de Valoración de Empresas”, Fernandez, 2008. ....	62
<i>Figura 32.</i> Ejemplo de Estados Financieros según Fernández (2008).....	96
<i>Figura 33.</i> Ejemplo de nuevos Estados Financieros según Fernández (2008).....	97
<i>Figura 34.</i> Datos contables de la empresa ejemplo en miles de soles.....	98
<i>Figura 35.</i> Ratios de empresas comparables en el mercado.....	98
<i>Figura 36.</i> Ventajas y desventajas de los métodos desarrollados. ....	105
<i>Figura 37.</i> Estado de Situación Financiera de la empresa analizada del año 2009 al 2018 .....	123
<i>Figura 38.</i> Estado de Resultados de la empresa analizada del año 2009 al 2018 .....	123
<i>Figura 39.</i> PBI y la Producción manufactura no primaria por principales grupos industriales con valores tomados de las estadísticas del “Banco Central de Reserva del Perú” .....	124
<i>Figura 40.</i> Coeficientes y parámetros de la regresión lineal entre el PBI total y la Producción manufactura no primaria por principales grupos industriales .....	125

<i>Figura 41.</i> Producción manufactura no primaria y los ingresos anuales de la empresa analizada con valores tomados de las estadísticas del “Banco Central de Reserva del Perú” .....	125
<i>Figura 42.</i> Coeficientes y parámetros de la regresión lineal entre la Producción manufactura no primaria por principales grupos industriales y los ingresos de la empresa analizada.....	126
<i>Figura 43.</i> Variación estimada del Estado de Ganancias y Pérdidas .....	126
<i>Figura 44.</i> Proyección histórica del Estado de Ganancias y Pérdidas .....	127
<i>Figura 45.</i> Variación de las cuentas de los Estados de Situación Financiera .....	128
<i>Figura 46.</i> Proyección estimada de las cuentas del Estado de Situación Financiera ...	129
<i>Figura 47.</i> Recopilación histórica de la depreciación.....	129
<i>Figura 48.</i> Variación porcentual de la depreciación .....	130
<i>Figura 49.</i> Proyección de la depreciación.....	130
<i>Figura 50.</i> Recopilación histórica de la amortización.....	130
<i>Figura 51.</i> Variación porcentual de la amortización.....	130
<i>Figura 52.</i> Proyección de la amortización.....	130
<i>Figura 53.</i> Proyección de los Flujos de caja libres .....	131
<i>Figura 54.</i> Estimación de la capitalización bursátil de la empresa analizada y el valor de la acción.....	136
<i>Figura 55.</i> Proyección del Estado de Situación Financiera sin considerar el COVID 19 .....	137
<i>Figura 56.</i> Proyección del Estado de Resultados sin considerar el efecto COVID 19	137
<i>Figura 57.</i> Flujo de caja libre proyectado sin considerar el efecto COVID 19.....	137
<i>Figura 58.</i> Valor de la acción y la capitalización bursátil sin considerar el efecto COVID 19 .....	138

<i>Figura 59.</i> Capitalización bursátil de la empresa analizada con y sin COVID a diciembre de 2018 .....	142
<i>Figura 60.</i> Valor de la acción de inversión con y sin COVID a diciembre de 2018....	142
<i>Figura 61.</i> Cambio del valor de las acciones de inversión desde enero a julio de 2020. Tomado de la Bolsa de Valores de Lima, 2020.....	143
<i>Figura 62.</i> Cambio valor de las acciones comunes A y B desde enero a julio de 2020. Tomado de la Bolsa de Valores de Lima, 2020.....	143
<i>Figura 63.</i> Proyección de los ingresos anuales de la empresa analizada al 2028 .....	145
<i>Figura 64.</i> Proyección del Flujo de Caja Libre de la empresa analizada al 2028 .....	145
<i>Figura 65.</i> Desplome del valor de las acciones de inversión de la empresa analizada durante el año 2020. Tomado de la Bolsa de Valores de Lima, 2020.....	148
<i>Figura 66.</i> Proyección del Flujo de Caja Libre de la empresa analizada al 2028 .....	153
<i>Figura 67.</i> Proyección del Estado de Ganancias y Pérdidas sin considerar el efecto COVID 19 .....	153
<i>Figura 68.</i> Proyección del Estado de Ganancias y Pérdidas con COVID 19.....	154
<i>Figura 69.</i> Proyección del Estado de Situación Financiera sin considerar el COVID 19 .....	154
<i>Figura 70.</i> Proyección del Estado de Situación Financiera con COVID 19.....	155
<i>Figura 71.</i> Valor de la acción y la capitalización bursátil sin considerar el efecto COVID 19 .....	155
<i>Figura 72.</i> Estimación de la capitalización bursátil de la empresa analizada y el valor de la acción considerando el efecto COVID 19. ....	156
<i>Figura 73.</i> Proyección de los ingresos anuales de la empresa analizada al 2028 .....	157

## Capítulo I: Situación General de la Empresa

**Exoneración de responsabilidad.** El siguiente capítulo contiene información obtenida de fuentes fiables y de acceso gratuito. Las menciones realizadas a empresas particulares o específicas son únicamente con fines académicos sin intención de divulgar información que pueda ser confidencial o sensible.

### 1.1 Historia

La historia de la industria cervecera se puede remontar al último trimestre del año 1863, año en la que fue fundada la marca Pilsen Callao por un ciudadano alemán. A la par, en el año 1876, el ingeniero Howard Johnston y Jacobo Backus deciden crear en Lima una empresa fabricante de Hielo llamada Fábrica de Hielo Sudamericana en el distrito del Rímac y entre los años 1879 y 1880 esta empresa cambia de nombre a Cervecería y Fábrica de Hielo Backus y Johnston. Por los mismos años, entre 1879 y 1898, dos ciudadanos americanos fundaron una fábrica de hielo en el distrito del Rímac, y luego incursionarían en el mercado cervecero con Cervesur, en Arequipa. Asimismo, en 1918 abrirían la fábrica de Cerveza Trujillo, con su marca Pilsen, la cual posteriormente sería comprada por un ciudadano italiano, y luego se llamaría Compañía Nacional de Cervezas, y en unos años más tarde, en 1922, se empezaría a fabricar cristal, su principal competidora (El Comercio, 2014; Backus, s.f.).

En años posteriores, en la década de los setenta, con el gobierno militar, la industria cervecera se vio favorecida por incentivos tributarios para la instalación de fábricas en varias regiones del país. Es así que se inauguran las fábricas de Cervecería San Juan en la ciudad de Pucallpa y Cervecería del Norte en Motupe, marcas como San Juan y Real respectivamente. En la década de los ochentas predominaban principalmente tres empresas: Compañía Nacional de Cervezas, Backus & Johnston, y Cervesur, cuya rivalidad se incrementa significativamente en los años noventa, y da

como resultado la compra del 60 % de las acciones de Compañía Nacional de Cervezas por parte de Backus, para ser llamada posteriormente Unión de Cervecería Backus & Johnston (El Comercio, 2014).

Posteriormente, en el año 2002, esta empresa es adquirida por la compañía colombiana Bavaria, y el año 2005 la empresa Sab Miller adquiere esta última también Backus (El Comercio, 2014). Ese año ingresa a la industria cervecera peruana Ambev, con la marca Brahma, y el 2007 ingresa Aje Group, con la marca Franca, y por último el grupo torvisco, con la marca Anpay en 2009. Actualmente, Backus es la empresa líder del mercado peruano, con una participación mayor al 95%, acaparamiento conseguido posterior a la adquisición de Ambev Perú por parte del grupo Ab Inbev en el año 2015 (El Comercio, 2014; Radio Programas del Perú, 2015; Backus, s.f.; Fowks, 2016).

## **1.2 Ubicación**

En la actualidad, la principal empresa que controla el mercado de las cervezas en el Perú es Backus y desde los inicios de sus operaciones, se ha ido expandiendo con sus propios activos a nivel nacional, cuenta con cinco plantas productivas en distintas partes del Perú para la elaboración de cervezas, gaseosas y aguas: Ate, Huarochirí, Arequipa, Motupe y Cusco; así como una planta ubicada en Ñaña destinada a producción de Malta. Asimismo, se considera como ubicación los almacenes de insumos ubicados en los distritos de Los Olivos y el Callao (Backus, s.f.). Por el lado de Aje Group, esta empresa actualmente cuenta con su única Planta en Huachipa (AJE, s.f.).

## **1.3 Productos**

La empresa líder de sector cervecero peruano es Backus, y actualmente cuenta con una amplia participación, estimada en 99% según El Comercio (2017) por lo que, mencionar sus productos es importante para describir a las cervezas en el Perú. Debido a esta razón, cabe mencionar que Backus cuenta con marcas *core*, *premium*, *value*,

*super premium* y las marcas regionales. Es así que entre ellas se encuentran las marcas Cristal, Pilsen Callao, Cusqueña, Pilsen Trujillo, Stella Artois, Budweiser, Corona, Golden y La Arequipeña (Backus, 2020, s.f., 2019a). Por otro lado, se encuentra la marca de cerveza Tres Cruces que le pertenecía hasta setiembre del 2020 a la empresa AJE, sin embargo, fue adquirida por la firma holandesa Heineken N.V. dueños de la marca Heineken (Gestión, 2020).

#### **1.4 Visión, Misión y Valores**

Si una empresa no formula una estrategia que involucre la definición de una visión, misión y valores, es muy difícil que la organización sobreviva (D'Alessio, 2008). De esta expresión, se deduce la gran importancia que tienen estos tres términos dentro de una empresa y lo relevantes que son para el futuro de cualquier organización. A continuación, se detallan la visión, misión y valores de empresas importantes de la industria cervecera.

##### **1.4.1 Visión**

La visión de una empresa responde a la pregunta ¿qué se quiere llegar a ser?; es una meta a largo plazo, en base a la situación actual y a la industria, y debe de ser simple, clara, realista, con un horizonte de tiempo definido y un alcance geográfico delimitado (D'Alessio, 2008). En ese sentido, la visión planteada por las compañías cerveceras en el país es llegar a tener productos líderes, valorados y reconocidos en el mercado de su sector como lo plantea la visión de Backus (Backus, 2015) y como lo plantea la visión de AJE (AJE, s.f.-b).

##### **1.4.2 Misión**

Por otra parte, la misión responde a la pregunta ¿cuál es nuestro negocio?, y es lo que la empresa debería de realizar bien. Adicional a ello debe de especificar los productos y mercados, definir la organización, ser amplia, diferenciada, clara, creíble

para aquellos que la lean, y poder ser utilizada para evaluar las actividades de la empresa (D'Alessio, 2008). En lo que respecta a las compañías cerveceras tienen una misión que en común es generar marcas de cervezas que los peruanos consideren al momento de su consumo, por ser saludable como lo indica AJE (AJE, s.f.-b). o ser la primera opción de los peruanos y fomentar la peruanidad como lo detalla Backus (Backus, 2015).

### **1.4.3 Valores.**

Los valores de una empresa son las que establecen la filosofía de la organización, y debe de representar las actitudes, personalidad, creencias y tradiciones con el objetivo de producir políticas, definir estrategias, y plantear metas (D'Alessio, 2008). Para las empresas cerveceras del país, encuentran los valores marcados en cómo van a guiarse, pero a su vez, identifican valores con los que sus consumidores se sientan identificados, como en el caso de AJE que son emprendedor, soñador, pasión, audaz, y hermandad (AJE, s.f.-b). O los de Backus, que son la responsabilidad, el trabajo en equipo, el respeto por los clientes, consumidores y la indivisibilidad de su reputación (Backus, 2015).

### **1.5 Análisis Externo (PESTEL)**

En este análisis se encuentra enfocado al estudio de la industria y el entorno, de tal manera que se logren identificar los eventos y tendencias que escapan al control de la empresa. Para la realización del análisis externo se recomienda involucrar al mayor número de gerentes y empleados con poder de decisión, reunir información de los competidores y recurrir a fuentes de buena reputación como revistas, artículos, anuarios, entre otros para obtener información relevante (D'Alessio, 2008). Por consiguiente, para una empresa que lidera el mercado cervecero se puede ilustrar de la siguiente manera:

### 1.5.1 Factores políticos.

En muchos casos, son las variables más importantes de la evaluación externa. Para este análisis se debe de considerar la estabilidad política, la política monetaria, regulaciones gubernamentales, contrabando, corrupción, seguridad jurídica, seguridad, relaciones con gobiernos, entre otros (D'Alessio, 2008). En la actualidad, el poder ejecutivo del Perú viene siendo liderado por el presidente Martín Vizcarra, el cual al año 2019 contaba con una popularidad mayor a la de anteriores gobernantes con un 52% de aprobación popular, de acuerdo a la consultora Ipsos Perú (Radio Programas del Perú, 2020). El año 2019, pese a los problemas políticos que atravesó el país, el impacto en la economía no fue proporcional al impacto político, inclusive siendo alabado por el Fondo Monetario Internacional, considerándola una de las mejores economías de Latinoamérica (El país, 2020).

El problema en sí que tiene el Perú con respecto a los factores políticos es la desconfianza que tienen los ciudadanos en las instituciones. Esto provoca que algunos proyectos importantes pasen a retrasarse, especialmente los del rubro de minería, trayendo consigo el incremento de la incertidumbre por parte de los inversionistas (El país, 2020). Por lo tanto, si se evalúa el índice de libertad económica de *The Heritage Foundation* el Perú obtuvo 67.8, ocupando el puesto 45 de las economías a nivel mundial, superior al promedio, que es de 60 puntos. En la Figura 1 se ilustra el Índice de libertad económica.

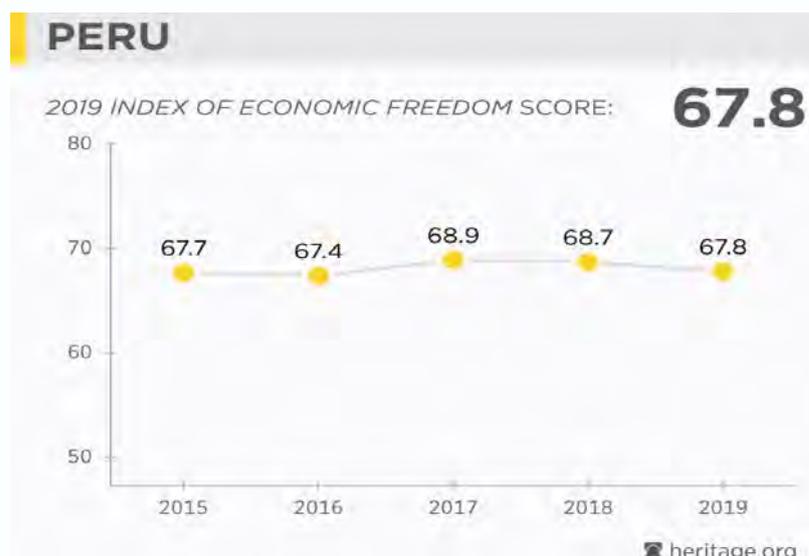


Figura 1. Índice de libertad económica. Tomado de Gestión, 2019.

### 1.5.2 Factores Económicos

Son los factores que guían las tendencias macroeconómicas, las decisiones de inversión y las condiciones de financiamiento. Para el análisis de estos factores se tienen que tener en cuenta variables como la evolución del PBI, el poder adquisitivo del consumidor, la inflación, el costo de capital, el costo de mano de obra, el costo de materias primas, el riesgo país, la fluctuación de precios, entre otros (D'Alessio, 2008).

**Contexto internacional.** Durante el año 2019 el crecimiento mundial fue moderado, y de acuerdo con el fondo monetario internacional, este fue de 2.9%. Pese a ese crecimiento, durante el segundo semestre del año 2019 hubo cierta incertidumbre en cuanto a políticas comerciales, las tensiones geopolíticas, el comercio y la manufactura. Adicional a ello se sumaron el descontento social en algunos países y desastres naturales, como huracanes en el Caribe, incendios forestales en Australia, entre otros. De igual manera, durante el último trimestre del 2019, el crecimiento en economías de mercados emergentes como México, India y Sudáfrica fue más lento que el que se había estimado debido a shocks específicos que frenaron la demanda interna. En cambio, en economías avanzadas, la desaceleración fue generalizada, con una inflación leve. A

comienzos del año 2020, se estimaba un crecimiento mundial de 3.3%, con un crecimiento de 1.6% en las economías avanzadas y 4.4% en economías emergentes, siendo el pronóstico para América Latina de un 1.6% de crecimiento para el año 2020 (Fondo Monetario Internacional, 2020).

Pese a que se predecía un mayor incremento en la economía global, la aparición inesperada de una pandemia llamada COVID 19 a fines del año 2019 hizo que muchas bolsas, como la de Londres, *Wall Street* y Nikkei experimentaran grandes caídas (BBC, 2020). Pese a que es algo pronto para estimar con precisión los posibles efectos del COVID 19 en la economía mundial, se puede recurrir a las predicciones de varios especialistas. Por ejemplo, de acuerdo con Clavellina (2020), las actividades que principalmente golpearía el COVID 19 son el turismo, el comercio y las cadenas de producción y abastecimiento. De acuerdo con Johnson (2020), citado en Clavellina (2020), se tienen tres riesgos para la economía mundial. El primero corresponde a una desaceleración de la economía de China y una caída rápida de los activos financieros. El segundo corresponde a la pobre administración y liderazgo de los Estados Unidos por frenar el virus, priorizando el mantenerlo fuera del país. El último riesgo, pero no menos importante, es que muchos mercados emergentes probablemente no se encuentren preparados para afrontar una situación pandémica.

Por su lado, de acuerdo a Rogoff (2020), citado en Clavellina (2020), es altamente probable que se presente una crisis global diferente a las ocurridas en 2001 y 2008, y que muchos países tendrán que realizar gastos importantes e incurrir en déficits públicos para impulsar su actividad económica y la salud. Se prevé que para que exista una recuperación será necesario la colaboración internacional y que, debido a sus características, esta pandemia tiene el potencial de acelerar la inflación. Asimismo, para fines de febrero del 2020, los índices bursátiles a nivel mundial comenzaron a

desplomarse debido a la incertidumbre generada por la celera expansión del COVID 19 en China. Debido a la gran importancia de China en el mercado mundial, muchas cadenas de suministro se vieron interrumpidas, así como los vuelos internacionales (Clavellina, 2020).

De acuerdo a Hatheway (2020), citado en Clavellina (2020), señala principalmente tres razones para considerar al COVID 19 como un enemigo de la economía global. El primero de estos es que, debido a las restricciones en los viajes nacionales e internacionales, el comercio de bienes y servicios quedará afectado. La segunda es que se dará un drástico descenso en el turismo, lo que llevará también a que los países tengan una menor actividad económica, provocando que se invierta menos en plantas, equipos y otros activos, y generando, por ende, desempleo. La última razón es que probablemente se tenga una gran reducción del consumo e inversión, lo que llevaría a la economía mundial a encontrarse al borde de una recesión.

Pese a todo lo expuesto con anterioridad, especialistas e instituciones financieras estiman que la economía probablemente se recuperará para la segunda mitad del 2020. De incrementarse los efectos negativos de esta pandemia, es probable que los países adopten medidas monetarias, financieras y fiscales en beneficio del consumidor y las pequeñas empresas, e incluso recurrir a entidades como el Banco Mundial o el Fondo Monetario Internacional (Clavellina, 2020).

### ***Contexto Nacional.***

*Producto Bruto Interno.* De acuerdo con el reporte de inflación de diciembre de 2019 (Banco Central de Reserva del Perú, 2019b), se proyectaba un incremento del PBI de 2.3% durante el año 2019, debido a básicamente un incremento poco significativo en la construcción y manufactura, así como incongruencias entre la minería y pesquería. Para fines del 2019 se esperaba tener un crecimiento de 3.8% del PBI para el 2020, a

partir de un incremento de la pesca y minería, gracias a un incremento en la producción de Las Bambas, Cerro Verde y Toquepala (Banco Central de Reserva del Perú, 2019b). A continuación, en la Figura 2 se ilustra el PBI por sectores económicos previstos a finales del 2019.

Cuadro 15 PBI POR SECTORES ECONÓMICOS (Variaciones porcentuales reales)						
	2018	2019*		2020*		2021*
		RI Set.19	RI Dic.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI Dic.19
<b>PBI primario</b>	<b>3,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>3,6</b>	<b>4,7</b>	<b>3,7</b>
Agropecuaria	8,0	4,1	3,7	4,1	4,0	3,6
Pesca	39,7	-13,6	-18,6	9,6	23,0	-3,9
Minería metálica	-1,7	-0,8	-1,3	3,9	3,6	5,5
Hidrocarburos	0,0	3,4	5,1	0,3	0,9	0,2
Manufactura	12,9	-5,7	-5,5	2,2	9,3	0,9
<b>PBI no primario</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>
Manufactura	3,3	2,2	0,8	3,8	2,7	3,5
Electricidad y agua	4,4	4,3	4,1	4,0	4,0	4,5
Construcción	5,3	5,4	2,9	5,8	5,3	5,1
Comercio	2,6	3,0	3,0	3,5	3,5	3,7
Servicios	4,5	3,7	3,6	3,6	3,6	3,7
<b>Producto Bruto Interno</b>	<b>4,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

Figura 2. PBI por sectores económicos. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2019.

Sin embargo, no se consideró una pandemia como el COVID 19 en las predicciones, por lo que muchas de las proyecciones para el año 2020 no se van a llegar a concretar. Esto se ve reflejado en el resumen informativo emitido el 2 de abril del 2020 (Banco Central de Reserva del Perú, 2020), en el cual se presentan las estimaciones de analistas a partir de una encuesta hecha el 30 de marzo de 2020, en la cual se prevé una reducción del PBI de 2.2% para el 2020, como se muestra en la Figura siguiente.

**Encuesta de Expectativas Macroeconómicas: Crecimiento del PBI (%)**

	Encuesta realizada al:		
	31 Ene.2020	29 Feb.2020	30 Mar.2020
<b>Analistas Económicos 1/</b>			
2020	3,1	3,0	-2,2
2021	3,4	3,3	5,0
2022		3,5	3,9
<b>Sistema financiero 2/</b>			
2020	3,0	2,7	1,0
2021	3,2	3,0	2,5
2022		3,2	3,0
<b>Empresas No financieras 3/</b>			
2020	3,1	3,0	2,1
2021	3,5	3,2	3,0
2022		3,5	3,2

1/ 18 analistas en enero, 18 en febrero y 12 en marzo de 2020.

2/ 19 empresas financieras en enero, 15 en febrero y 5 en marzo de 2020.

3/ 356 empresas no financieras en enero, 344 en febrero y 157 en marzo de 2020.

*Figura 3.* Reducción del PBI. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020.

De igual manera, las expectativas empresariales en consecuencia de la situación actual fueron negativas para el año 2020, lo cual se ilustra en las Figuras 4 y 5. Como se indica en estas, un valor de 50 es neutral, mientras que un valor menor a 50 es más pesimista, y un valor mayor a 50, optimista. Si se observa la variación entre las expectativas de febrero de 2020 a marzo de 2020, estas se tornaron pesimistas, debido a la llegada del COVID 19 al Perú.

**Resultados de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas 1/**

		Feb.20	Mar.20
<b>EXPECTATIVAS SOBRE:</b>			
1. LA ECONOMÍA:	A 3 MESES	48	22
	A 12 MESES	57	42
2. EL SECTOR:	A 3 MESES	51	29
	A 12 MESES	59	43
3. SITUACIÓN DE SU EMPRESA:	A 3 MESES	55	28
	A 12 MESES	66	46
4. DEMANDA DE SUS PRODUCTOS:	A 3 MESES	56	31
	A 12 MESES	67	47
5. CONTRATACIÓN DE PERSONAL:	A 3 MESES	49	36
	A 12 MESES	53	40
6. INVERSIÓN DE SU EMPRESA:	A 3 MESES	51	30
	A 12 MESES	56	40

1/ Mayor a 50 puntos (posición neutral) significa que la confianza está en el tramo optimista y menor a 50 puntos en el tramo pesimista.

*Figura 4.* Resultado de la encuesta de Expectativas Macroeconómicas - Expectativas generales. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020.

### Resultados de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas <sup>1/</sup>

	Feb.20	Mar.20
<b>SITUACIÓN ACTUAL:</b>		
1. DEL NEGOCIO	52	41
2. VENTAS	52	30
3. PRODUCCIÓN	47	24
4. DEMANDA CON RESPECTO A LO ESPERADO	42	23
5. ÓRDENES DE COMPRA RESPECTO AL MES ANTERIOR	50	28

1/ Mayor a 50 puntos (posición neutral) significa que la confianza está en el tramo optimista y menor a 50 puntos en el tramo pesimista.

*Figura 5.* Resultado de la encuesta de Expectativas Macroeconómicas - Situación actual. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020.

Pese a lo señalado con anterioridad, las últimas proyecciones estimadas por el *World Bank Group* en junio 2020, en un informe denominado *Global Economic Prospects*, estimó las posibles caídas que iban a sufrir los países productos del COVID 19. Debido a que en junio los efectos de la pandemia se hacían más tangibles y serios para la economía mundial, la proyección del *World Bank Group* fue más pesimista que lo anteriormente señalado. Lo más resaltante es que esta institución estimó que Perú iba a ser la nación más impactada por el COVID 19 en Latinoamérica, llegando a predecir un decrecimiento del 12% del PBI para el año 2020, pero un crecimiento del 7% para el año 2021.

*Inflación.* Pese al golpe en la economía del país producto de la pandemia, la inflación de marzo fue del 0.65% mensual y 1.8% anual, dentro del rango meta del Banco Central (1 a 3%). Asimismo, de acuerdo con una encuesta de las expectativas macroeconómicas, la inflación se encontraría alrededor al 2% para el año 2020. Esto se ilustra en la Figura 6, en donde se muestra una encuesta realizada en marzo del 2020.

### Encuesta de Expectativas Macroeconómicas: Inflación

Encuesta realizada al:	Encuesta realizada al:		
	31 Ene.2020	29 Feb.2020	30 Mar.2020
<b>Analistas Económicos 1/</b>			
2020	2,1	2,0	1,8
2021	2,3	2,2	2,0
2022		2,4	2,0
<b>Sistema Financiero 2/</b>			
2020	2,0	2,0	2,2
2021	2,3	2,1	2,3
2022		2,3	2,4
<b>Empresas No financieras 3/</b>			
2020	2,2	2,1	2,2
2021	2,4	2,3	2,4
2022		2,4	2,5

1/ 18 analistas en enero, 18 en febrero y 12 en marzo de 2020.

2/ 19 empresas financieras en enero, 15 en febrero y 5 en marzo de 2020.

3/ 356 empresas no financieras en enero, 344 en febrero y 157 en marzo de 2020.

Figura 6. Resultado de la encuesta de Expectativas Macroeconómicas - Expectativas financieras. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020.

*Tipo de cambio.* Con respecto al tipo de cambio, este cerró en marzo de 2020 con un S/. 3.43 por dólar, luego de haber sobrepasado los S/. 3.55. La evolución del tipo de cambio desde enero de 2018 se ilustra en la Figura 7, líneas abajo. En esta se puede apreciar que el máximo valor del tipo de cambio se alcanzó este año, llegando a sobrepasar los S/. 3.55 por dólar (BCRP, 2020).

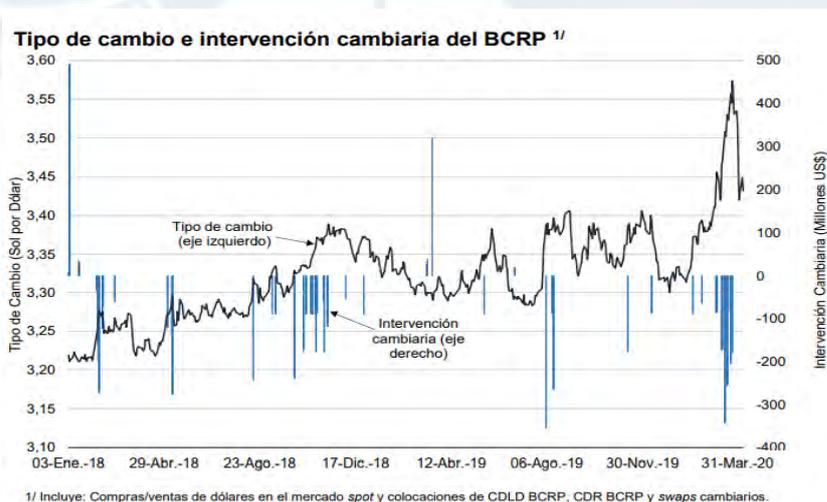


Figura 7. Tipo de cambio e intervención cambiaria del BCRP. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020.

*Riesgo país.* En marzo, debido a la llegada del COVID 19 a territorio peruano y a la gran incertidumbre que generó, los indicadores de riesgo país se incrementaron, debido a un temor por una desaceleración global debido a la pandemia. Asimismo, el *spread* EMBIG Perú fue de 265 bps, y el de Latinoamérica se incrementó a 703. Esta situación se ilustra en la Figura 8 (BCRP, 2020).

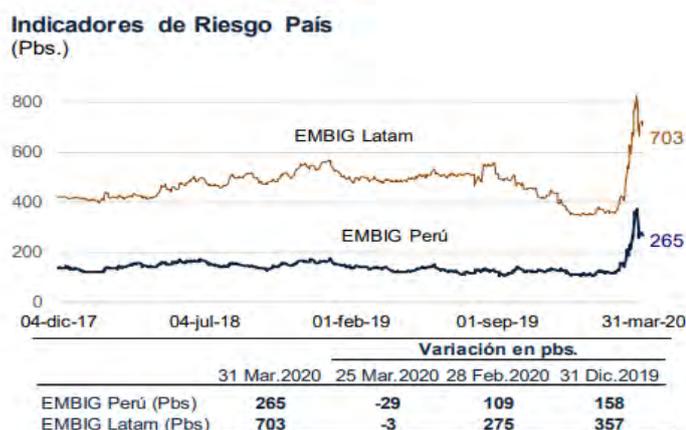


Figura 8. Indicadores de Riesgo País. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020.

*Rendimiento de los US Treasuries.* El rendimiento del bono del tesoro norteamericano fue de 48 bps, disminuyendo a 0.67% (BCRP, 2020). Donde se puede ilustrar en la Figura 9 de la siguiente manera:



Figura 9. Tasa de Interés de Bono del Tesoro de EUA a 10 años. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020.

*Índices de la Bolsa de Valores de Lima.* Este índice general disminuyó un 20.8% en marzo y 23.1% el índice selectivo, de forma parecido debido a los efectos del COVID 19.



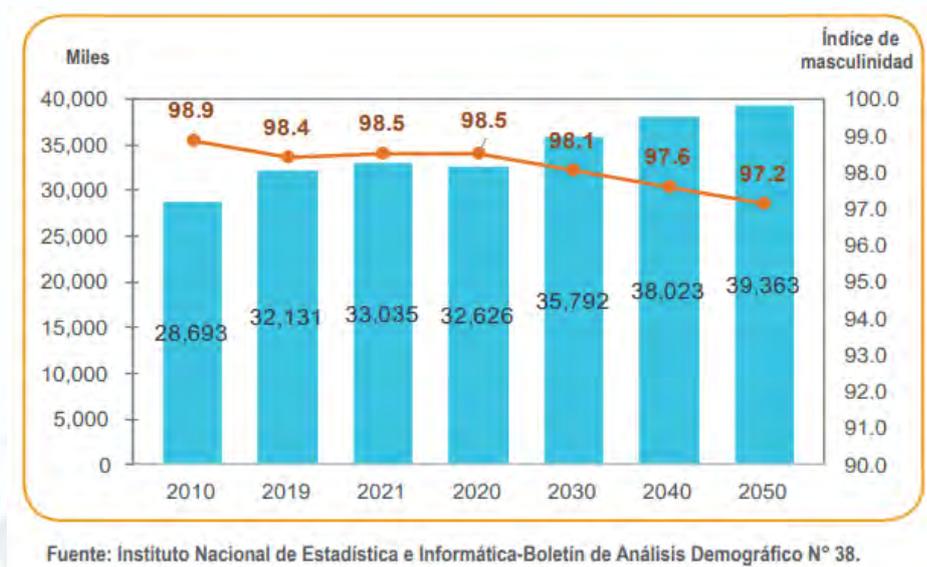
Figura 10. Índice de la Bolsa de Valores de Lima. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2020.

### 1.5.3 Factores Sociales

Son los factores que determinan los hábitos de compra, el perfil del consumidor, el comportamiento organizacional, entre otros factores. Estas fuerzas tienden a variar de país en país, por lo que deben de ser analizadas por regiones para poder detectar las posibles amenazas u oportunidades para la empresa. Entre sus variables a considerar para el análisis de estos factores se encuentra la tasa de crecimiento poblacional, la tasa de desempleo, el analfabetismo, la cultura, el nivel de educación, el estilo de vida, el nivel de pobreza, la esperanza de vida, la tasa de mortalidad, los valores, entre otros (D'Alessio, 2008).

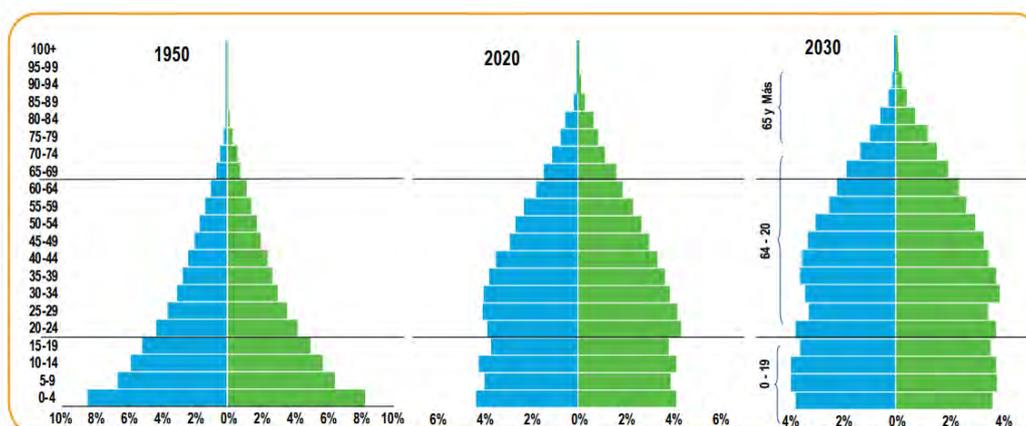
**Población.** En Julio de 2019, la población peruana sobrepasaba los 32 millones de habitantes, y se preveía que para el bicentenario sobrepasaría los 33 millones, llegando para el año 2050 a más de 39 millones, como se muestra en la Figura 11. Asimismo, se observa que el número de varones será menor al de mujeres, pues para el

2020 se preveía que, por cada 100 mujeres, habría 98 hombres, con una tendencia decreciente.



*Figura 11.* Población peruana. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019.

Si se observa la composición por edad de la población peruana en la Figura 12, se puede observar que la población adulta tuvo un incremento considerable, mientras que la población joven se fue homogeneizando, proyectando para el año 2030 una distribución similar entre los rangos de edades entre los 0 a 19 años. Por su lado, la población adulta tiende a incrementar debido a que la población del país se encuentra envejeciendo, mientras que la tasa de fecundidad se encuentra disminuyendo, llegando a 2.3 hijos por mujer en el quinquenio 2015-2020, y la esperanza de vida se está incrementando (INEI, 2019).



Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática-Boletín de Análisis Demográfico N° 38.

Figura 12. Distribución de la población peruana Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019.

**Esperanza de vida.** Con respecto a la esperanza de vida, en promedio la población peruana entre los años 2015 a 2020 vivirá 76.5 años, siendo la expectativa de las mujeres superior a la de los hombres. A continuación, en la Figura 13. se muestra la esperanza de vida por sexo de la población peruana.

**PERÚ: ESPERANZA DE VIDA AL NACER POR SEXO,  
2010 - 2050**

QUINQUENIO	TOTAL	HOMBRE	MUJER
2010 - 2015	75.2	72.6	77.7
2015 - 2020	76.5	73.7	79.2
2020 - 2025	77.2	74.5	79.8
2025 - 2030	77.8	75.2	80.3
2030 - 2035	78.3	75.7	80.8
2035 - 2040	78.9	76.3	81.4
2040 - 2045	79.4	76.8	81.9
2045 - 2050	79.8	77.2	82.3

Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática-Boletín de Análisis Demográfico N° 38.

Figura 13. Esperanza de vida al nacer Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019.

**Matrimonios.** Con respecto a los matrimonios, en el Perú se dan aproximadamente 249 por día, mientras que se tienen un aproximado de 44 divorcios

diarios, observándose un incremento con el paso de los años (INEI, 2019). Y se puede detallar en la Figura 14 como también en la Figura 15 de la siguiente manera:



*Figura 14.* Matrimonios peruanos. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019.



*Figura 15.* Divorcios en Perú. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019.

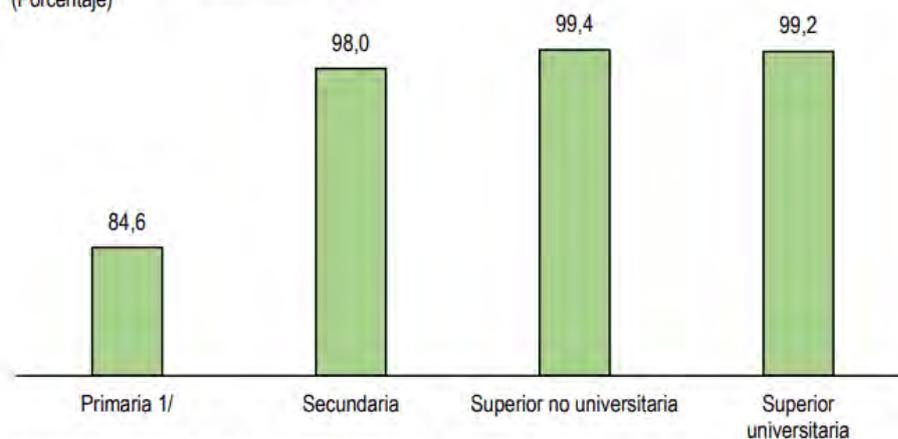
**Tasa de desempleo.** Por último, la tasa de desempleo en Lima metropolitana en el año 2019 bajó de 6.7% a 6.6%, con respecto al registrado al año pasado. De acuerdo al reporte de desempleo, las mujeres vendrían a formar la mayor parte de la población

desempleada (RPP, 2020). Sin embargo, debido a la pandemia que actualmente se encuentra atravesando el país, la situación probable es que esta tasa se incremente durante el 2020.

#### 1.5.4 Factores Tecnológicos.

Actualmente, los cambios tecnológicos y la innovación se caracterizan por su velocidad y el impacto de estos factores en una empresa son muchas, pues tiende a mejorar a la competencia, mejoran los procesos, generan nuevas oportunidades de negocio, entre otros. Entre las variables a ser considerados para analizar estos factores se encuentra la inversión en innovación, uso de tecnologías de información, desarrollo de comunicaciones, uso de internet, número de patentes, aplicaciones multimedia, soluciones informáticas, entre otros (D'Alessio, 2008). Si se analizan los datos de Perú, de acuerdo con el INEI (2019), al tercer trimestre del 2019, 94% de los hogares tiene al menos una tecnología de información y comunicación, un 1% más con respecto al año 2018. De igual manera, se puede resaltar que el acceso en los hogares es diferenciado, y depende también del nivel de educación de los jefes de familia, como se ilustra en la Figura 16.

**Perú: Hogares que acceden a las Tecnologías de Información y Comunicación, según nivel de educación del jefe de hogar**  
Trimestre: Julio-Agosto-Septiembre 2019 P/  
(Porcentaje)



1/ Incluye sin nivel, inicial y educación básica especial.  
P/ Preliminar.

*Figura 16.* Hogares con acceso a tecnología de información y comunicación. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019.

**Acceso a telefonía fija.** Con respecto a la telefonía fija, el acceso de Lima Metropolitana a este servicio es mayor que en el caso del resto urbano y el rural, alcanzando un 45.2% el 2019, el cual descendió si se compara con el año 2018. Esta reducción deviene por el acceso a la telefonía móvil de la población, por lo que ya no es necesario de un teléfono fijo (INEI, 2019). Tal como se detalla en la Figura 17

**Perú: Hogares que tienen telefonía fija, según área de residencia**

Trimestre: Julio-Agosto-Septiembre 2018 y 2019

(Porcentaje)

Área de residencia	Jul-Ago-Sept 2018	Jul-Ago-Sept 2019 P/	Variación (Puntos porcentuales)
<b>Total</b>	<b>24,4</b>	<b>21,9</b>	<b>-2,5</b>
Lima Metropolitana	51,8	45,2	-6,6
Resto urbano 1/	17,2	16,0	-1,2
Área rural	0,5	0,7	0,2

1/ No incluye Lima Metropolitana.

P/ Preliminar.

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

*Figura 17.* Hogares con acceso a telefonía fija. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019.

**Acceso a telefonía móvil.** A diferencia de lo que sucede con la telefonía fija, el acceso a la telefonía móvil se incrementó en un 1% con respecto al año 2018.

Asimismo, en promedio, en un 92% de los hogares existe al menos un miembro que tiene un teléfono celular, siendo Lima el de mayor porcentaje, seguido por el resto urbano y el área rural (INEI, 2019) como se puede detallar en la Figura 18.

**Perú: Hogares que tienen telefonía móvil, según área de residencia**  
 Trimestre: Julio-Agosto-Septiembre 2018 y 2019  
 (Porcentaje)

Área de residencia	Jul-Ago-Sept 2018	Jul-Ago-Sept 2019 P/	Variación (Puntos porcentuales)
<b>Total</b>	<b>91,0</b>	<b>92,0</b>	<b>1,0</b>
Lima Metropolitana	94,1	95,0	0,9
Resto urbano 1/	94,9	94,8	-0,1
Área rural	79,0	81,7	2,7

1/ No incluye Lima Metropolitana.

P/ Preliminar.

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

*Figura 18.* Hogares con acceso a telefonía móvil. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019.

**Acceso a una computadora.** De acuerdo a datos tomados en 2018 y 2019, el porcentaje de acceso a una computadora en promedio se encuentra en 33.7% a nivel de Perú, y tuvo un descenso con respecto al año 2018, y un 39.3% tiene acceso a internet (INEI, 2019). Esto es ilustrado en la Figura 19 de la siguiente manera:

**Perú: Hogares con acceso a Computadora e Internet, según área de residencia**  
 Trimestre: Julio-Agosto-Septiembre 2018 y 2019  
 (Porcentaje)

Área de residencia	Jul-Ago-Sept 2018		Jul-Ago-Sept 2019 P/		Variación absoluta (Puntos porcentuales)	
	Computadora	Internet	Computadora	Internet	Computadora	Internet
<b>Total</b>	<b>36,4</b>	<b>33,9</b>	<b>33,7</b>	<b>39,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>5,4 ***</b>
Lima Metropolitana	57,1	60,4	48,0	60,6	-9,1	0,2
Resto urbano 1/	38,8	30,9	39,1	41,3	0,3	10,4 ***
Área rural	6,5	2,9	5,9	4,8	-0,6	1,9 ***

\* Existe diferencia significativa, con un nivel de confianza del 90%.

\*\* La diferencia es altamente significativa, con un nivel de confianza del 95%.

\*\*\* La diferencia es muy altamente significativa, con un nivel de confianza del 99%.

1/ No incluye Lima Metropolitana.

P/ Preliminar.

*Figura 19.* Hogares con acceso a computadora e internet. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019.

**Acceso a internet.** En promedio, el 59.8% de la población peruana mayor de 6 años tenía acceso a internet durante 2019, más que el año 2018 (INEI, 2019). Se puede visualizar en la Figura 20.

**Perú: Población de 6 años y más que hace uso de Internet, según área de residencia**  
 Trimestre: Julio-Agosto-Septiembre 2018 y 2019  
 (Porcentaje del total de población de 6 años y más de edad de cada área de residencia)

Área de residencia	Jul-Ago-Sept 2018	Jul-Ago-Sept 2019 P/	Variación (Puntos porcentuales)	
<b>Total</b>	<b>56,6</b>	<b>59,8</b>	<b>3,2</b>	<b>***</b>
Lima Metropolitana	77,5	80,1	2,6	***
Resto urbano 1/	59,7	63,1	3,4	***
Área rural	18,7	22,5	3,8	***

\* Existe diferencia significativa, con un nivel de confianza del 90%.

\*\* La diferencia es altamente significativa, con un nivel de confianza del 95%.

\*\*\* La diferencia es muy altamente significativa, con un nivel de confianza del 99%.

1/ No incluye Lima Metropolitana.

P/ Preliminar.

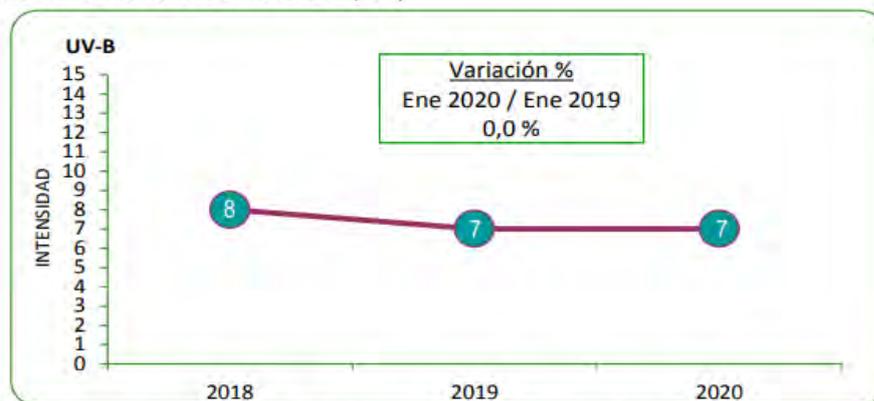
*Figura 20.* Población de seis años a más con acceso a internet. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2019.

### 1.5.5 Factores Ecológicos.

Recientemente la importancia de estos factores aumentó sustancialmente, muchas instituciones luchan por conservar los recursos y preservar el ecosistema del planeta, y esto influye en las operaciones de muchas organizaciones de acuerdo a la industria. Entre las variables que se tienen que considerar para analizar estos factores se encuentra la protección del medio ambiente, preservación de recursos no renovables, cultura de reciclaje, manejo de desperdicios y desechos, conservación de energía, amenaza de desastres naturales, deterioro de la capa de ozono, entre otros (D'Alessio, 2008). Con respecto al Perú, el país ha hecho uso insostenible de sus recursos medioambientales, renunciando a la calidad del ambiente, recursos naturales, acrecentando la pobreza e impactando negativamente en la salud de muchos ciudadanos (Gonzales, 2019).

**Radiación Ultravioleta.** El índice de radiación ultravioleta no sufrió un incremento durante el año 2020 y se mantuvo en un valor máximo de 7 (considerado un índice de nivel de riesgo moderado para la salud, el mismo valor que se tuvo durante el año 2019 (INEI, 2020) como se puede ilustrar en la Figura 21.

CIUDAD DE LIMA: ÍNDICE DE RADIACIÓN ULTRAVIOLETA, SEGÚN MÁXIMO MENSUAL  
Mes: Enero 2018-2020  
Índice de radiación Ultravioleta (IUV)



Fuente: Servicio Nacional de Meteorología e Hidrología (SENAMHI) - Dirección General de Investigación y Asuntos Ambientales.  
Elaboración: Instituto Nacional de Estadística e Informática.

Figura 21. Radiación ultravioleta en Lima. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2020.

**Calidad del aire.** Con respecto a la calidad del aire, se disponen de estos datos en el área de Lima Metropolitana, pues el Servicio Nacional de Meteorología e Hidrología del Perú (SENAMHI) se encarga de monitorear los valores de calidad en 10 estaciones en todo Lima. De acuerdo a estos datos, en enero de 2020, en la zona de Lima Este se registró un valor superior al máximo de Material Particulado en la zona de San Juan de Lurigancho, y un valor diario de ozono troposférico superior al máximo en la estación del Campo de Marte. Con respecto a las otras variables de la calidad del aire, el INEI (2020) menciona que los valores se encontraron dentro de los rangos permisibles.

**Emergencias naturales.** Con respecto a las emergencias naturales, se tienen de dos tipos, los naturales (provocados por el medio natural) y antrópicos (provocados por el ser humano). De acuerdo a la data del INEI (2020), los fenómenos naturales sufrieron un incremento en 50.2% entre el 2018 y el 2019; mientras que los fenómenos antrópicos un 22.6%. Esto se detalla en la Figura 22.

Mes: Diciembre 2018/ Diciembre 2017  
Emergencias

Tipo de fenómeno	Emergencias			Daños producidos Diciembre 2019		
	Diciembre 2018	Diciembre 2019 P/	Variación % 2019 / 2018	Afectados P/	Heridos P/	Hectáreas de cultivo destruidas P/
<b>Total</b>	<b>504</b>	<b>734</b>	<b>45,6</b>	<b>1 383</b>	<b>8</b>	<b>31</b>
<b>Fenómenos naturales</b>	<b>420</b>	<b>631</b>	<b>50,2</b>	<b>1344</b>	<b>3</b>	<b>31,0</b>
Lluvias intensas	25	308	1 132,0	764	-	3,7
Deslizamiento	6	65	983,3	14	1	6,4
Granizadas	4	64	1 500,0	154	-	20,3
Inundación por desborde de río	-	51	...	243	-	-
Vientos fuertes	46	49	6,5	88	-	0,7
Derrumbe cerros	1	28	2 700,0	-	-	-
Huacos	3	28	833,3	4	-	-
Inundación por desborde de canales	3	12	300,0	64	-	-
Temporales (vientos con lluvias)	-	11	...	6	-	-
Tempestades eléctricas	1	7	600,0	7	2	-
Heladas	98	4	-95,9	-	-	-
Navadas	-	2	...	-	-	-
Reptación	-	1	...	-	-	-
Sismos	1	1	0,0	-	-	-
Sequia	227	-	...	-	-	-
Descenso de temperatura	3	-	...	-	-	-
Marejada	1	-	...	-	-	-
Otros de geodinámica externa	1	-	...	-	-	-
<b>Fenómenos antrópicos</b>	<b>84</b>	<b>103</b>	<b>22,6</b>	<b>39</b>	<b>5</b>	<b>0,0</b>
Incendios urbanos	67	75	11,9	39	5	0,0
Derrumbe vivienda	-	12	...	-	-	-
Derrumbe estructural general	-	6	...	-	-	-
Incendios forestales	15	5	-66,7	-	-	-
Otros	-	3	...	-	-	-
Contaminación ambiental, atmosférica	-	1	...	-	-	-
Déficit hídrico	-	1	...	-	-	-
Contaminación ambiental (agua)	1	-	...	-	-	-
Incendio industrial	1	-	...	-	-	-

Figura 22. Fenómenos naturales y antrópicos. Tomado del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2020.

**Ley Ambiental.** Actualmente, en el Perú se encuentra vigente la Ley 28611-Ley General del Ambiente, la cual faculta al estado de diseñar y aplicar políticas, normas, incentivos, sanciones e instrumentos necesarios para garantizar el cumplimiento de responsabilidades de naturaleza ambiental (Gonzales, 2019).

### 1.5.6 Factores Legales.

Estas se relacionan con los factores legales, y forman las reglas a las que cualquier empresa se tiene que someter si quiere operar en la legalidad. Entre las variables se encuentran la legislación laboral, la legislación arancelaria, la legislación medioambiental, las leyes internacionales, entre otros (D'Alessio, 2008). En el escenario de la compañía está supeditada a un Impuesto paralelo o aparte del Impuesto General a las Ventas (IGV) con el cual se viene desarrollando hace décadas atrás y que en la actualidad presenta una tendencia variable constante. Se trata del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC).

Según la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (SUNAT) es un impuesto indirecto que, a diferencia del IGV, solo grava a determinados bienes; es decir, es un impuesto específico. Una de sus finalidades es desincentivar el consumo de productos que generan externalidades negativas en el orden individual, social y medioambiental, como por ejemplo las bebidas alcohólicas, cigarrillos y combustibles. Otra finalidad del ISC es atenuar la regresividad del IGV al exigir mayor carga impositiva a aquellos consumidores que objetivamente evidencian una mayor capacidad contributiva por la adquisición de bienes suntuosos o de lujo, como por ejemplo la adquisición de vehículos automóviles nuevos, agua embotellada, bebidas rehidratantes, energéticas, entre otras. Desde el año 2018, dicho impuesto ha venido generando constantes variaciones que vienen afectando directamente al Precio de Venta al Público, en este mismo periodo la compañía consideró como una decisión arbitraria y sorpresiva por parte del gobierno el incremento de dicho impuesto. De esta manera, esta norma afectaba el ingreso de casi 400 mil bodegueros donde esas ventas de bebidas de bajo contenido alcohólico representaban más del 30% de sus ingresos, disponiendo aumentos en la tasa del ISC a las bebidas alcohólicas. Así, las bebidas que tengan entre 0 y 6 grados de concentración de alcohol se mantienen el ISC de S/ 1.25 por litro producido y se eleva de 30% a 35% la tasa al valor según precio de venta al público.

Para el 2019, la norma excluía a las cervezas al sistema mixto para determinar un solo monto específico por litro de S/. 2.25. Según el Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de la Reserva del Perú, 2019c) el cambio en el ISC sobre las cervezas aumentaría el gravamen sobre variedades de menor valor, las cuales habrían estado pagando S/ 1,25 en el sistema mixto que se ha eliminado y pasarán a pagar S/ 2,25 por litro. Las cervezas de mayor contenido alcohólico como las artesanales podrían verse beneficiadas pues dado su mayor valor, pasarían de pagar S/ 2,50 o más por litro a

pagar S/ 2,25 por litro. Esto se detalla en el cuadro de Principales Cambios del ISC según la Figura 23.

PRINCIPALES CAMBIOS EN EL ISC			
	Previo	Reforma 2018	Reforma 2019
<b>Vehículos nuevos a gasolina</b>			
<i>Livianos</i>			
Hasta 1 400cc			5%
De 1 400cc a 1 500cc	0%	10%	7,50%
De 1 500 a más			10%
Convertidos a gas			0%
<i>Motocicletas</i>			
Hasta 125cc	0%	10%	5%
Más de 125cc			10%
<b>Vehículos nuevos a Diésel</b>			
Livianos	10%	20%	Sin cambios
<b>Otros Vehículos nuevos</b>			
Híbridos a gas y eléctricos y Pick-Ups	10%	0%	Sin Cambios
<b>Vehículos usados</b>			
Híbridos y eléctricos (incluye motos)	0%	10%	40%
Resto	30%	40%	
<b>Cerveza (el impuesto es por litro. PVP= Precios de Venta al Público sin IGV)</b>			
De 0° a 6°	max(S/ 1,25; 30% PVP)	max(S/ 1,25; 35% PVP)	S/ 2,25 por litro
De 6° a 12°	max(S/ 2,50; 25% PVP)	max(S/ 2,50; 25% PVP)	
<b>Bebidas alcohólicas distintas a cerveza</b>			
De 0° a 6°	max(S/ 1,25; 30% PVP)	max(S/ 1,25; 35% PVP)	max(S/ 1,25; 20% PVP)
De 6° a 12°	max(S/ 2,50; 25% PVP)	max(S/ 2,50; 25% PVP)	
De 12° a 20°	max(S/ 2,70; 30% PVP)	max(S/ 2,70; 30% PVP)	Sin cambios
Más de 20°	max(S/ 3,40; 25% PVP)	max(S/ 3,40; 40% PVP)	
<b>Bebidas no Alcohólicas</b>			
Hasta 0,5 g/100ml de Azúcar		17%	12%
de 0,5 g/100ml a 6 g/100ml de Azúcar	17%	17%	17%
Más de 6 g/100ml de Azúcar		25%	25%

Figura 23. Principales cambios en el ISC. Tomado del Banco Central de la Reserva del Perú, 2019.

Con estas imposiciones una compañía puede tomar la opción de trasladar el precio hacia el consumidor en un 10% en todas las cervezas del portafolio a excepción de las presentaciones de 1 litro. El impuesto afecta en mayor medida a las cervezas de precios bajos. En contraste, las premium se ven favorecidas al tener que pagar menos impuestos que antes. De igual manera Sáenz añadió que las cervezas premium y las artesanales, las cuales tienden a ser las más caras y llevar un mayor grado de alcohol, ahora tendrán que pagar menos impuestos, siendo ahora el monto S/ 2.25 en lugar de S/ 2.50.



y la gerencia se encuentran miembros del directorio, accionistas, gerentes, entre otros, cuyas responsabilidades se establecen en el gobierno corporativo, a partir de la cual se fijan los objetivos de la empresa, las estrategias a seguir para lograrlos, y los indicadores claves para medir el desempeño de la corporación (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico-OCDE, citado en Flores y Rozas, 2008).

Entre los derechos de los accionistas de empresas y corporaciones se encuentran el tener acceso a la información de la corporación, votar en asambleas, designar miembros del directorio y ser partícipes en las utilidades de la empresa (Flores y Rozas, 2008). Entre las empresas de la industria cervecera analizados, se observó que, en efecto, se respetan los principios de un gobierno corporativo bien establecido en la empresa, y se tienen entre los principales cargos de responsabilidad, tanto a directores como empresas. De igual manera, entre las principales funciones de los miembros del directorio se encuentran dirigir la estrategia y aprobarla, fijar objetivos, supervisar y controlar las buenas prácticas, entre otros (Bavaria, 2018; Backus, 2018; Ab Inbev, 2020). Como otras de las funciones de los miembros del directorio, también poseen derechos de votos para nominar a posibles candidatos, proponer vacancias, sucesión, cese de directores, entre otros, sustentados adecuadamente en un reglamento propio de la corporación (Backus, 2018; Ab Inbev, 2020).

A continuación, en base a la composición de la administración de empresas líderes de la industria cervecera a nivel internacional y nacional, se procederá a describir la composición de los miembros del directorio y la plana gerencial de la industria. En la composición del directorio se puede observar que entre los nombres de los miembros de las empresas analizadas no se observó un grado de consanguineidad. De igual manera, entre los directores se encuentran miembros independientes, e incluso se llega a estipular un número mínimo designado para estos. Asimismo, con el objetivo de que el

plantel de directores sea diverso, se promueve la inclusión de mujeres dentro de los miembros de la junta directiva, práctica que empezaron a adoptar las empresas de la industria cervecera internacional y nacional analizadas. (Backus, 2018, 2020; Ab Inbev, 2020)

Así también, entre los miembros del directorio se encuentran personas con un perfil balanceado considerando tanto educación, experiencia, trayectoria y habilidades. Por ejemplo, se observó que, entre los miembros de la junta directiva de una empresa cervecera líder a nivel mundial, entre sus integrantes se encontraban principalmente personas de distintas nacionalidades, provenientes de países como Brasil, Italia, Estados Unidos, Alemania, Colombia, entre otros. De igual manera, se puede apreciar que todos los miembros del directorio son personas con gran experiencia profesional, con cargos de importancia y con poder de decisión en la misma corporación o en otra también de gran relevancia. Además, entre las calificaciones académicas, los miembros son profesionales egresados de universidades de prestigio e incluso algunos llegan a ostentar cargos dentro de estas instituciones a la par de desempeñar sus labores como miembros del directorio. Por último, como parte de la formación educativa realizada por los integrantes del directorio, todos poseen estudios de posgrado también en universidades de prestigio, adquiriendo conocimientos y especializándose en los campos en donde se desempeñan (Backus, 2018, 2020; Ab Inbev, 2020).

Asimismo, adicional a los miembros del directorio, las empresas tienen también una plana gerencial, y los profesionales que se encuentran en estos cargos son aquellos a los que los miembros del directorio les confían la administración de la empresa. con respecto a la conformación de la plana gerencial de las empresas de la industria cervecera, se puede observar que algunos miembros del directorio comparten también un cargo gerencial. De igual manera, como se observó con anterioridad en el caso del

directorio, los miembros de la gerencia cuentan con gran experiencia profesional habiendo previamente ocupado cargos de jefatura y dirección de personas. Así también, son profesionales egresados de universidades con especializaciones académicas en sus respectivas áreas de interés y desempeño (Backus, 2018, 2020; Ab Inbev, 2020).

### **1.6.2 Marketing**

Esta es el área que se encarga de satisfacer las necesidades de los consumidores y es la responsable de las decisiones de los productos que ofrece la empresa, promoción, punto de venta y precio (D'Alessio, 2008). Entre las empresas líderes del mercado cervecero peruano se tiene a Backus al tener una participación importante en el mercado cervecero, es importante resaltar que una de sus marcas principales es Cristal, que durante el año 2019 llegó a representar el 43% del volumen total de ventas de Backus (Backus, 2020). Durante el año 2019, Cristal aprovechó el contexto del mundial en el 2018 para poder hacer uso de conceptos vinculados a la selección peruana en su comunicación fomentando así la peruanidad (Backus, 2019a). Por otro lado, Pilsen también es otra importante marca del portafolio de Backus que usa el concepto de amistad para posicionarse en el mercado cervecero y a inicios del año 2019 con la campaña “Por la amistad, todo”, buscó reforzar aún más su posicionamiento como la cerveza de la amistad (Backus, 2020). Por último, cabe mencionar a la marca conocida de Backus, que es Cusqueña, que en el año 2019 busco posicionarse como una cerveza con selectos ingredientes para paladares exigentes con el concepto “Hecho de maestría” (Backus, 2019a). AJE por su parte, con su cerveza Tres cruces, ha buscado posicionarse como una cerveza Premium y ahora con la adquisición por parte de la holandesa Heineken N.V. dueños de la marca Heineken, buscan incrementar su participación que solo representa menos del 4% del mercado total (Gestión, 2020).

### **1.6.3 Operaciones**

Esta es el área que se encarga de la producción de de los bienes y productos de la empresa. Esta área involucra gran parte de la inversión (75%), recursos humanos (80%), y costos (85%), de acuerdo a Wickham Skinner, mencionado en D'Alessio (2008), el proceso estratégico y la administracion estrategica. Asimismo, de acuerdo a D'Alessio, (2004) (citado en D'Alessio, 2008), es el área que gestiona las 7 M: materiales, mano de obra, maquinarias, métodos, medio ambiente, mentalidad y moneda. En el caso de la industria cervecera peruana, actualmente se cuentan con plantas industriales en Ate, Motupe, Arequipa, Cusco, San Juan, San Matero y Maltería, y también se tienen activos como terrenos, maquinarias y equipos (Backus, 2020; Backus, 2019a). De igual manera, en la industria, debido principalmente a esfuerzos realizados a la innovación comercial, muchos procesos se adecuaron, logrando potenciar los procesos de planificación de ventas y operaciones, convirtiéndolo en un foro interfuncional de toma de decisiones basadas en el entendimiento de la demanda futura, capacidad de servicio e impacto financiero (Álvarez, Arce, Ayllón, Cojal y García, 2015). Adicional a ello, la plataforma de compras de empresas del sector centró sus esfuerzos en integrarse a una plataforma global, lo que permitió mejoras, brindando una atención más personalizada a los clientes (Álvarez et al., 2015). Por último, en la industria actualmente se está logrando automatizar algunas plantas, con el objetivo que cumplir las operaciones de la industria con mayor eficiencia (Álvarez et al., 2015).

### **1.6.4 Recursos Humanos**

De acuerdo con D'Alessio (2008), el recurso humano es el activo más valioso de toda empresa, más impredecible y de mayor volatilidad, permitiéndole a la organización lograr sus objetivos. Debido a ello, es indispensable conocer muy bien las competencias de este recurso, sus relaciones y en especial la cultura organizacional que, en conjunto,

los empleados llegan a formar, y que es indispensable para la implementación del plan estratégico. De igual manera, de acuerdo a Perea (2006) para una correcta gestión de los recursos humanos una empresa tiene que tener bien implementados los procesos de captación, habilitación, calificación y potenciación del personal. A continuación, se procederá a mencionar las características encontradas en el recurso humano de las empresas cerveceras.

En la composición de empleados de la industria, se tienen los siguientes cargos: ejecutivos, funcionarios, empleados y operarios. Con respecto a la proporción de cada cargo, se observó que en mayor porcentaje se encuentran los empleados y operarios, llegando a abarcar entre ambos más del 90% del personal. Referente a los funcionarios, estos vienen a ser poco más del cinco por ciento, mientras que los ejecutivos son menos del uno por ciento. (Backus, 2020, 2019a).

De igual manera de acuerdo a la encuesta de reputación empresarial MERCO 2019, una empresa cervecera se encuentra en el primer puesto como la mejor empresa donde trabajar en el Perú, por sobre todas las empresas en territorio nacional (Merco, 2019). De forma similar, la empresa cervecera referente en el Perú actualmente dispone de programas de nuevos talentos, llegando a realizar en el año 2019 programas de talento comercial logístico y manufactura, enfocados a empoderar a jóvenes talentos (Backus, 2020). Así también, en otras empresas de la industria de bebidas alcohólicas se observó que se promueve la diversidad e inclusión de personas, de diferentes nacionalidades de alrededor del mundo, con un énfasis en lograr la igualdad de género y la comunidad LGBTQ+(Ab Inbev, 2020).

### **1.6.5 Finanzas**

De acuerdo con D'Alessio (2008), esta área es la encargada de conseguir los recursos económicos y demás en el momento en el que se le soliciten, cumpliendo estos

de acuerdo a la cantidad, calidad, especificaciones y costos requeridos. Es esta área la que estima el riesgo financiero, el costo de oportunidad, los préstamos y demás variables inherentes a toda oportunidad de negocio que se presente ante la empresa. Los datos considerados para el análisis financiero fueron las de una empresa referente de la industria cervecera peruana hasta diciembre de 2018, pues desde esta fecha se realizaron las proyecciones para el cálculo de la capitalización bursátil de la empresa. Con respecto a la liquidez de la empresa, si se analiza el índice de liquidez general, este es equivalente a 0.55 en el año 2018, y a 0.70 el año 2017, esta reducción del indicador de liquidez general significa que la corporación analizada ahora tiene menos recursos sin usar. Asimismo, el efectivo de la empresa disminuyó de 1136 millones a 382 millones para el año 2018, siendo 10 millones correspondiente a caja y fondos fijos, y unos 372 millones a cuentas corrientes. De igual manera, si se analiza la liquidez de la empresa durante los últimos años y se obtienen la siguiente Figura 25.



*Figura 25.* Evolución de la liquidez de la empresa analizada durante los últimos 10 años.

Se puede observar que, con el tiempo, la liquidez de la empresa fue disminuyendo, alcanzando su valor más bajo el año 2018 y su tendencia es a aminorar su valor conforme pasan los años (hubo un decrecimiento desde el 2009). Esto indica que los recursos económicos de la empresa están siendo más utilizados durante los

últimos años y que la deuda a corto plazo tiende a crecer en comparación de los activos corrientes. Si se procede a analizar los otros indicadores como el apalancamiento financiero, el ROE, ROA, prueba ácida, entre otros, se obtienen los siguientes resultados, ilustrados en la Tabla 1, correspondientes a los valores de los estados financieros auditados del año 2018.

Tabla 1

*Ratios financieros de la empresa analizada del año 2018*

<i>Ratios financieros</i>	
La razón de liquidez	0.55
La prueba ácida	0.50
La razón de endeudamiento contable tradicional	1.90
La razón de endeudamiento financiera	0.74%
La rotación de inventarios en días (RI)	58
La rotación de cuentas por cobrar en días (RCC)	18
La rotación de cuentas por pagar en días (RCP)	228
El ciclo de conversión de efectivo	-152
El retorno sobre efectivo	9.67%
El retorno sobre patrimonio	81.05%

Con respecto a las fuentes de financiamiento de la empresa, para el año 2018, la deuda total financiera asciende a 73.4 millones de soles, los cuales se encuentran repartidos entre el BBVA Banco Continental, el Banco de Crédito del Perú, el Scotiabank, Interbank y Relsa Perú S.A. Lo explicado con anterioridad, junto con el tipo de bienes, la tasa de interés y el año se resume en la siguiente Figura 26.

<u>Entidad</u>	<u>Tipo de bienes</u>	<u>Tasa de interés</u>	<u>2018</u> S/000	<u>2017</u> S/000
BBVA Banco Continental	Terreno en Cajamarca, montacargas y mejora de almacenes	6.16%	11,639	20,676
Banco de Crédito del Perú	Terreno en Satipo	6.10%	4,563	5,096
Scotia Bank	Montacargas y vehículos ligeros	6.70%	137	810
InterBank	Montacargas	6.45%	1,805	2,591
Relsa Perú S.A.	Vehículos	8.00%	9,731	9,426
BBVA Continental	Vehículos	6.45%	10,856	17,837
Banco de Crédito del Perú	Vehículos	7.40%	34,699	38,928
Total del pasivo			73,430	95,364
Menos: porción no corriente			( 57,366)	( 73,716)
Porción corriente			16,064	21,648

Figura 26. Tipo de bienes y tasa de interés de diferentes entidades financieras. Tomado de PWC, 2019.

De acuerdo a la memoria anual del año 2018 de la empresa analizada, se han realizado operaciones en el mercado Forex, a partir de la compra y venta de moneda extranjera con contratos forwards de 418.8 millones de dólares y 3.8 millones de euros. Asimismo, mantiene unos contratos con *commodities* de aluminio y maíz con fines no especulativos cuyos montos son de 13.7 millones de dólares y 54.7 millones de dólares respectivamente. Por su lado, si se identifican los impuestos destinados por la empresa analizada durante el año 2018, estos suman en total s/ 3,021.6 millones de soles, monto que se divide como se muestra en la Tabla 2. Por último, si se analizan los dividendos pagados durante el año 2018, se tiene en total un monto de S/. 2,264,709 millones de soles y un capital social de S/. 780.72 millones de soles repartidos en tres tipos de acciones: una de inversión y dos comunes (A y B).

Tabla 2

*Impuestos destinados por la empresa analizada en el año 2018*

<u>Tipo de impuesto</u>	<u>Monto (en millones de soles)</u>
Impuesto selectivo al consumo por la venta de productos	S/ 2,084.40

Impuesto General a las Ventas	S/ 707.90
Impuesto a la Renta de la tercera categoría	S/ 185.40
Pago de aranceles	S/ 0.10
Impuesto por Transacciones Financieras	S/ 1.20
Impuesto a la Renta de quinta categoría	S/ 42.50

---

### **1.6.6 Sistemas de Información**

Este es el área que brinda soporte para la toma de decisiones de las demás áreas (administración, marketing, finanzas, operaciones, recursos humanos, entre otros), y se caracteriza por tener la capacidad de retroalimentar a la organización y replantear la estrategia para facilitar el cumplimiento de los objetivos empresariales (D'Alessio, 2008). Con respecto al software que se utiliza los sistemas de información, la empresa analizada tiene implementado el sistema SAP, el cual es un software muy potente que permite la interacción de usuarios autorizados con información en tiempo real de varias áreas de la empresa (Álvarez et al. 2015). De igual manera, gracias al SAP, el área gerencial puede generar reportes e informes que sustentan y facilitan la toma de decisiones (Álvarez et al., 2015).

### **1.6.7 Tecnología**

Esta área es la responsable de desarrollar nuevos productos, mejorar los procesos, perfeccionar la calidad de los servicios y productos de la empresa, automatizar procesos y aumentar la competitividad de la organización en el mercado (D'Alessio, 2008). Particularmente, en la empresa analizada, con el área de tecnología e innovación, busca siempre estar a la vanguardia de nuevas tecnologías y automatizar procesos, siendo esta área de la empresa una muy dinámica y con personal constantemente capacitado en la implementación de nuevas tecnologías (Álvarez et al., 2015).

## 1.7 Matriz FODA

Como parte de la investigación realizada, se realizó un análisis de las Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas (FODA) de la empresa. Este análisis permite identificar aquellos factores de la industria que permiten aprovechar y mejorar aspectos tanto internos como externos de la organización. Las fortalezas y debilidades hacen referencia a factores internos de la empresa estudiada, mientras que las oportunidades y amenazas son relativos a factores externos de la misma.

### ***Fortalezas.***

La empresa líder en la industria cervecera en el Perú tiene como principal fortaleza el tener una planta de distribución y producción que cubren su cuota de ventas en el país, así como el poder tener beneficios legales para poder tener control del 95% del mercado nacional.

***Debilidades.*** Entre sus debilidades se tiene que en el Perú se tiene una capacidad operacional baja en comparación con otros competidores a nivel latinoamericano. Adicionalmente, la empresa líder en el país está inmersa en la economía peruana y es vulnerable a cambios financieros, como una devaluación del sol respecto a monedas como el euro y el dólar, lo que sería vital en caso la empresa decida exportar. Asimismo, Finalmente, una debilidad resaltante es que la empresa líder en el Perú tiene una cartera de inversiones en acciones de poca importancia en comparación con otras empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

***Oportunidades.*** La principal oportunidad de negocio de la empresa es el hecho de que es un monopolio en la industria cervecera en el país y tener la posibilidad de poder comenzar a exportar a otros países e ingresar a mercados aún más grandes a nivel internacional. Este factor es clave para comprender la gran expansión que tiene la industria sobre todo en el Perú.

**Amenazas.** La mayor amenaza que tiene la empresa líder en el mercado es la posibilidad de que una empresa extranjera ingrese al mercado cervecero peruano para competir. Dada su debilidad de tener una planta pequeña en comparación con otras extranjeras, un cambio radical en la legislación de importaciones cerveceras podría exponer a esta empresa a una gran amenaza.

Otra amenaza es una crisis económica provocado por fuerzas externas que están fuera del control de la empresa (como una potencial pandemia) y que pueden ocasionar desempleo en la población, lo que ocasiona menos ingreso y por ende menos consumo de cerveza. Una crisis económica también abarca a los socios estratégicos de empresas del rubro, como son sus canales de venta, es decir, los bodegueros, los autoservicios, entre otros, que, al tener menos venta, tienen menos liquidez, que puede conllevar a tener problemas de pago con los bancos y como consecuencia, no comprarían los productos de la industria cervecera. Es importante tomar en cuenta estos factores que pueden afectar de forma significativa a la empresa.

### **1.8 Análisis de las cinco Fuerzas de Porter**

El análisis de las fuerzas del entorno de Michael Porter nos permite comprender el poder que tiene una empresa cervecera líder respecto a sus principales *stakeholders*. Este análisis comprende (a) el poder de negociación con proveedores, (b) el poder de negociación con clientes, (c), los potenciales nuevos ingresantes al mercado, (d) los potenciales sustitutos y (e) la rivalidad de los competidores. A continuación, se describen las fuerzas previamente mencionadas.

**Poder de negociación con proveedores.** El poder de negociación con los proveedores de los insumos básicos como la malta, el lúpulo y la cebada es alto debido a la negociación que hace la cervecería como Grupo y que por ejemplo los costos de los insumos que se cotizan con precios internacionales, la empresa lo obtiene con

cotizaciones al precio local, lo que le protege de variaciones de tipo de cotización y tipo de cambio (PCR, 2017).

***Poder de negociación con clientes.*** El poder de negociación de los clientes es bajo ya que la empresa líder del mercado cervecero, al concentrar el 99% del mercado, se considera un monopolio que no es supervisado por ninguna institución o no hay leyes que mejoren las condiciones favorables que tiene en la actualidad. Por lo que, a raíz de estas condiciones el poder de negociación con los compradores es bajo. Por ejemplo, cuando se aprobó el alza del impuesto selectivo al consumo, la empresa en mención incrementó el precio en 10% (La República, 2019) y pese a ello, lidera el mercado, esto debido principalmente a la lealtad de los consumidores a las marcas.

***Potenciales nuevos ingresantes.*** Hay una fuerte barrera de entrada de nuevos competidores principalmente por la participación de mercado en el Perú que maneja la empresa líder en la categoría de cervezas que según El Comercio (2017) se estima en un 99% de participación, es decir se encuentra consolidado en el mercado peruano. Ejerce el liderazgo debido a que tiene un gran portafolio de marcas, gran capacidad productiva, comercialización de marcas en distintas regiones de manera segmentada y una cadena de suministros eficiente (PCR, 2017).

Por otro lado, las marcas del portafolio de la empresa líder en el mercado cervecero se encuentran entre las más valoradas por los peruanos, liderando Cristal y Pilsen, es decir que la lealtad a las marcas de este grupo es muy fuerte, con lo que la competencia tendría una barrera alta para competir con la empresa líder del sector. (Infomarketing, 2018). De igual manera, los altos impuestos que el gobierno impone a la industria hizo que muchas empresas incrementen su precio en un 10% (Correo, 2019) por lo que esto afecta a nuevos competidores que tendrían que manejar mucha eficiencia en sus costos para competir. Este incremento del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)

perjudicaría a las empresas más pequeñas del sector porque tendrían que pagar más impuestos y para ello su competitividad se perjudica.

**Potenciales sustitutos.** Los productos sustitutos de la cerveza serían el ron, el tequila, el pisco, entre otras, así como también las bebidas alcohólicas adulteradas, los cuales se encuentran en menor precio. Sin embargo, la cerveza es la principal bebida alcohólica preferida de los peruanos. Según RPP (2019) un peruano consume 46 litros cada año, unas seis cajas de botellas de 12 botellas de 630 mililitros, lo que hace que la amenaza de los productos sustitutos sea baja.

**Rivalidad de los competidores.** Después de la compra de SABMiller por AB InBev en el año 2016 y de la fusión en 2006 con las Compañías Cervecera del Sur del Perú S.A., Corporación Backus y Johnston S.A., Backus & Johnston Trading S.A. (Memoria Anual de Backus, 2018), Backus se consolidó como la líder en el mercado con un 99% de participación en el mercado y el 1% solo se encuentra compuesto por Tres Cruces (AJE), las cervezas artesanales y los productos sustitutos según El Comercio (2017). Pese a tener poca participación de mercado la competencia es alta, ya que AJE enfrenta a Backus con estrategias de mercadeo fuertes como promociones agresivas de precio para lograr mayor participación de mercado.

De lo mencionado con anterioridad, se puede concluir que la industria cervecera tiene muchos años en el Perú (la empresa más influyente de esta industria en el mercado nacional tiene más de 100 años), y tiene un amplio poder económico y gran demanda por parte del consumidor peruano. Adicional a ello, en años recientes la empresa referente de la industria pasó a formar parte de Ab Inbev, el grupo cervecero más grande a nivel global, lo cual incluso mejoró las fortalezas que ya tenía y el valor de la acción siguió una incrementándose, especialmente las de inversión. Con respecto al contexto externo, el mercado peruano en la actualidad, pese a su buen desempeño durante años

recientes, se encuentra sufriendo las consecuencias de una pandemia, la cual afectó a casi todos los países del globo, pero especialmente al Perú, siendo el país más impactado en Latinoamérica. Esto va a tener efectos negativos en los ingresos de la industria cervecera peruana, y es un factor que no se encuentra en control de la industria, pero que se puede atenuar con las estrategias adecuadas. Con respecto a los proveedores, clientes, nuevos ingresantes, competidores y potenciales sustitutos, la empresa analizada posee una gran ventaja sobre ellos, al tener casi un monopolio en el mercado, y pertenecer al grupo cervecero más grande e importante a nivel global.

Por su lado, de acuerdo al análisis interno de la industria realizado con anterioridad, las empresas referentes pertenecientes al mercado cervecero se encuentran administrada por profesionales con amplia experiencia profesional, validados con estudios de posgrado y su experticia en la industria. Con respecto al marketing, se puede observar que los productos y marcas más exitosos son las bebidas alcohólicas, las cuales tuvieron un incremento de valor y en demanda en años recientes; sin embargo, las bebidas no alcohólicas tuvieron un decremento y un bajo desempeño. En cuanto a las operaciones, la empresa referente de la industria cuenta con plantas industriales en Ate, Motupe, Arequipa, Cusco, San Juan, San Mateo y Maltería, con muchos procesos automatizados para una mejor eficiencia en la producción. En el área financiera, la empresa analizada invirtió durante el año 2018 debido a que el indicador de liquidez general disminuyó entre los años 2017 y 2018; y entre sus *ratios* financieros se destaca el ciclo de conversión de efectivo, con 152 días a favor de la corporación, y una razón de endeudamiento financiero de 0.74%, con deudas financieras bajas en proporción a sus pasivos. De igual manera, de acuerdo a los estados financieros del 2018, gran parte de los pasivos financieros se encuentran en vehículos y parte de los demás en terrenos y maquinaria. Con respecto al área de Recursos Humanos, la empresa analizada tiene

programas de voluntariado y capacitación para su personal, y fue galardonada como la mejor empresa en donde trabajar en el Perú. Por último, en las áreas de Sistemas de información y tecnología, la empresa referente de la industria cervecera peruana tiene procesos automatizados que trabajan en sinergia con las operaciones y la producción de sus productos, con el sistema SAP implementado en la empresa, y siempre a la vanguardia de nuevas tecnologías.



## Capítulo II: Problema Clave

**Exoneración de responsabilidad.** El siguiente capítulo contiene información obtenida de fuentes fiables y de acceso gratuito. Las menciones realizadas a empresas particulares o específicas son únicamente con fines académicos sin intención de divulgar información que pueda ser confidencial o sensible.

### 2.1. Identificando el problema

El problema clave que muchas empresas poseen y de la cual la empresa analizada no se hace exenta es el valor que la empresa considera que tiene y su contraste con el valor real de la empresa en el mercado bursátil. Esta diferencia es importante pues permite identificar lo que el mercado valora y que puede estar sobre o subvalorado por la propia empresa y con ello poder tener insumos para tomar decisiones y maximizar el valor de la empresa o resaltar lo que el mercado busca de la misma. Con lo cual la razón de este trabajo de tesis se enfoca estimar el valor de la acción de una empresa referente de la industria cervecera peruana, teniendo en cuenta la variabilidad del precio de la acción en la Bolsa de Valores, la subjetividad que hay de por medio para calcularlo, y añadiendo el contexto de la pandemia del COVID 19, para que con ello la empresa tenga mayores insumos al momento de ajustar su propia valoración y tomar decisiones que optimicen la misma. Para ello, en este capítulo se procederá a explicar de forma concisa el comportamiento histórico de los tres tipos de acción: (a) las de inversión, (b) las comunes clase A, y (c) las comunes clase B. El identificar el valor que le otorga el mercado a la empresa analizada y contrastarlo con el determinado teóricamente permitirá a la empresa y a los accionistas tomar mejores decisiones, tales como tomar una posición corta o larga en el tema de inversiones para su crecimiento y obtención de beneficios.

**Comportamiento histórico de la acción.** En referencia al comportamiento que poseen las acciones, la empresa analizada posee tres tipos: a) las de inversión, b) las acciones comunes clase A, y c) las acciones comunes clase B. En la Figura siguiente se muestra la evolución del valor de estos tres tipos de acciones entre enero del 2016 hasta julio de 2020.

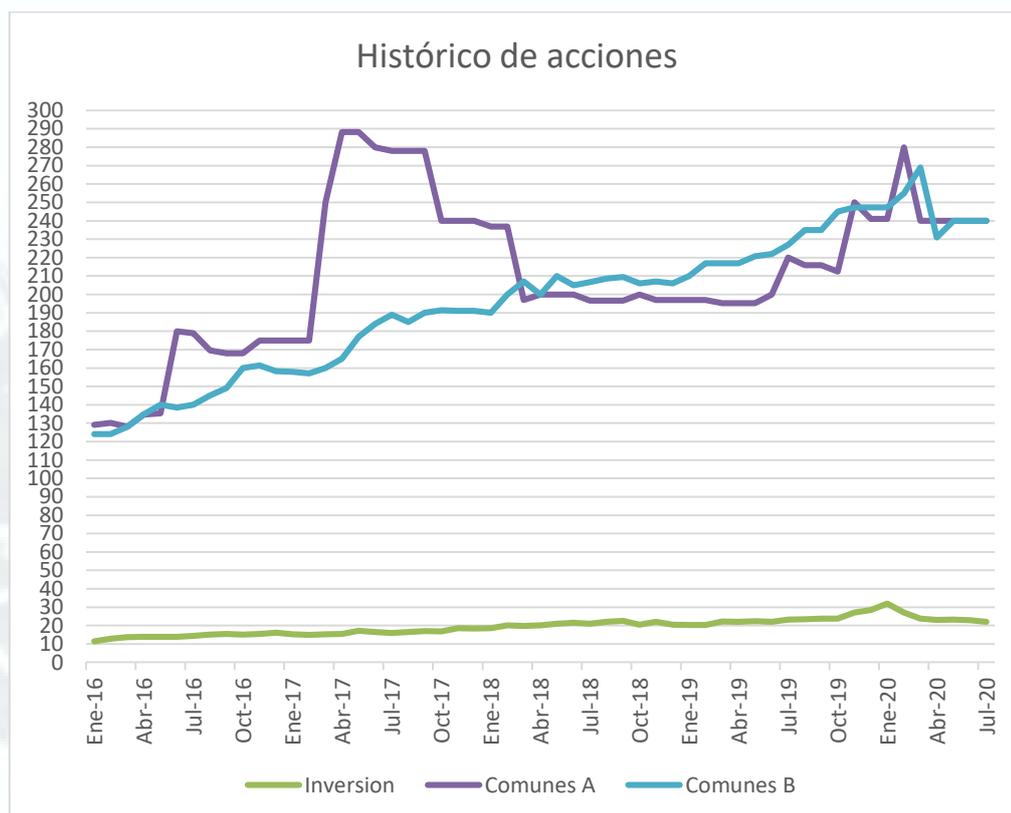


Figura 27. Valoración de las acciones de la empresa analizada

Se puede observar que, respecto a las acciones de inversión, el valor promedio de la acción fue de S/ 11.50 a finales del mes de enero del 2016, y comenzó el año 2020 con un valor de acción promedio de S/ 30.70, lo cual representa un incremento del 167% en un período de 4 años. Sin embargo, debido a efectos de la pandemia del COVID 19, el valor de la acción de inversión sufrió un decremento sorpresivo, disminuyendo su valor en un 28%, llegando a ser S/ 22.10 en julio de 2020. A continuación, en la siguiente Tabla se muestra el incremento anual, considerando el valor de la acción a fines de enero de 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 y julio de 2020.

Tabla 3

*Variación de las acciones de inversión de la empresa analizada.*

Período	Acción de inversión	% DE VAR.
Ene-16	11.5	
Ene-17	15.31	33.13%
Ene-18	18.5	20.84%
Ene-19	20.3	9.73%
Ene-20	30.7	51.23%
Jul-20	22.1	-28.01%

Se observa en la tabla que el mayor valor porcentual de incremento se dio en el año 2019, en donde el valor de la acción se incrementó en 51.23%, pero en general, esta tuvo un incremento continuo. De igual manera, se puede observar que el valor de la acción disminuyó en 16.63% de diciembre de 2019 a marzo de 2020. En referencia al incremento del valor de las acciones comunes tipo A, se puede observar también que se incrementaron 87 puntos porcentuales en los cuatro años de análisis realizado. A continuación, en la tabla siguiente se muestra el incremento anual, con el mismo criterio con el que se realizó el análisis de las acciones de inversión.

Tabla 4

*Variación de las acciones comunes tipo A de la empresa analizada.*

Periodo	Acciones comunes A	% DE VAR.
Ene-16	129.1	
Ene-17	175	35.55%
Ene-18	236.96	35.41%
Ene-19	197	-16.86%
Ene-20	240.97	22.32%
Jul-20	240	-0.40%

En la tabla mostrada se puede ver que el mayor incremento porcentual se realizó durante el período 2016-2017, mientras que el menor incremento porcentual fue entre el 2018 y 2019, pero se puede afirmar que, en los últimos cuatro años, el valor de las acciones comunes del tipo A se incrementaron. De igual manera, debido al COVID 19, entre enero y julio la acción común tipo A tuvo un ligero decremento, mucho menor a las acciones del tipo inversión, debido a que las comunes tipo A son menos líquidas y tienen un menor volumen de negociación. Adicionalmente, se aprecia que las acciones comunes tipo B, incrementaron su valor en 99% en el mismo período de cuatro años. En la Tabla 5 se muestra el porcentaje de variación por año de ambas acciones utilizando el criterio aplicado anteriormente.

Tabla 5

*Variación de las acciones comunes tipo B de la empresa analizada.*

Período	Acciones comunes B	% DE VAR.
Ene-16	124.1	
Ene-17	158	27.32%
Ene-18	190	20.25%
Ene-19	210	10.53%
Ene-20	247.35	17.79%
Jul-20	240	-2.97%

En la tabla mostrada, se observa que la empresa tuvo un incremento en el valor de las acciones y que la mayor variación porcentual tuvo lugar durante el año 2016-2017. De igual manera, se puede observar que desde enero a julio del año 2020 el valor de la acción tuvo un decremento en un 2.97%, debido a efectos del COVID 19. Esta disminución en el valor de la acción fue, al igual que en el caso de las acciones comunes A, menor que la disminución del valor de la acción de inversión debido probablemente a que no es una acción líquida y tiene un bajo volumen de negociación en la bolsa.

## 2.2. El problema clave

***Subjetividad de la capitalización bursátil.*** Al hablar de capitalización bursátil se observa que es una medida que señala el valor total de una empresa de acuerdo al precio que presente el mercado. En otras palabras, es la suma de todas las acciones que una empresa cotiza en la Bolsa de Valores. (BVL, 2019, citado en Vargas, 2019). Ahora bien, la subjetividad al momento de calcular la capitalización bursátil recae básicamente al momento de estimar el riesgo país. Como se sabe, para determinar el riesgo de una región geográfica, hay muchos factores a tener en cuenta, como políticos, sociales y

económicos, y las clasificadoras de riesgo realizan un análisis y señalan el grado de riesgo crediticio de esta región, convirtiéndolas en variables numéricas, las cuales posteriormente se promedian en base a la metodología de cada clasificadora. Asimismo, debido a la subjetividad al momento de obtener el riesgo país, los resultados de este análisis influyen mucho en la percepción de los inversionistas y acreedores (Vargas, 2019).

**Problema central.** Debido a que, en la actualidad, el precio de la acción en la bolsa de la empresa analizada es un valor proporcionado por analistas expertos, y supone un valor subjetivo, el problema de determinar a cuánto asciende la capitalización bursátil de la empresa y el valor de la acción de inversión es constante y se planteará como el problema central a resolver en esta tesis, considerando dos escenarios: una economía afectada por el COVID 19, y un mercado en condiciones normales.

## Capítulo III: Revisión de Literatura

En el presente Capítulo se revisará las fuentes literarias que se consideraron pertinentes sobre lo que son valorizaciones y la gran variedad de métodos que se consideran en la actualidad, con sus respectivas ventajas y desventajas que presentan en su aplicación. Por otro lado, en este Capítulo se desarrollará el tema de consultoría, en el que se presentará los diferentes conceptos de acuerdo a diversos autores, se explica para qué se hace una consultoría, se detalla las clases de consultoría que hay, requisitos para escoger una empresa de consultoría y finalmente cuál es el procedimiento que se debe seguir entre una consultora y una empresa.

### 3.1. Mapa de Literatura

A continuación, se presentan dos mapas de literatura: uno correspondiente a la valorización empresarial, y la otra acerca de consultoría, de acuerdo a los diversos autores y fuentes literarias encontradas.

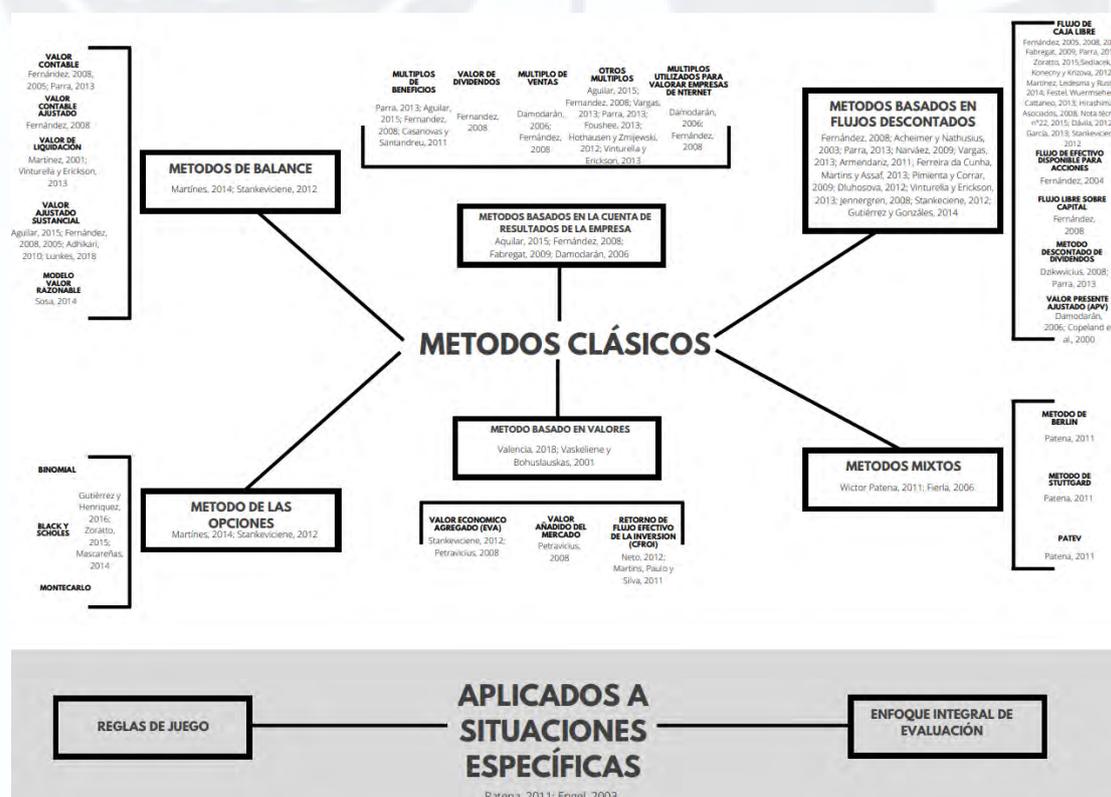


Figura 28. Mapa de literatura de valorización empresarial.

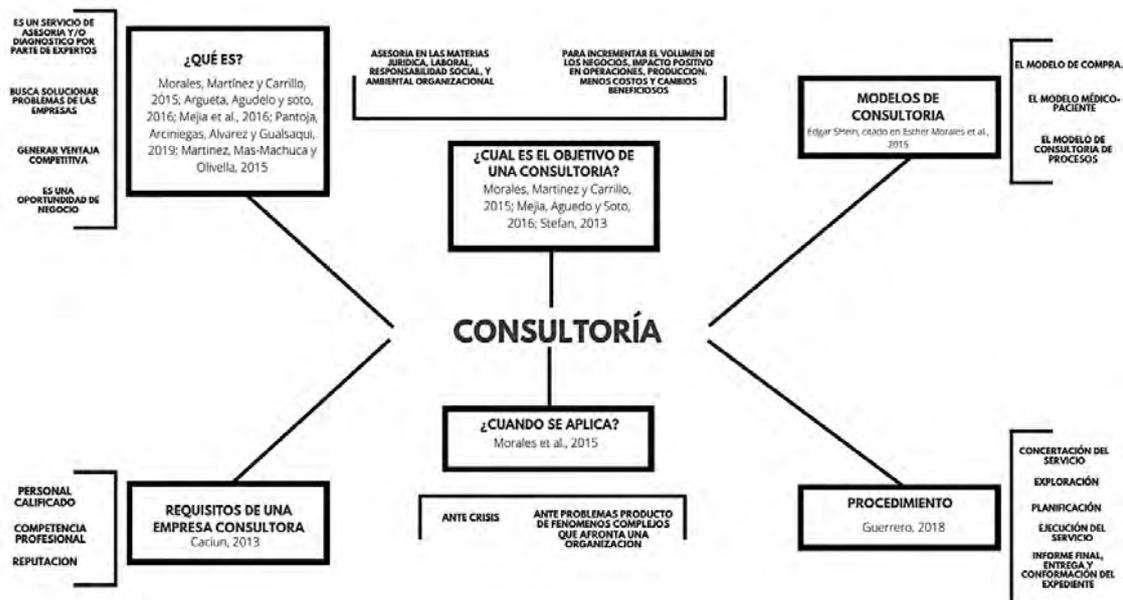


Figura 29. Mapa de literatura de consultoría.

## 3.2. Revisión de literatura

### 3.2.1. Valorización de empresas

En 2008, Pablo Fernández afirmó que el valor de una empresa puede entenderse como una percepción tanto por parte del comprador como del vendedor sobre una empresa, por lo que la valorización es el procedimiento que permite cuantificar el valor de una empresa y transformarlo en un dato numérico y comparable en el mercado. De ello se desprende que un comprador siempre tratará de obtener el mayor beneficio, por lo que el valor de la empresa para él será probablemente menor al que el vendedor estima, y esta diferencia se da básicamente porque el valor de un bien es subjetivo y depende de la percepción. Por su parte, para el vendedor posiblemente algunos activos sean sumamente importantes y primordiales, por lo que para él éstos incrementarán el valor de la empresa; sin embargo para el comprador no necesariamente estos activos adicionan valor a su compra e incluso de acuerdo a su criterio el valor de los intangibles sea primordial al momento de decidir invertir su dinero o no, pues la valoración es un proceso complejo en donde incluso aquellos valores que no se pueden medir influyen en

el valor que se le dará a la empresa (Dos Santos, 2018). De igual manera, el valor que tiene una empresa depende en gran medida de las percepciones del futuro de la misma, su entorno, contexto macroeconómico, la estabilidad del país, economías de escala, entre otras (Fernández, 2008), por lo que no resulta tan sorprendente que se tengan diversos métodos de valoración con diversos criterios, algunos tratando de ser más objetivos que otros, pero no llegando a eliminar completamente la subjetividad al momento de realizar la estimación del valor.

Según indicó Montero (2011), entre las razones que se tiene para hacer una valoración se encuentran las fusiones o adquisiciones que vaya a tener la empresa, el cambio de accionistas o separación de uno de ellos por conflictos, el incremento de capital y la participación en el mercado de valores. Narváez (2009) mencionó que la valoración es el poder utilizar datos numéricos para lograr medir un objetivo futuro, por ello con respecto al propósito de realizar una valoración y su utilidad, Fernández (2008) sostuvo que con dicha valoración se puede conocer el precio máximo que un inversionista estaría dispuesto a pagar, así como el precio mínimo a aceptar para la empresa. Asimismo, es posible realizar una estimación del valor de las acciones de la empresa, qué productos son esenciales e incrementan el valor de la misma, realizar comparaciones con otras del mercado, decidir fusiones, adquisiciones o ventas de la misma, identificar los *value drivers*, las fuentes de destrucción y creación de valor, entre otros beneficios. Se debe tener en cuenta que existe una diferencia entre el valor de una empresa y un precio. Mientras el valor se obtiene después de un proceso técnico con aspectos objetivos y subjetivos, el precio es un hecho definitivo, un número (Montero, 2011) y para Armendáriz (2012), el precio es el valor de la transacción que un comprador y un vendedor para realizar una operación de compra y venta.

Pese a la gran importancia que tiene el cuantificar el valor de la empresa, la estimación del valor de una compañía no va a ser igual para cada evaluador, pudiendo llegar a variar entre evaluadores. Ello se ve reflejado en la opinión de Adhikari (2010), el cual indicó que, de acuerdo a los métodos de valorización utilizados, los resultados pueden llegar a diferir bastante entre ellos, y no es inusual ver variaciones tan desproporcionadas como de tres a uno o de cinco a uno. Básicamente depende de los métodos utilizados y de los criterios asumidos por cada evaluador, por lo que conocer las familias de métodos y su aplicación es esencial para poder realizar una valorización adecuada. Para Armendariz (2012), existen diferentes clases de valor. En primer lugar, menciona al valor de mercado como el valor del día de hoy si la empresa cotiza en bolsa. En segundo lugar el valor intrínseco, que es el valor de los flujos de caja futuros que la empresa promete. Por su parte, en tercer lugar, el valor realizable es el valor referido generalmente a determinados elementos del activo fijo o circulante la empresa, con el fin de aumentar los flujos futuros, de modo que valga más.

Según Montero (2011), el proceso de valoración debe seguir el proceso siguiente. En primer lugar, hay que conocer a la empresa y su cultura organizacional, sobre quiénes son sus autoridades, sus operaciones, sus políticas, saber cómo resuelven sus problemas a nivel administrativo. Asimismo, hay que conocer a los administradores y saber qué experiencia tienen en el cargo que ocupan; así también, al valorizar una empresa es importante conocer la situación actual de negocio, su entorno, su competencia, su historia y qué factores lo afectan, así como el conocer hacia dónde va la empresa, cuáles son sus expectativas de crecimiento, tanto a nivel económico, de productos y de mercados y después de analizar los puntos anteriores, se debe concluir con una valoración de lo analizado (Montero, 2011).

Como se menciona líneas arriba para Montero (2011), cuando se determina el valor es probable que los analistas financieros no concuerden porque esta valoración puede incluir aspectos subjetivos, sin embargo, los resultados no pueden variar mucho porque manejan la misma información de partida (Montero, 2011). A partir de ello se pueden establecer dos clases de valoraciones: Valoración estática, que indica que el valor de la empresa depende del valor del patrimonio neto; y valoración dinámica, en la que esta valoración depende de la rentabilidad que se pueda tener de la empresa (Montero, 2011).

### **3.2.2. Métodos de valoración**

Al hablar de métodos, se tienen muchos y éstos son agrupados de forma diferente por diversos autores. Por ejemplo, Stankeviciene (2012) consideró que los métodos para valorizar una empresa se pueden diferenciar en cuatro grupos: los basados en *ratios* financieros, los de flujo de caja, los métodos basados en valores y el método de retorno de flujo de efectivo de la inversión (CFROI). Por su parte, Wiktor Patena (2011) los divide en cuatro grupos diferentes a los de Stankeviciene, los cuales son los métodos basados en ingresos, los métodos basados en activos, los métodos comparativos y el método de las opciones reales. De igual manera, Engel (2003) los agrupa en dos grandes familias: los clásicos, que vendrían a ser aquellos que pueden aplicarse independientemente de lo que se requiera en la evaluación; y el dirigido específicamente a ciertas situaciones. Damodarán (2006), los divide en 3 grandes grupos: los de flujo de caja descontado; en donde se encuentran todos los métodos que consideran flujos de caja proyectados; valoración relativa, los cuales estiman el valor de los activos en base a una variable de la compañía, que puede ser los ingresos por ventas, el valor contable, entre otros; y la valoración contingente, que es un método muy parecido a las opciones utilizadas en los mercados de divisas, pero aplicados en

empresas y activos reales. Una vertiente adicional es la de Rodríguez (2011) que busca realizarlo desde el área financiera - contable en donde se permite usar la información contable con el principio devengado con el objetivo de la valoración de empresa.

Todos estos métodos, por más variados que sean sus nombres, tienen en común que se basan en activos o en ingresos, en valores comparables a los cuales se multiplica por un factor para estimar el valor de la compañía, o en opciones (Patena, 2011). De igual manera, Damodarán (2006) indicó que los 3 principales factores más importantes a tener en cuenta al momento de valorizar son el sesgo del analista, la incertidumbre y la influencia de la tecnología, independientemente del método que se use. En nuestro caso, debido a la gran variedad de nombres que se encontró en la revisión de literatura, se consideró que existen dos grandes familias de métodos: los clásicos (usualmente utilizado por los valuadores de compañías), y los aplicados a ciertas situaciones financieras (estos métodos usualmente los utilizan los denominados emprendedores, o “*business angels*” (Festel, Wuermseher y Cattaneo, 2013). En la familia de los clásicos se encuentran los métodos de balance, los métodos de cuenta de resultados, los de flujo de caja, los métodos de opciones reales, los métodos mezclados o mixtos y los métodos basados en valores. En la familia de los métodos aplicados a ciertas situaciones específicas, se consideraron dos métodos: los de valorización integral y el denominado “reglas de juego” (Festel et al., 2013).

Con respecto a los criterios utilizados al elegir un método u otro, o la combinación de éstos con el fin de realizar las estimaciones del valor de una compañía, se tienen recomendaciones de diversas asociaciones y sociedades ( citadas en Patena, 2011) como la *ASA* (Sociedad Americana de tasadores, por sus siglas en inglés), la *IBA* (Instituto de tasadores de negocios, por sus siglas en inglés), la *AICPA* (Instituto Americano de Contadores Públicos Certificados) y la *NAVCA* (Asociación Nacional de

Analistas Certificados en Valuación, por sus siglas en inglés). *La ASA* recomienda que la elección del método a utilizar debe de provenir de evaluación y análisis del profesional y aconseja utilizar de preferencia más de un método de valoración. Por su lado, la *IBA* aconseja al evaluador tener un sustento, adicional a su subjetividad, para escoger o rechazar uno o más de los métodos. Así también, de acuerdo al *AICPA*, es preferente que se considere tres métodos para la estimación del valor de una empresa, y adicionar los costos de liquidación involucrados en la etapa final del ciclo de vida de la compañía. Por último, la *NAVCA* indicó que, de preferencia, un evaluador debe de saber escoger de acuerdo a un criterio ideal para la empresa a la que se encuentra analizando, y decidir si es más conveniente utilizar la combinación de dos métodos o más. No obstante, con todas las observaciones de distintas asociaciones internacionales, Viktor Patena (2011) indicó que el verdadero problema es el rango de valores a considerar por el evaluador.

**3.2.2.1. Métodos clásicos o más comunes.** De acuerdo con Engel (2003), estos métodos son los que se pueden utilizar independientemente de lo que se requiera con la evaluación, sin embargo, queda a criterio de cada evaluador cuál utilizar, dependiendo del estado de la empresa y su entorno. En esta familia, se consideró la división realizada por Fernández (2008): los métodos de balance, cuenta de resultados, mixtos o mezclados, flujos de caja descontados, basado en valores y opciones reales. Cada uno de los métodos mencionados con anterioridad utilizan diferentes criterios y consideraciones con el objetivo de estimar el valor de una empresa, siendo unos más complejos que otros. Todos los incluidos en esta gran familia tienen mucha literatura, y diversas opiniones, siendo aconsejados por varios autores, o criticados por otros, como se explicará a continuación.

**Métodos de balance.** Estos métodos no tienen en cuenta la evolución de la empresa, por lo que la analiza de forma estática, sin realizar proyecciones o estimaciones futuras; es por ello que este método se basa principalmente en el valor contable de la empresa, centrándose en el patrimonio. De acuerdo con Martínez (2001) y a Lakstutė y J. Stankevičienė (2012), éste es de los métodos más sencillos que hay, pero debido a su sencillez no considera algunos factores y depende mucho de los cálculos contables, por lo que se recomienda que si se quiere utilizarlos sea al inicio del análisis (Lakstutė & Stankevičienė, 2012).

**Valor contable.** Se puede calcular a partir de la diferencia de los activos que posee la empresa y de los pasivos de esta (Fernández, 2004; Parra, 2013; Pereyra, 2008). Asimismo, Fernández (2008) indicó que este método se basa en los valores contables de la compañía, lo que se encuentra básicamente en los libros de contabilidad, a partir de los cuales se puede analizar a una empresa, pero de acuerdo a una perspectiva determinada, mientras que el valor de las acciones de la empresa prioriza otro enfoque, el de las expectativas. Complementando esto, Parra (2013) indicó que, pese a ser un método práctico, entre los puntos negativos de este sistema de valorización, se tiene que fue pensado para ser utilizado en zonas en donde la inflación no altera el valor de los inventarios y los activos fijos. Asimismo, el mismo autor indicó que si bien se trata de corregir los defectos de este método adicionando, en ciertas ocasiones, un prima al valor del patrimonio contable, esta queda al final supeditado a la subjetividad del evaluador, por lo que no es adecuado la utilización de este método al valorizar empresas. Por último, Pereyra (2008) y Mileti, Barra y Fanucci (2004) también coincidieron con los autores mencionados con anterioridad, indicando que el margen de subjetividad siempre estará presente en este método.

*Valor contable ajustado.* Trata de corregir los posibles errores que se pueden cometer al estimar el valor contable de una empresa en base a sus activos y pasivos del libro de los libros contables, al multiplicar sus valores por un factor y ajustarlos a su valor de mercado (Mileti, Berri y Fanucci, 2004). Sin embargo, de acuerdo con Fernández (2008), pese a tratar corregir el valor contable, no se logra enmendar totalmente sus deficiencias. Asimismo, Parra (2013) resaltó que, si bien este valor es multiplicado por un factor, este depende del criterio del evaluador, lo que subjetiviza más este método de valoración, fallando también en ignorar el potencial que tiene los activos de la empresa.

*Valor de liquidación.* Como su mismo nombre lo indica, este método trata de estimar el valor que tendría una empresa si es que se liquida en el momento en el que se realiza la valoración. Se calcula asumiendo que la empresa vende todos sus activos y cancela todas sus deudas incluidas los costos de liquidación, es decir, al patrimonio neto ajustado se le descuenta los gastos inherentes al momento de liquidar la empresa, como las indemnizaciones, gastos fiscales, liquidación de los empleados, etc. Por su parte, Martínez (2001) recomendó este método preferentemente a empresas que piensan liquidarse, por lo que se puede desprender que esta metodología debe aplicarse a una empresa que no que piensa seguir funcionando, como lo recomendaron Vinturella y Erickson (2013).

*Valor ajustado o sustancial.* De acuerdo con este método trata de recrear cuánta inversión se tendría que hacer si es que crea otra empresa igual a la que se está evaluando (Aguilar, 2015; Fernández, 2008). Fernández (2004; 2008) indicó que lo mejor para realizar este cálculo es no asumir el valor de los bienes que tiene la empresa que esta no usa en la actividad productiva como terrenos, por ejemplo. De igual manera,

Fernández (2008) reconoció que el valor ajustado se podría dividir en tres tipos, los cuales se mencionan a continuación:

- *Valor sustancial bruto*. Vendría a ser el valor de los activos de la empresa, pero ajustados a precio del mercado.
- *Valor sustancial neto*. Como su mismo nombre lo indica, implica el descontar al valor sustancial bruto las deudas exigibles de la empresa.
- *Valor sustancial bruto reducido*. Es el valor sustancial bruto menos la deuda sin costo que tiene la empresa.

Con respecto a los métodos mencionados con anterioridad, Fernández (2008), señaló que debido a los principios en los que se rigen los métodos de balance, que son básicamente los montos estipulados en los libros contables, el valor del mercado nunca se va a asemejar al valor de una empresa estimado usando los métodos de balance. Para sustentar esta afirmación, realizó un análisis del valor contable de las bolsas española, alemana y estadounidense (ver Figura 30), y claramente se puede observar que desde 1993, la media y el crecimiento de los valores contables quedaron rezagados frente al precio de la acción.

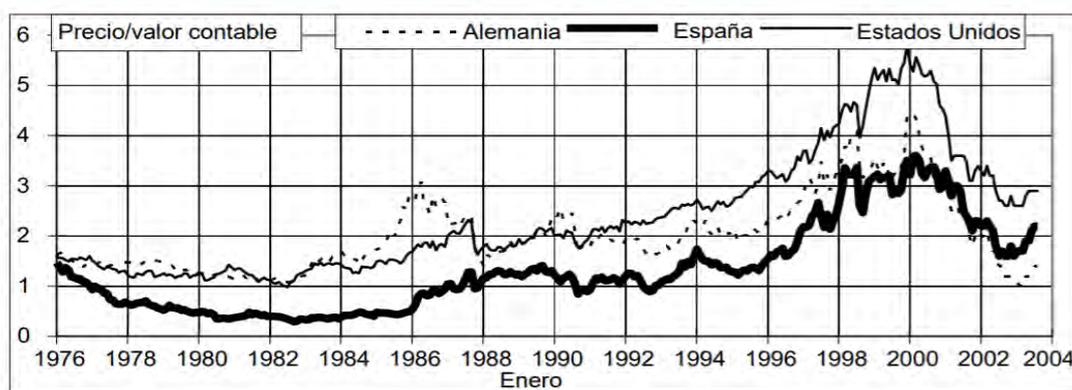


Figura 30. Precio de la acción sobre valor contable en Alemania, España y Estados Unidos. Tomado de “Métodos de Valoración de Empresas”, de Morgan Stanley, citado en Fernández, 2008.

Asimismo, cabe señalar que de acuerdo a la clasificación que mencionó Adhikari (2010) el valor contable, el valor contable ajustado y el valor de liquidación de los activos podrían ser considerados también como métodos de valoración utilizando activos, y puede producir una gran variedad de resultados. Esto se debe básicamente a que por un lado el valor de la acción de una empresa depende, entre otros factores, de las expectativas y la especulación; mientras que, por el otro, los métodos de balance no consideran esta variable. Sin embargo, la ventaja que representa este método es su facilidad de cálculo, pero una desventaja encontrada por el estudio de Elías, Borgert, Borgert y Lunkes (2018) sugirió que distintas empresas elaboran sus estructuras de costos y gastos de formas diferentes de acuerdo a la coyuntura y estrategia de la empresa, por lo que los cálculos de valorización de empresas utilizando estas metodologías contables podría diferir entre empresas incluso del mismo sector.

Por su lado, Sosa (2014) adicionó un método más a los métodos contables, que es el modelo de valor razonable, el cual será explicado a continuación.

*Modelo de valor razonable.* Según mencionó Sosa (2014) el valor razonable el precio al que se vendería un activo en una transacción realizada en el mercado principal o el más ventajoso. Este modelo permite que los activos y pasivos sean fijados no con precios históricos, sino que sean traídos a precios que se pagarían el día de hoy de forma hipotética, es decir sus precios de mercado. Esto permitirá que estén vigentes en el mercado actual con condiciones vigentes (Sosa, 2014). Sosa (2014) indicó que existen tres enfoques de valoración bajo modelo de valor razonable: el enfoque de mercado, el enfoque de costo y el enfoque del ingreso. En el enfoque de mercado se usa información de las transacciones que se realizan en el mercado respecto a los activos o pasivos que se está midiendo, mientras que el enfoque por costo alude al precio que reemplazaría al activo o pasivo en cuestión. Por último, el enfoque por ingresos, trae a valor presente el

flujo de efectivos futuros, considerando las expectativas presentes de ese valor (Sosa, 2014).

**Métodos basados en la cuenta de resultados de la empresa.** Estos métodos tratan de cuantificar el valor de una empresa a partir de una variable (la cual pueden ser las ventas, los ingresos, la utilidad, entre otros) a la que le multiplican por un factor que relacione la variable escogida con la valorización de la compañía (Aguilar, 2015). Por ejemplo, como nos indicó Fernández (2008), en empresas cementeras no es atípico estimar el valor de la compañía multiplicando sus ventas o su capacidad productiva anual por un factor. De acuerdo a Fabregat (2009), se puede hacer uso de un análisis comparativo entre los *ratios* de la compañía que se está evaluando frente a otras empresas parecidas y saber de antemano si vender, comprar, fusionar y otras decisiones estratégicas de relevancia. Por su lado, Damodarán (2006) indicó que debido a que se realiza de forma intuitiva al colocar un factor a una variable, se pueden cometer errores. Otro criterio a tener en cuenta es que el valor final de la empresa con estos métodos se tiene que calcular a partir de valores de activos similares en el mercado, y por ese motivo, los precios con los que se trabaje tienen que ser estandarizados y de preferencia comparar activos similares, algo difícil de realizar de acuerdo a Alanis Aguilar (2015).

**Múltiplos de beneficios (PER).** Sus siglas provienen de su nombre en inglés Iniciales de Price Earnings Ratio, y estima el valor de las acciones de la empresa a partir de multiplicar el beneficio neto anual por un número, al cual lo denominan PER (Labatut, 2003). Parra (2013) indicó que se debe de adicionar el valor de la deuda neta, ya que la empresa se encuentra afectada por éstas.

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} * \text{Beneficio} \quad (3.01)$$

De acuerdo a Fabregat (2009), un PER elevado puede significar que la empresa analizada incrementará su valor a futuro, mientras que un PER bajo significa lo

contrario, es decir, que probablemente el valor de la empresa tenga una caída a futuro. Siguiendo con esto y de acuerdo a lo que indicaron Alanis Aguilar (2015), Fernández (2008) y Parra (2013), es uno de los métodos más utilizados por los inversores, sin embargo, puede dar resultados incongruentes de acuerdo a las políticas contables de cada empresa (Casanovas y Santandreu, 2011). Por su parte, Labatut (2003) indicó que este método podría ocasionar inconvenientes al valorizar empresas que tuvieron pérdidas. Adicional a ello, Parra (2013) indicó que debido a las imprecisiones de este modelo por considerar que siempre hay beneficios y que las utilidades no fluctúan, se indica que se debe sumar un indicador para contrarrestar las fluctuaciones del valor del dinero y las utilidades, denominado VPOC, mejor conocido como el precio adicional por los factores de crecimiento de la empresa.

*Valor de los dividendos.* Este método cuantifica el valor de una empresa considerando que es el valor actual de los dividendos que un inversor espera obtener si decidiera invertir en esta compañía (Fernández, 2008). Ahora bien, en el caso de que se considere que la empresa aporta dividendos de forma constante, el valor de la compañía sería como se expresa a continuación:

$$\text{Valor de la compañía} = \frac{\text{Dividendo por acción repartido por la empresa}}{\text{Rentabilidad exigida a las acciones}} \quad (3.02)$$

La rentabilidad exigida por las acciones sería  $K_e$  (*cost of equity*) obtenida a partir del modelo CAPM.

De igual manera, al asumir que la existencia de la empresa será perpetua y nos proveerá de dividendos constantemente a futuro, el valor de la empresa vendría a ser expresado por la siguiente ecuación:

$$\text{Valor de la empresa} = \frac{\text{Dividendo por acción repartido por la empresa el próximo año}}{k_e - g} \quad (3.03)$$

En donde  $K_e$  es la tasa de descuento obtenido a través del modelo CAPM, mientras que el  $g$  es el crecimiento esperado que tendrá la empresa anualmente.

*Múltiplo de ventas.* Como su mismo nombre lo indica, este método estima el valor de una empresa en base a las ventas de esta multiplicada por un factor. De acuerdo con Damodarán (2006) este método tiene el potencial de tener menos sesgo que otros métodos de basados en la cuenta de resultados, como el de múltiplo de beneficios. No obstante, Fernández (2008) mencionó que Smith Barney realizó un análisis con empresas grandes en 22 países que demostró que en ciertos años se tuvo una relación entre rentabilidad de la acción y el ratio de precio/ventas; sin embargo, en otros años no existió ninguna. Este método estima el valor de la empresa de la siguiente manera:

$$\text{Ratio precio/ventas} = \frac{\text{Precio}}{\text{beneficio}} * \frac{\text{beneficio}}{\text{ventas}} \quad (3.04)$$

Si se observa detenidamente se podrá ver que el precio/beneficio es el PER, mientras que el beneficio/ventas se conoce también como rentabilidad sobre ventas (Fernández, 2008).

*Otros múltiplos.* Se basan en valores de empresas comparables en el mercado, a las cuales se les multiplica por un valor referencial con el objetivo de estimar el valor de la empresa evaluada (Aguilar, 2015; Fernández, 2008; Vargas, 2013; Parra, 2013; Labatut, 2003).

Asimismo, de acuerdo a Fernández (2008), los otros múltiplos utilizados son:

- Valor de la empresa/beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT).
- Valor de la empresa/beneficio antes de la amortización, intereses e impuestos (EBITDA).
- Valor de la empresa operativo.
- Valor de las acciones/valor contable.

Fernández (2008), consideró que es de suma importancia que la empresa referencial sea una comparable con la compañía que se está evaluando. Las empresas consideradas comparables, de acuerdo con Foushee, Koller y Mehta (2013) son aquellas

que compiten en los mismos mercados, tienen una tasa de crecimiento y de rentabilidad parecidos, y presentan el mismo contexto macroeconómico. Por su lado, Holthausen y Zmijewski (2012) resaltaron que los múltiplos pueden verse afectados por factores como la estructura de costos, los gastos de capital de trabajo y los requerimientos del capital, por lo que el valor obtenido a partir de esta valoración podría no ser muy exacto. Reforzando esta afirmación, se tiene a Fernández (2008) el cual realizó un estudio utilizando el método de los múltiplos para realizar la valoración de la empresa Superdiplo. Con este objetivo se realizó la comparación con cuatro empresas (Modelo, Jerónimo, Pryca y Continente) y al aplicar los métodos de múltiplos de ventas, EBIT, EBITDA, PER, entre otros, se obtuvieron los resultados que se ilustran en la Figura siguiente.

	Múltiplos de cada empresa				Valoración de las acciones (millones de euros) de Superdiplo utilizando ratios de:				
	Modelo	Jerónimo	Pryca	Continente	Modelo	Jerónimo	Pryca	Continente	Media
P/Ventas 1997	1,90	2,70	1,00	0,70	1.049	1.491	552	387	870
P/Ventas 1998E	1,60	1,90	1,00	0,60	1.441	1.711	900	540	1.148
P/BAAIT 1997	24,80	28,20	12,00	13,90	854	971	413	479	679
P/BAAIT 198E	20,10	21,50	11,40	12,90	978	1.046	555	628	802
P/BAIT 1997	29,80	42,00	20,50	27,90	810	1.141	557	758	816
P/BAIT 1998E	24,90	30,80	19,30	27,90	924	1.143	716	1.035	955
PER 1997	44,90	54,50	27,80	36,70	906	1.100	561	741	827
PER 1998E	37,60	38,40	27,70	35,50	1.289	1.317	950	1.217	1.193
P/CF 1997	33,90	36,90	14,40	17,70	932	1.014	396	487	707
P/CF19 98E	26,90	27,00	14,20	15,80	1.234	1.238	651	725	962
P/Valor contable 1998E	7,00	7,83	3,55	3,98	1.459	1.632	740	830	1.165
				Media	1.080	1.255	636	711	920

*Figura 31.* Utilización de distintos métodos de múltiplos de cuatro empresas para la estimación de valor de Superdiplo. Tomado de “Métodos de Valoración de Empresas”, Fernandez, 2008.

Teniendo en consideración que ese año el valor total de las acciones fue de 960.9 millones de euros, se puede observar que el valor individual obtenido al compararlo por cada una de las cuatro empresas difiere del valor de las acciones; sin embargo, el valor promedio es similar. Adicional a los tipos de otros múltiplos señalados con anterioridad, Parra (2013) mencionó dos adicionales: los de cotización y

los de transacción. El primer grupo se basa en estudiar a empresas que sean comparables, elegir un múltiplo y aplicar este para la valorización. El segundo depende del precio que ya pagaron por empresas con las mismas características. No obstante, de acuerdo a Vinturella y Erickson (2013), pese a posibles falencias, los múltiplos son de los métodos más recurrentes y utilizados por los inversionistas, pues solamente basta con observar el valor a partir del cual una empresa similar se vendió o el precio de su acción, para ya tener un valor referencial. Otra observación con este método es si realmente las compañías se pueden comparar, ya que no necesariamente tienen los mismos ciclos de vida, no necesariamente se dirijan a los mismos públicos, pueden tener diferente dinamismo y comportamiento en el mercado (Parra, 2013).

***Múltiplos utilizados para valorar empresas de Internet.*** Fernández (2008) resaltó que existen unos métodos que usualmente se suelen utilizar al momento de valorizar empresas de internet y que por ejemplo el banco francés utilizó al momento de valorizar las acciones de Terra en el año 2001. Estos múltiplos son precio/ventas, precio/suscriptor, precio/páginas visitadas y precio/habitante. Recientemente, debido al incremento de páginas web y empresas relacionadas al internet, este tipo de valorizaciones se empezaron a utilizar.

***Métodos basados en descuentos de flujo.*** Estos métodos estiman el valor de la empresa estimando los flujos de dinero futuros que la compañía generará durante su tiempo de actividad descontándolos con una tasa de interés proporcional al riesgo implícito de invertir (Fernández, 2008; Achleitner y Nathusius, 2003; Parra, 2013; Narváez, 2009) y también son conocidos como métodos basados en ingresos (Adhikari, 2010; Patena, 2011). Asimismo, Parra (2013), Narváez (2009) y Vargas (2013) consideraron que el valor de la empresa depende de la capacidad que tenga esta de generar flujos de caja líquidos a futuro para sus propietarios, y no necesariamente de su

capacidad de generar utilidades, pues no siempre guardan relación. Por su parte, Armendáriz (2011) mencionó que este modelo no solo ayuda a valorizar la empresa, sino que permite estimar el retorno de la inversión y saber cuál es la tasa mínima requerida para la inversión en un proyecto que añada valor a una empresa. Es decir, si no satisface la tasa mínima requerida por los inversionistas, no se invierte o se destina los recursos a otros proyectos que añadan valor. La fórmula genérica para este tipo de métodos vendría a ser expresada por la siguiente ecuación:

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+R)^t} \quad (3.05)$$

En donde:

FCF= flujo de caja

R = la tasa de interés

T = el período, que normalmente se expresa en años

Para llegar a los flujos de caja hay que proyectar y evaluar distintos indicadores o direccionadores de valor, pero que éstos pueden variar mucho a lo largo del tiempo, y con ello el análisis del flujo de caja (Ferreira da Cunha, Martins y Assaf, 2013; Gambi, Pimienta y Corrar, 2009). El crecimiento de ventas, el margen de utilidad, la estructura de capital, el riesgo financiero, las inversiones y otros direccionadores de valor deben ser cuidadosamente proyectados, pues tal como Ferreira da Cunha, Martins y Assaf lo demuestran, estos direccionadores no se correlacionan directamente con el flujo de caja por cambios en la proyección. Asimismo, cabe señalar que de acuerdo a lo que indicó Dana Dluhosova (2012) para los métodos de flujo de caja se pueden considerar varias fases de rendimiento, que pueden ser una fase, dos fases o multi fases. El número de fases se basa en las consideraciones del evaluador, por ejemplo, en el caso de una fase la consideración es que la valoración de la compañía responderá a un período con una tasa de interés y consideraciones constantes durante ese lapso de tiempo. Si se consideran

dos fases (Dluhosova, 2012), usualmente la primera fase es de un período entre cuatro a seis años, para posteriormente, en la segunda fase, considerar una duración infinita, conocido como la perpetuidad. Por su parte, Vinturella y Erickson (2013) y Jennergren (2008), indicaron que el análisis debe de hacerse en un período de 10 a 15 años y de allí prolongar las operaciones de la compañía a la perpetuidad considerando una tasa de crecimiento anual constante de  $g$ . Considerando lo mencionado con anterioridad, la fórmula descrita vendría a ser reescrita de la siguiente manera:

$$\text{Valor de la compañía} = \text{Valor 1} + \text{Valor 2} \quad (3.06)$$

$$\text{Valor 1} = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+R1)^t} \quad (3.07)$$

$$\text{Valor 2} = \frac{\frac{FCF_{T+1}}{R2-g}}{(1+R1)^T} \quad (3.08)$$

En donde:

$R2$  = Tasa de interés de la segunda fase

$R1$  = Tasa de interés de la primera fase

$FCF$  = flujo de caja

$T$  = período en años

$g$  = tasa de crecimiento anual estimado

Con respecto a estos métodos, se tienen muchas opiniones, pues de acuerdo a Fernández (2008) y Jurgita Stankeviciene (2012) es el método más utilizado. De acuerdo a lo que indicó Fernández (2008), reforzado por Pereyra (2008), este es el único método de valoración conceptualmente correcto, pues considera que el valor de las acciones de la empresa evaluada dependerá de la capacidad de generar dinero de la misma, siendo descontados por una tasa, que será el interés esperado por los accionistas. Sin embargo, entre las deficiencias que este método tiene, Jurgita Stankeviciene (2012) identificó que mientras más años tenga la previsión, más difícil será la estimación de los

flujos; de preferencia si la compañía paga dividendos, se puede usar este método si estos son sencillos de proyectar. Las tasas de interés a utilizar suelen ser complicadas de estimar por lo que es requerido un análisis complejo y a veces se tiene que utilizar información interna para estimar el valor de la empresa. Asimismo, de acuerdo a lo que indicaron Gutiérrez y Gonzáles (2014), las fuerzas del mercado pueden cambiar y alterar nuestras proyecciones y resultar en un escenario muy diferente al que se estimó.

*Flujo de caja libre.* De acuerdo con Fernández (2004), el flujo de caja libre es el flujo de efectivo luego de impuestos y antes de restar las deudas de la empresa. Por su lado, tanto Fabregat (2009) como Pereyra (2008) definieron al flujo de caja libre como el efectivo disponible que la empresa tendría después de que esta canceló sus impuestos sobre sus utilidades, pero como si la empresa no tuviera deudas financieras, es decir, sin descontarlas. Parra (2013) indicó que evalúa el rendimiento de los recursos invertidos en un proyecto y cuánto ha generado ese proyecto sin considerar la fuente de financiamiento. Para obtener valores adecuados utilizando este método se aconseja tener un histórico de la empresa a analizar y haber indagado previamente en su historia y con ello proyectar los estados financieros a futuro. Asimismo, posterior a ello, determinar la tasa de interés, que en este caso es el WACC, y la tasa de crecimiento para la perpetuidad  $g$  y descontar los flujos proyectados para cuantificarlos en el presente y estimar el valor de la empresa en la actualidad. La fórmula para estimar el valor de la empresa utilizando este método es la siguiente, considerando que el análisis se realizará considerando dos fases de rendimiento (Stankeviciene, 2012):

$$\text{Valor de la empresa} = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^t} \quad (3.09)$$

$$TV = \frac{FCF_{t+1}}{R2-g} \quad (3.10)$$

En donde:

FCF= flujo de caja libre en el año t (Utilidad operativa luego de impuesto + depreciación - inversiones a largo plazo-cambios en el capital de trabajo)

T= año

TV = valor a futuro

WACC = costo promedio ponderado de una empresa

R2= Tasa de interés de la segunda fase

g =tasa de crecimiento anual estimado

De igual manera el WACC (costo promedio ponderado de una empresa) se calcular a partir de parámetros obtenidos de la información financiera de la empresa. Para estimar este valor se utiliza el costo de capital, la tasa de impuestos, la deuda o arrendamientos financieros, el promedio aritmético ponderado de la tasa de interés de la deuda financiera, y el patrimonio. Lo mencionado con anterioridad se ilustra en la ecuación 3.11 (García, 2013; Martínez, Ledesma y Russo, 2014).

$$WACC = \frac{Re * E}{E + D} + \frac{Rd * D * (1 - T)}{E + D} \quad (3.11)$$

En donde:

E = capital

D = deuda

Re = costo del capital

T= Porcentaje de los impuestos

Rd = Promedio aritmético ponderado de la tasa de interés pagada sobre el capital prestado

El costo de capital Re se estima en base al modelo CAPM, el cual relaciona directamente el riesgo con el retorno esperado (Zoratto, 2015), a partir de la siguiente ecuación 3.12 (Festel, Wurmseher y Cattaneo, 2013; Fernández, 2008; Hirashima & Asociados, 2008; Nota técnica n°22, 2015).

$$Re = Rf + \beta * (Rm - Rf) + Rp \quad (3.12)$$

En donde:

Re = Costo de capital

Rf = tasa de retorno libre de riesgo

$\beta$  = desviación de un riesgo sistemático del riesgo de mercados capitales premium

Rm= porcentaje de retorno esperado del mercado

Rm – Rf= Prima por riesgo del mercado

Rp=Riesgo país

Con respecto a la estimación de los parámetros para la estimación del Costo del capital, la tasa libre de retorno suele ser el retorno de un activo en el que no hay riesgo. Este valor usualmente corresponde a los bonos del tesoro de los Estados Unidos o del Reino Unido (Dávila, 2012). Con respecto al  $\beta$ , este puede se puede estimar a partir de un análisis temporal de la tasa de rendimiento de las acciones del negocio analizado y el ratio de retorno del mercado (Sedlacek, Konecny y Krizova, 2012). Esta afirmación anterior puede ser transcrita en la siguiente fórmula:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_m, R_j)}{\sigma_m^2} \quad (3.13)$$

En donde:

Rm= retorno del mercado

Rj= retorno de los activos

$\sigma_m^2$ =Varianza del retorno del mercado

Asimismo, Carlos Martínez, Juan S. Ledesma y Alfredo Russo (2014) indicaron que se puede correr una regresión lineal con el método de los mínimos cuadrados ordinario entre la rentabilidad de la acción y la rentabilidad del mercado a partir de la ecuación 3.14. En esta, a y b son coeficientes obtenidos del análisis de regresión lineal. Asimismo, Rm vendría a ser el retorno del mercado.

$$R_j = a + b * R_m \quad (3.14)$$

Adicionalmente, Martínez, Ledesma y Russo (2014) indicaron que se tienen que calcular las estadísticas de regresión, el coeficiente de correlación múltiple, el coeficiente de determinación y el análisis de  $R^2$  ajustado. Por su lado, Gunter Festel, Martin Wuermseher y Giacomo Cattaneo (2013) mencionaron que otra forma de calcular el beta es a partir la historia de flujos de caja pronosticada o un análisis de sensibilidad. Empero, una metodología más práctica es la que propuso Hamada en 1972 (citado en Martínez, Ledesma y Russo, 2014), derivando en una ecuación que relaciona el beta del sector (al que comúnmente se denomina beta desapalancado) y el beta de la empresa (beta apalancado por la estructura de financiamiento de la organización), como se muestra en la siguiente ecuación:

$$\beta_l = \beta_u * (1 + (1 - T) * \frac{D}{E}) \quad (3.15)$$

En donde:

$\beta_l$ : Beta apalancado

$\beta_u$  = Beta desapalancado

T = Impuesto a la renta

D = Deuda

E = Patrimonio

Otro parámetro importante para la estimación del Costo de Capital es el Retorno esperado del mercado ( $R_m$ ), a partir del cual se determina la prima por riesgo del mercado ( $R_m - R_f$ ). De acuerdo a Fernández (2013) es uno de los parámetros más importantes, pero a la vez, más difíciles de estimar, incluso llegando a afirmar que no es factible determinar la prima de riesgo del mercado (la diferencia entre el retorno esperado del mercado y el retorno de un activo sin riesgo) debido a las diferencias de las expectativas de retorno de los inversionistas (Fernández, 2005). Este autor define tres

conceptos para la definición prima de riesgo de mercado: la prima de riesgo de mercado (*required market risk premium*), la rentabilidad histórica de las acciones sobre el rendimiento sin riesgo, y la expectativa de rentabilidad, conceptos que son diferentes, pero a veces se asumen iguales.

Por su parte, Dávila (2012) indicó que la forma práctica que usualmente se suele utilizar para estimar la prima por riesgo de mercado es calcular un promedio histórico de la diferencia entre el rendimiento del índice S&P500 y el rendimiento de un activo sin riesgo, y considerando un gran rango de valores para la estimación del promedio, como la gran cantidad de reguladores hacen. De igual manera, Dávila (2012) añadió que la prima por riesgo del mercado suele estimarse a través del promedio histórico de la diferencia del índice S&P500 (desde el año que se tenga disponible) y el rendimiento del activo libre considerado. Por otro lado, también se recomienda utilizar la media aritmética de los últimos 30 años (Nota Técnica n°22, 2015). Sin embargo, como mencionó Fernández (2005), este promedio puede ser tanto aritmético como geométrico, y que, de acuerdo a Indro y Lee (1997) (citados en Fernández, 2005), la media aritmética lo que suele hacer es sobreestimar la rentabilidad diferencial, mientras que la media geométrica, suele subestimarla, por lo que queda a criterio del evaluador cuál utilizar.

Por último, Dávila (2012) indicó que para la estimación del riesgo país, este valor se suele aplicar a países con mercados emergentes, como el Perú, y suele ser uno de los ajustes a realizar al modelo del CAPM. Este parámetro tiene varias formas de obtenerse, pero de forma práctica suele ser el índice EMBI. Una vez determinado, se añade este valor junto a los otros parámetros estimados con anterioridad, como se mostró líneas arriba en la ecuación 3.12.

*Flujo de efectivo disponible para acciones.* El flujo de efectivo disponible para acciones se puede obtener a partir del flujo de caja libre, pero a este valor se le tiene que descontar los gastos financieros y las deudas, junto con las necesidades de reinversión de activos fijos y necesidades de fondos operativos (Fernández, 2004). Ahora bien, a este flujo de efectivo disponible para las acciones se le descuenta la tasa de rentabilidad que los accionistas exigen. Con respecto a cómo calcular el valor del flujo de efectivo disponible para acciones, se procederá a utilizar la siguiente ecuación (Pereyra, 2008).

$$CFAC = FCF - (id * (1 - T)) - D_t + D_{t+1} \quad (3.15)$$

En donde:

CFAC = Flujo de efectivo disponible para las acciones

$id * (1 - T)$  = Intereses de la deuda netos del escudo fiscal

$-D_t + D_{t+1}$  = Flujo de efectivo del pago del principal más la nueva deuda

Con respecto a cómo calcular la rentabilidad del accionista, a este valor se le conoce también como el costo de capital estimado a través del modelo del CAPM, cuya fórmula se expuso previamente, por lo que la fórmula para determinar el valor de la empresa a partir del flujo de efectivo disponible para las acciones es la siguiente:

$$\text{Valor de la empresa} = \sum_{t=1}^T \frac{CFAC_t}{(1+Ke)^t} + \frac{TV}{(1+Ke)^T} \quad (3.16)$$

$$TV = \frac{CFAC_{t+1}}{R2-g} \quad (3.17)$$

En donde:

CFAC= Flujo de efectivo disponible para las acciones.

T= año

TV = valor a futuro

Ke = costo de capital determinado con el modelo CAPM

R2= Tasa de interés de la segunda fase

$g$  =tasa de crecimiento anual estimado

*Flujo libre sobre capital.* De acuerdo con Fernández (2008) este método calcula el valor de la empresa a partir del flujo de capital descontados al coste ponderado del capital y la deuda antes de los impuestos. De igual manera, el flujo libre sobre capital se puede calcular a partir de la siguiente fórmula:

$$CCF = CFAC + CFD \quad (3.18)$$

En donde:

CCF =flujo libre sobre capital

CFAC = flujo de caja libre sobre las acciones

CFD = Flujo de caja para los poseedores de deuda

*Método descontado de dividendos.* De acuerdo con A. Dzikevicius et al. (2008) este método permite evaluar el futuro de la empresa durante su tiempo de vida y es calculado a partir de la siguiente fórmula:

$$V = \frac{D1}{1+K} + \frac{D2}{(1+K)^2} + \frac{D3}{(1+K)^3} + \dots = \sum_{t=1}^T \frac{Dt}{(1+k)^t} \quad (3.19)$$

En donde:

D = dividendo por acción en cada año de proyección

K = tasa de interés requerido por año

Parra (2013) por su lado indicó que esta técnica utiliza la proyección de los próximos cinco años para estimar el valor de la empresa. Para la proyección toma en base tendencias y escenarios con probabilidades de ocurrencia para proyectar los ingresos, costos y gastos para determinar el crecimiento que tendrá la empresa en el futuro. Después de determinar el flujo se descuentan a la tasa de rendimiento que esperan ganar los inversionistas (Parra, 2013). Una observación negativa sobre este método es que debido a que depende de la subjetividad del evaluador, no se puede determinar con exactitud la proyección realizada de los flujos (Parra, 2013).

*Valor presente ajustado (APV)*. De acuerdo a Damodarán (2006), este método se calcula a partir del valor de la empresa sin deudas, y a partir de este monto se le adicionan las deudas junto con los beneficios y pérdidas inherentes de estas y su efecto en la percepción del valor de la empresa. Asimismo, según Copeland et al. (2000) este método es ideal para empresas que van a sufrir cambios en su estructura de capital.

**Método de las opciones.** De acuerdo con Mauricio Gutiérrez y Jorge Henríquez (2016) y Zoratto (2015), el valorizar una empresa tiene inherente un riesgo, que es la variabilidad de los flujos de caja reales de la empresa frente a los estimados por el evaluador. Asimismo, consideran que los métodos de valorización deberían de considerar eventos importantes que puedan incrementar el valor de la empresa a futuro, como son los proyectos de inversión. Es por ello, por la arbitrariedad de los eventos futuros que el método más ideal debería de considerar aparte de los flujos de caja, los posibles eventos futuros de importancia. Es decir, que los posibles proyectos de inversión futuras podrían considerarse como opciones que pueden o no incrementar el valor de una empresa. De acuerdo al enfoque que plantea este método, las opciones consideran que un activo con mayor riesgo tiene un mayor potencial de generar valor a futuro.

Mascareñas (2014) consideró a las opciones de forma análoga al valor de una compañía y sus proyectos a partir ecuaciones, Por ejemplo, en el caso de una compañía, si  $V$  es el valor de la empresa,  $D$  es la deuda y  $E$  el valor de la acción, se tendrían las siguientes ecuaciones para los siguientes dos escenarios:

$$\text{Si } V > D, \text{ entonces } E = V - D \quad (3.20)$$

$$\text{Si } V \leq D, \text{ entonces } E = 0 \quad (3.21)$$

En cambio, en el caso de las opciones, se presentan los siguientes dos escenarios, considerando que  $C$  es una opción de compra,  $S$  es un activo subyacente y con un precio  $X$ , las cuales se ilustran a partir de las siguientes dos ecuaciones:

$$\text{Si } S > X, \text{ entonces } C = S - X \quad (3.22)$$

$$\text{Si } S \leq X, \text{ entonces } C = 0 \quad (3.23)$$

Se observa similitud entre la decisión de invertir en una empresa o en una opción de compra. Por ejemplo, en el caso de las opciones, si el valor del activo subyacente es menor al acordado al inicio de la compra de la opción, esta no se ejecutará (Gutiérrez y Henríquez, 2016). Mientras, en el caso de una empresa, si el valor del activo real de un proyecto es mayor a las deudas, este generará valor agregado, en cambio, si el valor del activo es menor al de las deudas, el proyecto tendrá pérdidas y no se invertirá en él. Es por esta semejanza que Stewan Myers, en 1977 creó el término de opciones reales para aquellas opciones que consideran a activos reales, no subyacentes, y que da la alternativa de alterar un proyecto con el objetivo de incrementar su valor (Gutiérrez y Henríquez, 2016).

A continuación, se procede a explicar tres modelos de opciones reales utilizados en la actualidad. El primero es el denominado Modelo Binomial, este fue propuesto por Cox, Ross y Rubstein en el año 1979 y considera que el precio del activo subyacente varía de acuerdo a un proceso binomial multiplicativo. Que el nombre del proceso sea binomial indica que el precio o puede subir o bajar, con una probabilidad de  $P$  y  $1-P$  respectivamente. El proceso del modelo binomial es iterativo, de acuerdo a las probabilidades consideradas y al final se llega a obtener un valor para las acciones (Gutiérrez y Henríquez, 2016). El segundo modelo es el Black y Scholes, que de acuerdo con Mauricio Gutiérrez y Jorge Henriquez (2016), para este modelo se asume que se puede vender sin poseer el activo (ventas cubiertas), no existe costos de

transacción, no hay impuestos, ni comisiones, y en caso se tengan impuestos, estas impactan a todos los inversores. Por último, la Simulación Montecarlo, que al igual que el modelo Black y Scholes, se realiza en base a iteraciones de las variables que son de interés para la valorización, a partir de estas se obtiene un conjunto de posibles escenarios a partir de los cuales se puede hacer un análisis y llegar a conclusiones (Gutiérrez y Henríquez, 2016). De acuerdo con Romero y García (2009), este método te permite simular los distintos escenarios y valores que puede tomar un activo de acuerdo al denominado codo de la incertidumbre. Los parámetros de entrada para el modelo son el valor del activo subyacente, la volatilidad del activo, el precio del ejercicio y la vida de la opción.

**Método basado en valores.** Estos métodos priorizan la identificación de las fuentes de creación de valor de una organización. Se les otorga esta característica debido a que considera que las fuentes de creación de valor son las que determinan la generación de ingresos en las proyecciones (Álvarez et al., 2006). De acuerdo con L. Vaskeliene y Boguslauskas (2001), los métodos basados en valores son los siguientes:

*Valor económico agregado (EVA).* Este método asume que el valor agregado de una empresa se produce cuando los ingresos son superiores a los costos (Stankeviciene, 2012). El EVA mide el valor en dinero y de acuerdo con T. Petravicius (2008) este indicador puede ser usado para evaluar la eficiencia de introducir un nuevo producto, fusiones entre compañías e incluso reestructuraciones. La fórmula del EVA es la siguiente:

$$EVA = NOPAT - C * Capital \quad (3.24)$$

En donde:

NOPAT = Operating profit after taxes

C =WACC

Capital= es el capital al comienzo del año

*Valor añadido del mercado (MVA)*. De acuerdo con Petravicius (2008), este método considera al valor de la compañía como la diferencia entre el valor de las acciones y el valor contable del patrimonio, como se ilustra a partir de las siguientes ecuaciones.

$$V = IC + MVA \quad (3.25)$$

$$MVA = VMC - CE_{t-1} \quad (3.26)$$

$$VMC = VMP + VCP \quad (3.27)$$

En donde:

$CE_{t-1}$  = Monto total del capital

VMC = Valor de mercado de la compañía

IC = Valor contable del capital invertido

MVA = Valor añadido de mercado

VMP = Valor de mercado sobre el patrimonio

VCP = Valor contable de los pasivos

*Retorno de flujo de efectivo de la inversión (CFROI)*. Este método es una forma de medir el desempeño económica y estima la tasa de retorno de las inversiones hechas a la empresa. El método del CFROI es similar al de la tasa interna de retorno (TIR), pero en este caso, el CFROI utiliza que ocurrieron, mientras que el TIR utiliza eventos futuros proyectados. El CFROI, se puede estimar a partir de la inversión total bruta, el flujo de caja operacional, la vida útil estimada y el valor residual, como se muestra en la ecuación 3.28 (Assaf, 2012). Ahora bien, una vez calculado el CFROI, se puede obtener el valor de la empresa en base a la ecuación 3.29, propuesta por Martins, Paulo y Silva (2011).

$$INV = \frac{FCO}{(1+CFROI)^1} + \frac{FCO}{(1+CFROI)^2} + \frac{FCO}{(1+CFROI)^3} + \dots + \frac{FCO+VR}{(1+CFROI)^n} \quad (3.28)$$

En donde:

INV= Es la inversión total bruta, que es la suma de todas las inversiones en valor bruto, sin considerar la depreciación acumulada.

FCO= Es el flujo de caja, y es el resultado operacional líquido más la depreciación anual.

n= Es la vida útil estimada de las inversiones de la empresa y se basa en los años que dura la inversión del ejercicio.

VR= Es el valor residual y corresponde a aquellos bienes que tiene la compañía que no sufren depreciación (terrenos, participaciones accionarias, entre otros).

$$\text{Valor de la empresa} = \frac{(\text{CFROI} * \text{IB} - \text{DA}) * (1 - \text{T}) - (\text{DC} - \text{DA}) - \text{VARcg}}{k - g_n} \quad (3.29)$$

En donde:

CFROI= Retorno de flujo de efectivo de inversión

IB= Inversión bruta

DA= Depreciación y amortización acumuladas

T=Tasa de impuestos

DC= es el gasto capital

VARcg= variación del capital de trabajo

k= Costo medio ponderado del capital

gn= tasa de crecimiento

**Métodos mixtos.** Es un promedio de varios métodos de valorización. Entre este grupo de métodos se pueden considerar el método de Berlín, o el método Stuttgart, el método PATEV, entre otros. De acuerdo a Wiktor Patena (2011) este método puede ser problemático, pues estimar los pesos de los métodos considerados para la combinación y el cálculo final del valor de la empresa es subjetivo la mayoría de las veces. La forma

genérica de expresar los métodos mixtos se puede ver representada a partir de la siguiente ecuación (Fierla, 2008):

$$E = a * E_d + (1 - a) * E_m \quad (3.30)$$

En donde:

a= peso, que varía entre 0 a 1

$E_d$ = Valor de una compañía usando un método basado en ingresos

$E_m$ = Valor de la compañía usando un método basado en activos

*Método de Berlín.* Este método considera que el valor de una compañía es la suma del valor obtenido por un método basado en activos más la mitad del exceso de un método calculado a través de un método basado en ingresos sobre el valor obtenido utilizando un método basado en activos (Patena, 2011). Responde a la siguiente fórmula:

$$E_b = E_m + \frac{E_d - E_m}{2} \quad (3.31)$$

En donde:

$E_m$ = Valor de la compañía usando un método basado en activos

$E_d$ = Valor de la compañía usando un método basado en ingresos

$E_b$ = Valor de la empresa usando el método de Berlín

*Método de Stuttgart.* Se parece al método de Berlín, solo que hace una estimación diferente considerando distintos pesos al momento de realizar el promedio, como se puede observar en la siguiente ecuación (Patena, 2011).

$$E_{st} = \frac{(E_m + 2 * E_d)}{3} \quad (3.32)$$

En donde:

$E_m$ = Valor de la compañía usando un método basado en activos

$E_d$ = Valor de la compañía usando un método basado en ingresos

$E_{st}$ = Valor de la empresa usando el método de Stuttgart

*Método PATEV.* El método PATEV o el enfoque de cartera para la valoración del patrimonio, por sus siglas en inglés, permite obtener resultados similares aún así se comparen escenarios en donde el Em sea mucho mayor al Ed, o en una situación contraria, en donde el Em es menor al Ed. Wiktor Patena (2011) mencionó que este método estima los pesos del Em y el Ed en base a una fórmula y no en base al criterio del evaluador. Es decir, usando este método mixto, aún así se tengan casos extremos, se obtendrán respuestas y valores estimados parecidos, pues mientras mayor sea el Em o el Ed, mayor será el peso de estos. El valor de una empresa calculado a partir de este método viene a ser expresada a partir de la siguiente ecuación:

$$PATEV = Wd * Ed + Wm * Em \quad (3.33)$$

$$Wd = \frac{Ed}{Ed+Em} \quad (3.34)$$

$$Wm = \frac{Em}{Ed+Em} \quad (3.35)$$

En donde:

Em= Valor de la compañía usando un método basado en activos.

Ed= Valor de la compañía usando un método basado en ingresos.

PATEV= Enfoque de cartera de cartera para la valoración.

Wm= El peso del valor obtenido a partir de un método basado en activos.

Wd= El peso del valor obtenido a partir de un método basado en ingresos.

**3.2.2.2. Métodos orientados a situaciones específicas.** Esta familia de métodos es orientada a empresas que enfrentan situaciones particulares. Asimismo, esta categoría de métodos se agrupa en dos enfoques, el primero, la denominada reglas de juego, es preferido por los denominados emprendedores pero utilizada preferentemente como un método complementario. Mientras que el segundo, el enfoque integral de evaluación, que agrupa métodos como el primer método de Chicago y el de los capitalistas de riesgo (Patena, 2011; Engel, 2003).

### 3.2.3. Consultoría

#### 3.2.3.1. Concepto

Las consultorías no son un servicio surgido recientemente, sino que provienen del siglo XIX (Morales, Martínez y Carrillo, 2015) y actualmente se utiliza básicamente para que un consultor y grupo de consultores orienten a una empresa en temas relacionados a las materias jurídica, laboral, responsabilidad social, ambiental, financiero y organizacional de las empresas. Cada empresa busca una orientación y contrata los servicios de consultoría para mejorar sus diferentes operaciones y lograr cumplir sus objetivos. De esta manera, y debido a que el servicio de consultoría ya tiene muchos años de existencia, muchos autores la han definido como se detalla a continuación:

Morales, Martínez y Carrillo (2015) consideraron la consultoría como la interacción de un grupo de expertos asignados para brindar solución a los problemas de las organizaciones o desarrollar oportunidades de mejora en una determinada área donde las empresas carecen de soluciones. Asimismo, Hernández (citado en Morales et al. 2015) indicó que es esencialmente una asesoría/consejería, eso significa que no se contrata a los consultores para dirigir organizaciones o para tomar decisiones en nombre de directores en tiempos de dificultad, sino que su función consiste en brindar consejos de calidad e imparcialidad, y es responsabilidad del directivo seguir o no el consejo. Entonces cada directivo se basa en estos consejos para la toma de sus decisiones por lo que es de suma importancia que sean datos fiables con el más mínimo error.

Por otra parte, Argueta, Agudelo y Soto (2016) definieron la consultoría como la acción de un equipo de trabajo donde interactúan profesionales con experiencia, de manera que, este conjunto de acciones genere una ventaja competitiva a un determinado proyecto o mejora de procesos de una determinada organización. Estos autores

(Argueta, Agudelo y Soto ,2016), complementado con lo que Kubr (citado en Morales et al. 2015), consideraron también a la consultoría como servicios de extensión de las universidades del país, donde un conjunto de profesores especializados y con experiencia, en compañía de estudiantes generalmente de posgrado, ofrecen el negocio del conocimiento. Estos conocimientos pueden servir de ayuda en una organización en la que los alumnos de posgrado trabajen y se pueda así armar una red de contactos donde se comparta lo aprendido y generar valor a la organización.

Por otro lado, para Pantoja, Arciniegas, Álvarez y Gualsaquí (2019) la consultoría se puede considerar como una oportunidad de negocio al ser tomado en cuenta para su implementación en algunos sectores económicos, ya que puede llegar a contribuir con el desarrollo empresarial de una determinada zona geográfica y constituir una buena fuente de ingresos para los emprendedores, contribuyendo así con el desarrollo socioeconómico de un país. Se puede ver como en muchos países, así como en el Perú, hay muchos emprendedores que tienen mucha experiencia, pero no cuentan con el conocimiento que podrían aplicar para mejorar sus negocios. De esta manera, las empresas de consultoría serían como un aliado para el gobierno ya que, como se mencionó anteriormente, aportarían al desarrollo del país, y se puede fomentar más esta actividad.

Por último, Martínez, Mas-Machuca y Olivella (2015) consideraron a una consultoría como la adecuada gestión de los recursos humanos disponibles en la organización, cuyo éxito depende de cómo ésta sepa atraer, motivar, desarrollar, y retener a los trabajadores del conocimiento (Richter et al., 2008, citado en Martínez et al., 2015). Es por ello que la consultoría es un atractivo campo de investigación dentro de la gestión de los recursos humanos (Richter et al., 2008 & Donnelly, 2011, citados en Martínez et al, 2015) ya que, desde la perspectiva basada en los recursos, los

consultores, y su conocimiento, juegan un papel clave al crear y sostener una ventaja competitiva para este tipo de organizaciones. (Donnelly, 2011; citado en Martínez et al, 2015). Es por ello que las áreas de recursos humanos propician y fomentan la formación de sus colaboradores que tanto en el corto como en el largo plazo genera valor.

### **3.2.3.2. ¿Para qué se hace una consultoría?**

De acuerdo con Christopher Mejía, Isabel Agudelo y Ocam Soto (2016) mencionaron que en el mercado actual la planeación estratégica dinámica es esencial para que una empresa sobreviva, y ésta puede representar una gran ventaja sobre sus competidores, y por ende, mayores probabilidades de éxito. Ello radica básicamente porque con la planeación estratégica, como parte de una consultoría, los directores y aquellos puestos que tienen poder de decisión pueden identificar con antelación posibles eventos futuros a partir de un análisis de factores internos e internos, que a veces la misma compañía desconoce. Esta planeación al ser realizada como parte de la consultoría de una empresa tiene más probabilidades de que la organización se encuentre mejor preparada y pueda generar mayor valor.

Asimismo, Craciun (2013) mencionó que entre los beneficios que debería traer consigo una consultoría, estos deberían verse reflejados en el volumen de los negocios, un impacto positivo en la actividad operativa de la empresa, un impacto beneficioso en la productividad de los empleados, una reducción de costos, y eventuales cambios en la estructura organizacional en pro de la mejora continua. Las recomendaciones que brinda la consultoría deben ser implementadas por la empresa y es su deber el control de su cumplimiento para que se lleguen a cumplir las mejoras propuestas.

### **3.2.3.3. Clases o modelos de consultoría**

Entre los modelos de consultoría, Edgar Shein (citado en Morales, Martínez y Carrillo, 2015) menciona que básicamente existen tres, y son los siguientes:

*(a) El modelo de compra*

Es el más importante, y es básicamente la compra de información o un servicio a un experto para satisfacer la necesidad, debido a que la empresa no tiene el tiempo o la capacidad para realizar el trabajo requerido.

*(b) El modelo del Médico-Paciente*

Uno o más personas con poder de decisión optan por comunicarse con una empresa consultora, o grupo de consultores expertos para que diagnostiquen el problema o los problemas de la empresa y que proporcionen recomendaciones para mejorarla.

*(c) El modelo de consultoría de procesos*

Este trabajo de consultorías consiste en transferir conocimiento al empresario/cliente con el objetivo de asesorar a alcanzar los objetivos de la empresa a partir de la solución de problemas.

#### **3.2.3.4. Requisitos para escoger una empresa de consultoría**

Según Craciun (2013), la elección de la empresa consultora no es realizada de forma aleatoria o al azar, sino que estas empresas deben cumplir ciertas características para que el servicio contratado sea de utilidad. Al respecto, mencionó que, si bien no existe un criterio universal en la elección de empresas consultoras, hay que destacar algunos criterios que son útiles al momento de la selección. Entre estos criterios, están en primer lugar, el que la compañía consultora cuente con personal calificado, profesional y ético, que pueda promover el trabajo a realizarse, así como el tener la disponibilidad para realizar las consultas necesarias, a fin de evitar retrasos en las fechas de entrega. En segundo lugar, la competencia profesional y la aproximación resolutiva, teniendo en cuenta que los profesionales del servicio de consultoría puedan tener una aproximación a la visión de la empresa que contrata los servicios, así como al

funcionamiento y filosofía del negocio, pues esto es un pilar fundamental para encontrar soluciones alineadas con los objetivos institucionales. Finalmente, en tercer lugar, hay que tener en cuenta la reputación creada a partir de las entregas a tiempo, disponibilidad para el diálogo y la ejecución de recursos que Craciun (2013) describió como fundamental al momento de elegir una empresa consultora. Es pues una acción delicada de la cual puede depender el resultado de la inversión realizada por la empresa en pro de mejorar procesos u operaciones que lleven a la industria a destacar en el mercado.

### **3.2.3.5. ¿Cuándo se aplica la consultoría?**

La vida diaria de las organizaciones se encuentra inmersa en una diversidad de fenómenos complejos y ambiguos, de momentos, de tensiones, que de una u otra forma afectan su operatividad y desempeño organizacional. Fenómenos que investigadores, consultores, interventores, administradores o directivos deben comprender y analizar para entender a la organización (Morales et al, 2015). Este desconocimiento ante un fenómeno puede ocasionar que la empresa tome decisiones erróneas que lejos de solucionar un problema puede empeorarlo.

Morales et al. (2015) indicaron como principal acción de aplicar o considerar la consultoría, la crisis, como fenómeno que pone en riesgo la estabilidad y, en algunos casos, la sobrevivencia de la organización. De manera, la crisis representa una situación que deja en estado de perplejidad a los tomadores de decisiones, generando no sólo la necesidad de buscar apoyo, sino de transformarse, a partir de una nueva comprensión de la realidad y en la búsqueda de profesionales del conocimiento. La determinación de una crisis puede considerarse en base a los resultados de los indicadores de gestión, como la rotación, la baja productividad, el impacto ambiental, coyuntura del entorno, entre otros (Morales et al. 2015).

### 3.2.3.6. Procedimiento de una consultoría

Según Guerrero, Medina, Nogueira (2018), existen cinco fases dentro del desarrollo de procedimiento de una consultoría:

**Concertación del servicio.** En esta primera etapa es donde la empresa conoce los servicios que ofrece la consultora. Puede ser que el consultor se acerque a la organización a ofrecer sus servicios o que la organización busque los servicios de la consultora. De requerir los servicios de la consultora se reúne los representantes de la consultora con los más altos directivos de la empresa donde dan a conocer el problema de la empresa, cuáles son los objetivos que busca alcanzar la organización, tiempo, costos, y qué miembros de la empresa representarán a la compañía. Después de ello, se prepara la orden de trabajo, cómo se estructurará, cuál será el plan de trabajo y quiénes lo realizarán. Finalmente, se pide al cliente la información requerida para empezar el trabajo, quiénes trabajarán con el cliente de parte de la consultora.

**Exploración.** En esta etapa ya se cuenta con la información brindada por el cliente y el consultor procede a explorar por su parte la información de la empresa de acuerdo a las condiciones en la que opera: cuál es su visión, misión, sus procedimientos, su planeación estratégica, sus deficiencias previas entre otros que permitan conocer cómo se encuentra el entorno interno de donde opera la empresa. Después de esta exploración se puede analizar los problemas existentes, cómo la empresa lo ha afrontado y qué opinan los miembros de la empresa. Por último, se realiza un informe de resultados con la información recabada hasta ese entonces de parte del consultor.

**Planificación.** En esta fase se capacita al personal necesario en la empresa, se determina a quiénes se va capacitar, sobre qué temas se va capacitar, cómo se va llevar a cabo, qué recursos se necesitan. Después de ello, se determina cómo se va a hacer, a

través de qué herramientas y técnicas. Estas herramientas deben ser adaptables a la empresa y a su problemática.

**Ejecución del servicio.** En esta fase se desarrollan los papeles de trabajo, en que el consultor brinda solución a los problemas detectados a través de diferentes herramientas, se realizan encuestas, trabajos en equipo, matrices, mapas, entre otros. Los resultados se complementan con propuestas novedosas presentadas por el consultor. Finalizando esta etapa, se desarrolla un informe con los resultados del trabajo realizado.

**Informe final y entrega del trabajo.** En este informe se resume los resultados que se obtuvieron, con las correcciones debidas de los informes preliminares. Asimismo, se entrega toda la documentación requerida del cliente y se entrega una notificación al cliente con un acta de la respectiva entrega. La implementación y control está a cargo de la empresa.

Como se ha visto en este Capítulo, el valor de una empresa es una percepción de los actores involucrados en la misma, por lo que la valorización es el proceso que permite cuantificarlo, para transformarlo en un dato numérico y compararlo en el mercado, y con ello es posible estimar el valor de una empresa para tomar decisiones que incrementen el misma. Así también, existen muchos tipos de valorización de empresas, las cuales son usadas por diferentes autores, y para la presente tesis, se procederá a escoger la que mejor se adecúe a la empresa analizada y presente mayor ventaja de uso, lo cual se analizará en otro capítulo a mayor profundidad. Como trabajo de consultoría, se pretende brindar la mejor recomendación a una empresa líder del sector para que puedan estimar de forma más cercana el valor de la empresa, ya que depende de ello, las decisiones que puedan tomar tanto para una venta de acciones en la bolsa de valores como para vender la empresa a futuro u otras razones que estime

necesaria la empresa. Se brindará el informe final con la más cercana estimación de valoración de la empresa líder del sector cervecero en el Perú.

#### 3.2.4. Suavización exponencial

En el año 1944, Brown desarrolló lo que vendría a ser hoy los métodos de suavización exponencial, y posteriormente, durante entre los años 50 y 60 se desarrollaron en colaboración con Holt y Winters. (Blaconá, Magnano, Andreozzi, 2012). En el área de los negocios tuvieron muy buenos resultados de forma empírica, y destacan porque son sencillos y muy prácticos de aplicar (Blaconá, Magnano, Andreozzi, 2012). Este método permite otorgar pesos a los valores históricos recopilados dependiendo del valor que se le proporcione al alfa, que varía de 0 a 1 para poder efectuar el pronóstico (Vidal, citado en Perez, Mosquera y Bravo, 2012; Alarcón, 2009).

De acuerdo con Blaconá, Magnano y Andreozzi (2012), en los métodos de suavización exponencial usualmente se tienen tres factores: la tendencia (T), la estacionalidad (S) y el error (E). Estos valores pueden ser combinados de dos maneras: puramente aditivo y puramente multiplicativo. De igual manera, la tendencia T depende de dos términos: el término de nivel L y el término de crecimiento b se tendrán cinco tipos de tendencia: sin tendencia, aditiva, aditiva amortiguada, multiplicativa, multiplicativa amortiguada. Lo mencionado con anterioridad se ilustra a continuación, en las siguientes ecuaciones:

$$Y_{ad} = T + S + E \quad (3.36)$$

$$Y_m = T * S * E \quad (3.37)$$

$$Th_{st} = L \quad (3.38)$$

$$Th_{ad} = L + b * h \quad (3.39)$$

$$Th_{am} = L + (\phi^1 + \phi^2 + \dots + \phi^h) * b \quad (3.40)$$

$$Th_m = L * b^h \quad (3.41)$$

$$Th_{md} = L * b * (\phi^1 + \phi^2 + \dots + \phi^h) \quad (3.42)$$

En donde:

$Y_{ad}$ = Modelo puramente aditivo

$Y_m$ = Modelo puramente multiplicativo

T= Tendencia

S= Estacionalidad

E= Error

L= Término nivel L

$Th_{st}$ : Término de la tendencia h pasos hacia adelante del tipo sin tendencia

$Th_{ad}$ : Término de la tendencia h pasos hacia adelante del tipo aditiva

$Th_{am}$ : Término de la tendencia h pasos hacia adelante del tipo aditiva amortiguada

$Th_m$ : Término de la tendencia h pasos hacia adelante del tipo multiplicativa

$Th_d$ : Término de la tendencia h pasos hacia adelante del tipo multiplicativa amortiguada

$\phi$ : Parámetro de amortiguación ( $0 < \phi < 1$ )

***Suavización exponencial simple.*** De acuerdo con Blaconá, Magnano y Andreozzi

(2012), este tipo pertenece a los métodos de suavización más conocidos, junto con el método lineal de Holt, Método aditivo de Holt-Winters, Método multiplicativo de Holt-Winters, entre otros. Este método puede pronosticar en base a observaciones de periodos previos, y lo ajusta en base al alfa considerado que varía entre 0 a 1. Si alfa tiene un valor a uno, se tendrá un ajuste considerable de los pronósticos previos, mientras que, si el valor de alfa es cercano a cero, el pronóstico tendrá un ajuste leve. Este método puede ser representado a través del método de Brown, ilustrado en la

ecuación 3.39. A su vez, esta ecuación se puede escribir como se muestra en la ecuación 3.40.

$$\hat{y}_{t+1} = \hat{y}_t + \alpha * (y_t - \hat{y}_t) \quad (3.43)$$

$$\hat{y}_{t+1} = \alpha * y_t + (1 - \alpha) * (y_t - \hat{y}_t) \quad (3.44)$$

Si en la ecuación se reemplaza el valor de  $\hat{y}_t$  como se muestra en la ecuación 3.41, se obtiene la ecuación 3.42. A su vez, si el valor de  $\hat{y}_{t-1}$  como se realizó anteriormente con  $\hat{y}_t$ , y así sucesivamente se obtiene una fórmula como se muestra en la ecuación 3.43. A continuación se muestran los procedimientos y ecuaciones anteriormente mencionados.

$$\hat{y}_t = \alpha * y_{t-1} + (1 - \alpha) * (y_{t-1} - \hat{y}_{t-1}) \quad (3.45)$$

$$\hat{y}_{t+1} = \alpha * y_t + \alpha * (1 - \alpha) * y_{t-1} + \alpha * (1 - \alpha)^2 * \hat{y}_{t-1} \quad (3.46)$$

$$\hat{y}_{t+1} = \alpha * y_t + \alpha * (1 - \alpha) * y_{t-1} + \alpha * (1 - \alpha)^2 * y_{t-2} + \dots + \alpha * (1 - \alpha)^t * y_1 \quad (3.47)$$

## Capítulo IV: Metodología de Consultoría

**Exoneración de responsabilidad.** El siguiente capítulo contiene información obtenida de fuentes fiables y de acceso gratuito. Las menciones realizadas a empresas particulares o específicas son únicamente con fines académicos sin intención de divulgar información que pueda ser confidencial o sensible.

En el presente Capítulo se procederá a describir el procedimiento a seguir en este trabajo de tesis con formato de consultoría, cuyo objetivo es conocer a cuánto asciende la capitalización bursátil de una empresa líder en el mercado cervecero. Para cumplir con ello, se utilizará el modelo de consultoría mencionado por Edgar Shein (citado en Morales, Martínez y Carrillo, 2015) y la metodología propuesta por Guerrero, Medina, Nogueira (2019) en el Capítulo III del presente trabajo. De igual manera, se realizará una consultoría orientada a temas relacionados a las finanzas de la empresa en mención.

**Modelo de consultoría empleado.** Debido a que el trabajo de simulación de consultoría se realizará de forma externa, sin una intervención ni intermediación directa con el cliente, y se diagnosticará el problema que tiene la empresa, el modelo que coincide con este tipo de trabajo es el del Médico-Paciente. De acuerdo a Edgar Shein (citado en Morales, Martínez y Carrillo, 2015), este modelo se asemeja al trato que tiene un médico especialista al diagnosticar de una enfermedad a un paciente, sin conocer este último conocer necesariamente el problema que lo aqueja. En nuestro caso en particular, se evaluarán de forma externa (sin interactuar con el cliente) los estados financieros publicados por la empresa analizada en la Bolsa de Valores de Lima, y a partir de la recolección de estos datos y la estimación de tendencias, se obtendrá el valor de la capitalización bursátil de la compañía.

**Procedimiento.** A continuación, se procederá a explicar el procedimiento de la simulación de consultoría a seguir de acuerdo a lo mencionado por Guerrero, Medina y Nogueira (2018).

*Concertación del servicio.* Esta etapa es cuando la empresa detecta deficiencias y se acerca a los consultores para concretar los términos y alcances del servicio. Asimismo, se definen los objetivos, las áreas involucradas en el proceso de mejora que propondrán los consultores, y se entrega la información necesaria para que los consultores puedan detectar los problemas de la organización y proponer soluciones.

En el caso de la presente investigación, este se realizará de forma externa, por lo que la etapa en que la empresa se acerca a los consultores no existirá. En cambio, se procederá a analizar el entorno interno y externo de la empresa, antecedentes e historia para poder realizar un diagnóstico. Asimismo, debido a que la organización a analizar no nos entregará información sensible, la recolección de la información y los datos se realizará a partir de memorias anuales, estados financieros auditados, e información disponible.

*Exploración.* Esta etapa se inicia cuando ya se tiene la información necesaria para poder realizar el trabajo de consultoría y se comienza a realizar una exploración, a partir de la cual, es deber del consultor extraer la visión, misión, valores, procedimientos, planeación estratégica, entre otros. Es en esta etapa en donde se deben de analizar los problemas que tuvo la empresa y cómo los ha enfrentado y recolectar opiniones de algunos mandos con poder de decisión acerca del desempeño de la organización. En la presente investigación, estos datos e información serán obtenidos a partir de memorias anuales, estados financieros e información disponible de la empresa. A partir de las memorias anuales, se extraerán la visión, misión y valores de la empresa, así como información de las áreas internas como administración, marketing,

operaciones, finanzas, recursos humanos, sistemas de información, y tecnología. De igual manera, a partir de fuentes confiables, como revistas y medios reputados, informes emitidos por el Banco Central de la Reserva (BCR) y el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) se extraerá información competente a los factores políticos, económicos, sociales, tecnológicos, ecológicos y legales; para analizar y ahondar en los factores externos de la empresa. Con respecto a los datos requeridos para realizar la valorización de la organización, esta será recolectada a partir de los estados financieros auditados por PWC y publicados en la Superintendencia del Mercado de Valores. A partir de estos datos se realizará un histórico de 10 años, identificando una tendencia para poder realizar una proyección de los estados financieros sustentada en información real y actualizada. Asimismo, en base a las notas de los estados financieros se procederán a extraer datos relevantes para el cálculo de la tasa de descuento (en este caso, el WACC), el costo de capital de la empresa (extraído del modelo CAPM), entre otros.

*Planificación.* Esta etapa consiste en determinar las áreas a capacitar, el personal, los temas, y determinar los recursos a utilizar para realizar el servicio de consultoría, y definir cómo se va a realizar. En este trabajo de investigación, no se dispone de personal a capacitar, debido a que nuestra tesis básicamente se basa en datos numéricos y no requiere de la colaboración del recurso humano. Empero, si requiere de una metodología a seguir, por lo que en base a los métodos explorados en el Capítulo III se definirá el procedimiento a ejecutar, los datos e información necesarios, y las herramientas a utilizar.

*Ejecución del servicio.* Como su mismo nombre lo indica, es en esta etapa cuando el consultor o consultores ejecutan el servicio, brindando soluciones a los problemas encontrados mediante herramientas, preferentemente innovadoras, como

encuestas, mapas, matrices, diagramas, entre otros. Estas herramientas, en sinergia con las propuestas de solución del consultor, se desarrollan en un informe, complementado con los resultados del servicio de consultoría. En esta investigación, durante esta etapa se realizarán los cálculos correspondientes para estimar los flujos de caja futuros de la empresa, así como la determinación de la tasa de descuento, el crecimiento  $g$ , y otras variables necesarias para el cálculo de la capitalización bursátil de la empresa referente de la industria cervecera peruana. Estos cálculos serán explicados a detalle en los siguientes Capítulos y serán desarrollados en el presente trabajo de tesis.

*Informe final y entrega del trabajo.* En esta etapa del trabajo se plasman los resultados obtenidos del análisis, y se plantean conclusiones y recomendaciones para solucionar los problemas de la empresa. Este informe es entregado al cliente, con un acta que suscribe la recepción del mismo. Debido a que en este trabajo de simulación consultoría no existe una interacción entre la empresa y el consultor, se omitirá la entrega del informe final y el acta hacia la empresa. Sin embargo, durante esta fase sí se procederán a resumir los resultados de los cálculos y a analizarlos, para de esta manera plantear conclusiones y recomendaciones para la empresa. Debido a que el objetivo de la consultoría es conocer la capitalización bursátil de la empresa referente de la industria cervecera peruana, como parte de las conclusiones será imprescindible que se encuentre y se analice este valor en el informe final.

Del presente capítulo se puede concluir que el modelo de consultoría empleado en el desarrollo del presente trabajo fue el modelo médico-paciente, debido a que se realizó de forma externa. Asimismo, durante todo el proceso de tesis se procedió a realizar una recopilación de datos tanto de la empresa, como del mercado, así como un análisis de los métodos de valorización más utilizados en la actualidad, eligiendo a criterio de los consultores el más apoyado por diversos autores. Posterior a ello, se

cumplió con el objetivo planteado, que es conocer la capitalización bursátil de la empresa analizada, finalizando con la entrega de un informe final para el cliente.



## Capítulo V: Alternativas de Solución

**Exoneración de responsabilidad.** El siguiente capítulo contiene información obtenida de fuentes fiables y de acceso gratuito. Las menciones realizadas a empresas particulares o específicas son únicamente con fines académicos sin intención de divulgar información que pueda ser confidencial o sensible.

De acuerdo a la revisión de literatura realizada en el Capítulo III se desarrollaron especialmente 6 tipos de metodologías: (a) los métodos de balance, (b) métodos basados en la cuenta de resultados de la empresa, (c) métodos basados en flujos descontados, (d) métodos mixtos, (e) método basado en valores y (d) método de las opciones. De estos métodos, se procederán a detallar particularmente dos métodos de balance, dos métodos basado en la cuenta de resultados de la empresa, y dos métodos de flujos descontados. Se escogió en primer lugar, dos métodos de balance por su facilidad, practicidad y sencillez (Martínez, 2001; Lakstutie y Stankeviciene, 2012). Por su lado, la otra familia de métodos escogidos fue la de aquellos basados en la cuenta de resultados de la empresa debido a que, de acuerdo con Vinturella y Erickson (2013), estos métodos pueden ser muy utilizados por inversionistas, debido a la facilidad de cálculo que particularmente tienen, sin la necesidad de realizar proyecciones ni calcular tasas de descuento a partir de modelos. Por último, se escogieron los métodos basados en descuentos de flujos debido a que, de acuerdo a Jurgita Stankeviciene (2012) y Fernández (2008) indicaron que es el método más utilizado en épocas recientes, siendo el único método de valorización conceptualmente correcto para este último autor. A continuación, se procederán a explicar detalladamente cómo valorizar utilizando métodos pertenecientes a los mencionados con anterioridad.

**Métodos de balance.** De esta familia de métodos, se procederá a explicar a cómo estimar el valor de una empresa utilizando el valor contable y el valor contable ajustado.

*Valor contable.* De acuerdo a Fernández (2008), el cálculo del valor de una empresa utilizando esta metodología es a partir de la diferencia entre el activo y el pasivo exigible. A continuación, teniendo en cuenta el cálculo explicado con anterioridad, se procederá a ejemplificar la estimación del valor de una empresa con los siguientes estados financieros en millones de soles.

<b>ACTIVOS</b>		<b>PASIVOS</b>	
Caja	7	Cuentas por pagar corrientes	10
Cuentas por cobrar corrientes	12	Cuentas por pagar no corrientes	15
Cuentas por cobrar no corrientes	15	Cuentas por pagar financieras	29
Inventarios	20	<b>PATRIMONIO</b>	
Activos fijos	100	Capital	100
	<u>154</u>		<u>154</u>

*Figura 32.* Ejemplo de Estados Financieros según Fernández (2008).

En este ejemplo, la estimación del valor de la empresa vendría a ser dada por la siguiente ecuación.

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Activo total} - \text{pasivo exigible} \quad (5.01)$$

$$\text{Valor de la empresa} = 154 - (10 + 15 + 29) = 100$$

De acuerdo a este método, el valor contable de la empresa sería 100 millones de soles. Acorde con Fernández (2008), debido a que el valor de una acción depende principalmente de una percepción y de las expectativas, esta no se ve reflejado en un valor obtenido de los libros contables de la empresa. Pereyra (2008) y Miletí, Barra y Fanucci (2004) también mencionaron que, al aplicar este método, se tiene como debilidad principal el alto grado de subjetividad en la estimación del valor de la empresa. Por su parte, Parra (2013) indicó que, pese a ser muy práctico, este método no permite valorizar de manera correcta una empresa, pues fue ideado para ser utilizado en entornos en donde la inflación no altera los precios del mercado.

*Valor contable ajustado.* Este método trata de corregir la subjetividad y la debilidad que tiene el valor contable al ajustar los valores del activo y el pasivo a sus valores del mercado (Mileti, Barra y Fanucci, 2004; Fernández, 2008; Pereyra, 2008). A continuación, se procederá a explicar con un ejemplo, cómo se calcula el valor de una empresa utilizando este método de valorización. Cabe recalcar que se utilizarán los mismos datos que en el ejemplo del valor contable, pero en este caso se procederá a realizar una actualización de los siguientes conceptos: (a) se actualizarán las cuentas por cobrar corrientes y no corrientes de 12 a 20 millones, y de 15 a 23 millones de soles, (b) los inventarios se revalorizarán de 20 a 33 millones, (c) de acuerdo a datos actualizados y a la revalorización de la zona, el valor contable de los activos fijos se actualizará de 100 a 125 millones, y (d) las cuentas por pagar corrientes y no corrientes se proceden a actualizar a valores de mercado de 12 y 17 millones respectivamente. Teniendo en cuenta lo anterior, los nuevos valores de los estados financieros serían los presentados a continuación.

<b>ACTIVOS</b>		<b>PASIVOS</b>	
Caja	7	Cuentas por pagar corrientes	12
Cuentas por cobrar corrientes	20	Cuentas por pagar no corrientes	17
Cuentas por cobrar no corrientes	23	Cuentas por pagar financieras	29
Inventarios	33	<b>PATRIMONIO</b>	
Activos fijos	125	Capital	150
	<u>208</u>		<u>208</u>

Figura 33. Ejemplo de nuevos Estados Financieros según Fernández (2008)

En este ejemplo, la estimación del valor de la empresa vendría a ser dada por la misma ecuación que en el valor contable, pero con los valores de los activos y pasivos actualizados a sus valores de mercado.

$$\text{Valor de la empresa} = 208 - (12 + 17 + 29) = 150$$

Como se observa, con los valores de los activos y pasivos reajustados el valor de la empresa se incrementa; sin embargo, esto no llega a corregir los defectos de este método de valorización. De acuerdo con Parra (2013), pese a que este método trata de corregir los errores cometidos por el método de valor contable, el reajuste de precios de los activos y pasivos depende del evaluador o evaluadores, por lo que subjetiviza más el método. Por su parte, Fernández (2008) también indicó que esta corrección de precios no logra enmendar los errores inherentes de un método que se basa en los valores de libros contables.

**Métodos basados en la cuenta de resultados de la empresa.** De esta familia de métodos, se procederán a desarrollar los métodos Múltiplos de beneficios (PER) y Múltiplo de ventas.

**Múltiplo de beneficios.** Se obtiene de forma sencilla al multiplicar el beneficio de la empresa por un número, al cual se le conoce como PER. Este es un valor que toma como referencia a otras empresas comparables en el mercado, y tiene la flexibilidad de poder aplicar un descuento debido a la diferencia de tamaños, endeudamiento, liquidez, entre otros (Labatut, 2003). Teniendo en cuentas esta explicación, a continuación, se ejemplifica la aplicación de este método en una empresa, de la cual se tienen los datos presentados en las siguientes Figuras.

Concepto	Año 2019		Promedio	
Beneficio Neto	S/	100	S/	95
Ingreso por ventas	S/	400	S/	390
Dividendos	S/	20	S/	18

Figura 34. Datos contables de la empresa ejemplo en miles de soles

Ratios	Año 2019	Promedio
PER	10	12
Precio/Ventas	2.9	2.95

Figura 35. Ratios de empresas comparables en el mercado

Para valorizar la empresa ejemplo solamente se necesita aplicar la siguiente ecuación.

$$\text{Valor de la empresa} = \text{PER} * \text{Beneficio Neto} \quad (5.02)$$

$$\text{Valor de la empresa} = 10 * \text{S/} . 100\ 000 = \text{S/} . 1000\ 000$$

De acuerdo con diversos autores (Aguilar, 2015; Fernández, 2008; y Parra, 2013) este método es muy utilizado por inversores, pero puede dar resultados que no coincidan con el valor de mercado de la empresa (Casanovas y Santandreu, 2011).

**Múltiplo de ventas.** Es un método que calcula el valor de una empresa de forma muy similar al múltiplo de beneficios, solo que, en este caso, multiplica el ingreso por ventas de la misma por un factor, que al igual que el PER, depende de empresas comparables en el mercado. Para ilustrar el cálculo se utilizarán los datos de la empresa ejemplo mostrados en las Figuras 34 y 35.

Para valorizar la empresa ejemplo con este método se utiliza la ecuación presentada a continuación.

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Ratio} \frac{\text{precio}}{\text{ventas}} * \text{Ingreso por ventas anuales} \quad (5.03)$$

$$\text{Valor de la empresa} = 2.95 * \text{S/} . 400\ 000 = \text{S/} . 1\ 180\ 000$$

Una de las ventajas de este método es que tiene menos sesgo que el método de múltiplo de beneficios (Damodarán, 2006); sin embargo, Smith Barney (citado en Fernández, 2008) determinó que en algunos años el valor estimado con este método era aproximadamente el valor de mercado, pero otros años la diferencia era muy notoria.

**Métodos basados en descuentos de flujo.** De esta familia se procederán a desarrollar dos métodos: el método de flujo de caja libre y el método de flujo de efectivo disponible para acciones.

*Método de flujo de caja libre.* Para abordar la presente valorización, se utilizó el método de Flujo de Caja Libre Descontado, el cual da valor a la empresa en función a la

serie de flujos efectivos traídos a valor presente (Fernández, 2008; Mileti, Berri, y Fanucci, 2004), descontando una tasa adecuada de factores que están asociados al riesgo de la empresa considerando la rentabilidad para el accionista o el coste de capital. De lo anterior, el primer paso es realizar una proyección sobre los estados de ganancias y pérdidas de la empresa a un horizonte de 10 a 15 años (Vinturella y Erikson, 2013; Jennergren, 2008), dependiendo del criterio del evaluador. En este proceso, se utilizó una revisión de los estados de ganancias y pérdidas de los últimos 10 años de la empresa, uniformizando la información encontrada, aplicando ajustes a la liquidez de la compañía y a aquellos factores que impliquen liquidez o coste de oportunidad considerando los efectos en el pago de impuestos según corresponda.

Hecho esto, se decidió considerar dos fases como indicó Dluhosova (2012), una primera de 10 años (Vinturella y Erikson, 2013; Jennergren, 2008), y la segunda de una duración infinita. Con ello en cuenta, se proyectó a diez años los valores de los estados de ganancias y pérdidas y los estados separados de situación financiera de la empresa realizando las proyecciones en base a la media geométrica, aritmética o la suavización exponencial de los datos históricos. Esto para obtener distintas tendencias y evaluar a criterio cuál era la que reflejaba mejor los resultados obtenidos. Posterior a ello, a partir de la proyección de los estados de ganancias y pérdidas, se determinaron los flujos de dinero obtenidos por la empresa por la actividad operativa de la empresa, libre de deuda y luego de impuestos, a la cual se le incrementaron la depreciación de los activos, y se le realizó un ajuste por inventarios, *CAPEX (Capital expenditure)* y de cuentas por pagar y cobrar. Una vez realizadas las operaciones descritas con anterioridad, se obtuvieron los flujos de caja libre por cada año proyectado.

Después, se utiliza el *Capital Asset Pricing Model* el cual considera los retornos del accionista, tanto con riesgo como sin riesgo. El rendimiento sin riesgo ( $R_f$ ) se

consideró como la tasa de bonos del tesoro americano, mientras que el rendimiento con riesgo es la diferencia entre lo que rinde el mercado ( $R_m$ ) y la tasa de la bolsa de valores. A este tramo con riesgo se le multiplica por un coeficiente beta, que es la correlación entre el mercado y la empresa; y también se consideran otras primas de riesgo como el riesgo país y la tasa de inflación ( $R_x$ ), obteniéndose de los estudios de Damodaran que están disponibles para todos los investigadores.

Por su parte, el WACC o *Weighted Average Cost of Capital*, es el costo de oportunidad de los accionistas y permite conocer el costo promedio ponderado de las fuentes de financiamiento de la empresa. Para realizar este cálculo, generalmente se utiliza un enfoque del financiamiento a largo plazo ( $D$ ) y el patrimonio ( $E$ ).

Al calcular el WACC se obtiene la siguiente fórmula:

$$WACC = \frac{Re \cdot E}{E+D} + \frac{Rd \cdot D \cdot (1-T)}{E+D} \quad (3.11)$$

En donde:

$E$ = Capital

$D$ = Deuda

$Re$ = Costo del capital

$T$ = Impuesto a la renta

$Rd$ = Promedio aritmético ponderado de la tasa de interés pagada sobre el capital prestado

El costo de capital  $Re$  se estima en base al modelo CAPM, a partir de la siguiente fórmula:

$$Re = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + R_p \quad (3.12)$$

En donde:

$Re$ = Costo de capital

$R_f$ = Tasa de retorno libre de riesgo

$\beta$  = Desviación de un riesgo sistemático del riesgo de mercados capitales premium

$R_m$  = Porcentaje de retorno esperado del mercado

$R_m - R_f$  = Prima por riesgo del mercado

$R_p$  = Riesgo país

Damodaran (2012) encontró que existe una correlación entre el rendimiento de la industria con el retorno del mercado. A esta correlación denominada  $\beta$  se le calcula a partir de la covarianza entre estos factores, considerando a este valor como el pendiente de la recta que se da entre un análisis estadístico de la covarianza entre la varianza de los factores ya mencionados. Esta afirmación anterior puede ser transcrita en la siguiente fórmula:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_m, R_j)}{\sigma_m^2} \quad (3.13)$$

En donde:

$R_m$ : retorno del mercado

$R_j$ : retorno de los activos

$\sigma_m^2$  = Varianza del retorno del mercado

Una vez calculado el costo de capital a partir del modelo CAPM, se calcula el valor presente a partir del flujo de caja descontado para poder conocer el valor del mercado actual, a partir de la siguiente fórmula.

$$\text{Valor de la empresa} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCFF}_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\text{TV}}{(1+WACC)^T} \quad (3.09)$$

$$\text{TV} = \frac{\text{FCFF}_{t+1}}{R2-g} \quad (3.10)$$

En donde:

FCFF = flujo de caja libre en el año t (Utilidad operativa luego de impuesto + depreciación - inversiones a largo plazo - cambios en el capital de trabajo)

T = año

TV= valor a futuro

WACC= costo promedio ponderado de una empresa

Por último, cabe resaltar la acotación referida por Armendáriz (2012), que indicó que, a opinión de muchos analistas financieros, los flujos de caja libre son de suma importancia debido a que representan la cantidad de efectivo que dispondrán los inversores a futuro. Asimismo, resaltó que, en base a los flujos libres, una empresa puede medir su importancia en la industria y conocer su situación actual.

*Flujo de efectivo disponible para acciones.* Este método es muy similar al método de flujo de caja libre, con la excepción de que, en este caso, al flujo de efectivo se le tiene que descontar los gastos financieros, las deudas, necesidades de fondos operativos y reinversión de activos fijos (Fernández, 2004). Este método parte del flujo de caja libre, y se le procede a adicionar los pagos de intereses, vencimientos de principal y el efectivo proveniente de nuevas deudas (Fernández, 2004; Pereyra, 2008). Como primera instancia, y utilizando el flujo de caja libre, se procede a aplicar la siguiente ecuación para determinar el flujo de caja disponible para accionistas (Pereyra, 2008).

$$CFAC = FCF - (id * (1 - T)) - D_t + D_{t+1} \quad (3.15)$$

En donde:

FCF= Flujo de caja libre

CFAC= Flujo de efectivo disponible para las acciones

$id*(1-T)$  = Intereses de la deuda netos del escudo fiscal

$-D_t + D_{t+1}$  = Flujo de efectivo del pago del principal más la nueva deuda

Posterior a la determinación del Flujo de efectivo disponible para las acciones, se procede a descontar los valores de los años proyectados por la tasa de interés que espera el accionista para obtener el valor de la empresa. La tasa de interés por la que se

descuentan los flujos es el mismo costo capital Re, calculado anteriormente al momento de realizar la estimación del valor de la empresa con el flujo de caja libre. Asimismo, se tomará en consideración dos fases, una de diez años de proyección, y la segunda considerando la perpetuidad, como lo muestra la siguiente ecuación.

$$\text{Valor de la empresa} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{CFAC}_t}{(1+ke)^t} + \frac{\text{TV}}{(1+ke)^T} \quad (3.16)$$

$$\text{TV} = \frac{\text{CFAC}_{t+1}}{R2-g} \quad (3.17)$$

En donde:

CFAC= Flujo de efectivo disponible para las acciones.

T= año

TV= valor a futuro

Ke= Tasa de descuento obtenido con el modelo CAPM

R2= Tasa de interés de la segunda fase

g=tasa de crecimiento anual estimado

Ambos métodos, el de flujo de caja libre, como el de flujo disponible para acciones, pertenecen al grupo de métodos basados en descuentos de flujo, siendo considerado por Fernández (2008), el único método de valoración conceptualmente correcto. Asimismo, Pereyra (2008) también confirmó esta afirmación, argumentando que una empresa vale lo que el mercado puede ofertar por ella, y este valor se relaciona con su potencial de generar flujos de efectivo a futuro. Por su parte, Jurgita Stankeviciene (2012) y Fernández (2008), indicaron que los métodos de flujo de caja descontados son los más utilizados, y mientras más años tenga la proyección, más complicada será la estimación del valor de la empresa.

***Elección del método a utilizar.*** Habiendo explicado los métodos de valoración, se procederá a resumir las ventajas y desventajas encontrados en cada uno de los

métodos desarrollados en el presente Capítulo, con el objetivo de justificar la elección de un método de valorización. Debido a la literatura recopilada, y la opinión de diversos autores, se escogió utilizar el método de Flujo de Caja Libre para estimar la capitalización bursátil de la empresa analizada. A continuación, en la figura 36 se resumen las principales ventajas, desventajas y las conclusiones de los métodos analizados.

Método	Ventajas	Desventajas	Conclusión
<b>Valor contable</b>	Es práctico (Parra, 2013)	Es muy subjetivo (Pereyra, 2008; Parra, 2013; Mileri, Barra y Fanucci, 2004)	No se utilizará este método debido a su alto grado de subjetividad.
<b>Valor contable ajustado</b>	Es práctico y trata de enmendar el error del método de valor contable (Parra, 2013; Fernández, 2008)	Es muy subjetivo (Parra, 2013; Fernández, 2008)	No se utilizará este método debido a su alto grado de subjetividad.
<b>Múltiplo de Beneficios</b>	Es muy utilizado por inversores (Aguilar, 2015; Fernández, 2008; Parra, 2013)	Este valor muchas veces no coincide con el valor de mercado de la empresa (Casanovas y Santandreu, 2011) Puede ocasionar problemas si se intenta valorizar empresas en pérdida (Labatut, 2003) Este modelo presenta imprecisiones (Parra, 2013)	No se utilizará este método debido a su alto grado de subjetividad y las imprecisiones que puede presentar
<b>Flujo de Caja libre</b>	Pertenece a la única familia de métodos conceptualmente correctos (Fernández, 2008; Pereyra, 2008) Se encuentra entre los métodos más utilizados por inversionistas (Stankeviciene, 2012; Fernández, 2008) Los flujos de caja libre tienen el potencial de determinar la importancia de la empresa en la industria y conocer su situación actual en la misma (Armendáriz, 2012)	Mientras más años tenga la proyección, más impreciso (Stankeviciene, 2012) Las fuerzas del mercado pueden alterar las proyecciones (Gutiérrez y Gonzáles, 2014)	Este método fue el escogido para utilizarse, debido a que de acuerdo a algunos autores, pertenece a la única familia de métodos conceptualmente correctos, y a la importancia del flujo de caja libre de una empresa
<b>Flujo de efectivo disponible para las acciones</b>	Pertenece a la única familia de métodos conceptualmente correctos (Fernández, 2008; Pereyra, 2008) Se encuentra entre los métodos más utilizados por inversionistas (Stankeviciene, 2012; Fernández, 2012)	Mientras más años tenga la proyección, más impreciso (Stankeviciene, 2012) Las fuerzas del mercado pueden alterar las proyecciones (Gutiérrez y Gonzáles, 2014)	Pese a lo similar de este método con respecto al método del flujo de caja libre, se optó por escoger este último, debido a la importancia que tiene el flujo de caja libre para una empresa

*Figura 36.* Ventajas y desventajas de los métodos desarrollados.

En el presente capítulo se analizaron por separado algunos de los métodos más utilizados en la valorización de empresas. Como se pudo observar, todos los métodos tienen sus ventajas y desventajas, siendo el punto débil más común el nivel de subjetividad, pues esto impide que entre dos consultores con distintos criterios no se

obtenga un resultado similar. Es por ello que, debido a los argumentos presentados en el presente Capítulo, ventajas y desventajas de los métodos de valorización de empresas, se decidió escoger el método basado en flujos de caja libres para la estimación de la capitalización bursátil de la empresa analizada.



## Capítulo VI: Metodología de Valorización de Acciones

**Exoneración de responsabilidad.** El siguiente capítulo contiene información obtenida de fuentes fiables y de acceso gratuito. Las menciones realizadas a empresas particulares o específicas son únicamente con fines académicos sin intención de divulgar información que pueda ser confidencial o sensible.

### 6.1. Consideraciones previas

Como se explicó con anterioridad, se utilizó la metodología basada en flujos de cajas libres con el objetivo de conocer la capitalización bursátil de una empresa referente de la industria cervecera peruana. Este método, como su nombre indica, requiere de flujos de caja libres proyectados, a los cuales se les tiene que descontar por una tasa de interés que se espera tener durante los próximos años. Estos flujos de caja libre dependen de la proyección que realice el consultor y el criterio que se utilice para estimarlos, y se aconseja tener previamente información histórica de la empresa. Posterior a la recolección de data histórica, se proyectan los Estados de Ganancias y Pérdidas y Los Estados de Situación Financiera, considerando como punto de partida el último reporte de la empresa.

En este trabajo de investigación se utilizaron 10 años de data histórica y se consideraron dos fases de rendimiento, la primera de una duración de 10 años; y la segunda, de una duración infinita, mejor conocida como perpetuidad. Una vez realizada la proyección, se consideró el modelo de CAPM para la estimación del costo de capital, y una vez obtenido este valor, se procedió a estimar el costo promedio ponderado de una empresa (WACC), el cual fue utilizado como la tasa de descuento de los flujos proyectados. Por último, se descontaron los flujos de efectivo proyectados por el WACC y al valor presente se le procedió a dividir por el número de acciones,

considerando el valor nominal de cada una de ellas, y se obtuvo la capitalización bursátil de la empresa analizada.

## **6.2. Metodología aplicada**

***Recopilación de data histórica.*** Como primer paso se recolectó la información financiera de la empresa analizada de los últimos 10 años. Debido a que el último registro de información que esta realizó al momento de la elaboración de este documento fue en diciembre de 2018, se consideraron los datos desde el año 2009 hasta el 2018 para cubrir toda la información financiera requerida. Esta información se obtuvo de la Superintendencia del Mercado de Valores del Perú. Posterior a la obtención de esta información, se procedió a organizarla de tal manera que sea de fácil lectura y análisis, para poder realizar las proyecciones de manera más dinámica y precisa. Se enfocó primordialmente en el análisis histórico del Estado de Resultados y el Estado de Situación de la empresa, debido a que los flujos de efectivo dependen principalmente de estos valores.

***Estimación de los flujos proyectados del Estado de Resultados.*** En el caso del Estado de Resultados, se realizó una estimación de la tasa de crecimiento que se había tenido de año en año durante los últimos 10 años. A estas tasas se les procedió a realizar un promedio aritmético, geométrico y suavización exponencial simple, considerando una tasa de suavización de 0.5. Se optó por utilizar el método de suavización exponencial simple, debido a que de acuerdo con Blaconá, Magnano y Andreozzi (2012), es de los métodos que tuvieron resultados óptimos de forma empírica en el área de los negocios, es de los más conocidos, y puede pronosticar en base a un análisis de períodos previos. Asimismo, de acuerdo con Gardner, Diaz-Saiz (citados en Pérez, Moquera y Bravo, 2012) aplicación de modelos de pronóstico de consumo masivo), al

aplicar el método de suavización simple en un estudio relacionado a la industria de las comunicaciones, se obtuvieron mejores pronósticos con este último.

Así también, debido a los efectos del COVID 19, se tuvo en consideración que iba a haber una disminución de ingresos durante el año 2020, por lo que, para considerar las repercusiones de la pandemia, se decidió por realizar dos regresiones lineales: una entre los ingresos de la empresa analizada y el PBI no primario de alimentos y bebidas (aquí se encuentran las bebidas alcohólicas) y otro considerando el PBI no primario de alimentos y bebidas y el PBI total del Perú. Se realizó esto con el objetivo de poder estimar cuánto iban a descender los ingresos de la empresa analizada a partir de las proyecciones de disminución del PBI del Perú que indicó el Banco Mundial en su informe Global Economic Prospects, publicado en junio de 2020. Este informe estimó una disminución del PBI de 12% para el año 2020, y un incremento del 7% para el año 2021. Una vez determinados los posibles ingresos para los años 2020 y 2021, se procedió a considerar la tasa de crecimiento estimada a partir del análisis de los 10 años históricos.

Posterior a ello, para estimar las demás cuentas, como el costo de ventas, gasto de ventas, gasto de administración, ingresos operativos, etc., se optó por determinar el porcentaje con respecto a los ingresos de los últimos 10 años. A los porcentajes hallados se les procedió a realizar un promedio aritmético, geométrico y suavización exponencial, considerando también un factor de suavización de 0.5. Luego se escogió el porcentaje a utilizar y se multiplicaron los ingresos proyectados por este valor, y se obtuvieron todas las cuentas de los siguientes 10 años del Estado de Resultados. La única cuenta en la que no se tomó en cuenta esta consideración fue en el caso de Gasto por Impuesto a las Ganancias, cuyo valor se estimó como el promedio utilizando

suavización exponencial del porcentaje del Resultado antes de Impuesto a las Ganancias de los últimos diez años.

***Estimación de los flujos proyectados del Estado de Situación Financiera.*** Para este caso se realizó de manera similar a lo considerado en la proyección del Estado de Resultados. Sin embargo, aquí se utilizó adicional a la variación histórica, otras consideraciones para que los activos totales coincidan con los pasivos más el patrimonio. En el caso de los inventarios, Gastos pagados por Anticipado, Propiedades de Inversión, Propiedades, Plantas y Equipo, Plusvalía, Provisión por Beneficios a los Empleados, Otros Pasivos Financieros, Cuentas por pagar comerciales, Provisión por Beneficios a los Empleados, Pasivo por impuestos diferidos, Capital Emitido, Primas de Emisión, Acciones de Inversión, Acciones Propias en Cartera, Otras Reservas de Capital se consideraron las variaciones históricas de estas cuentas y se optó por utilizar el promedio por suavización exponencial considerando un factor de suavización de 0.5. Adicional a este criterio, en el año 2020, debido al COVID 19, se optó por mantener estáticas algunas de estas cuentas o incluso disminuirlas en proporción a la disminución de los ingresos.

Para las otras cuentas como las Cuentas por cobrar comerciales, Otros Activos no financieros, Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación, Activos Intangibles distintos de la plusvalía, Otros Pasivos Financieros, Cuentas por Pagar comerciales y otras cuentas por pagar, Otras provisiones, Pasivos por impuestos a las Ganancias, Otros Pasivos no financieros, y otras Reservas de Patrimonio se optó por considerar el promedio por suavización exponencial, con un factor de suavización de 0.5, del porcentaje con respecto a los ingresos de los últimos 10 años, e incrementar proporcionalmente algunas cuentas en proporción al incremento de ingresos.

Adicional a ello, se añadieron las cuentas de Dividendos en efectivo declarados y el Incremento (Disminución) por Transferencia y Otros cambios de patrimonio. Estas cuentas se consideraron con el objetivo de poder estimar los Resultados Acumulados de los años proyectados. Estas dos cuentas se estimaron en base al promedio por suavización exponencial, con un factor de suavización de 0.5, del porcentaje con respecto a la ganancia neta de la empresa analizada de los últimos 10 años. Por último, la cuenta de Resultados Acumulados se calculó a partir de los Resultados Acumulados del año pasado, las Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio, los Dividendos en efectivo declarados y el Incremento (Disminución) por Transferencia y Otros Cambios de Patrimonio, como se indica en la ecuación 6.01. Para finalizar, la cuenta de Efectivo y Equivalentes al efectivo se estimó en base a la diferencia de los activos y los pasivos más patrimonio, como se indica en la ecuación 6.02.

$$RAC_n = RAC_{n-1} + GN + DIV + INC \quad (6.01)$$

$$Ef = PC + PNC + Pt - AC - ANC \quad (6.02)$$

En donde:

$RAC_n$  = Resultados acumulados del año presente

$RAC_{n-1}$  = Resultados acumulados del año pasado

GN = Ganancia neta del presente año

DIV = Dividendos en efectivo declarados

INC = Incremento por transferencia y otros cambios de patrimonio

Ef = Efectivo y equivalentes al efectivo

PC = Pasivos corrientes

PNC = Pasivos no corrientes

Pt = Patrimonio

AC = Activos corrientes sin considerar el efectivo

ANC = Activos no corrientes

**Estimación de la depreciación y la amortización.** Con el objetivo de realizar el flujo de efectivo de años venideros fue necesario la estimación de la depreciación y la amortización de los 10 años históricos analizados con anterioridad. Para la proyección, tanto de la depreciación como de la amortización, se estimó el porcentaje que representaban con respecto a los ingresos, luego se utilizó el promedio por suavización exponencial de los 10 años históricos para proyectar los 10 años venideros. Cabe recalcar que se realizó de forma independiente tanto para la depreciación como la amortización.

**Estimación del flujo de caja libre.** Posterior a la estimación del Estado de Resultados y el Estado de Situación Financiera a 10 años, se procedió a utilizar los datos de algunas cuentas para estimar el flujo de caja libre de efectivo. Para ello, en primera instancia se calculó la utilidad Bruta, a partir de los Ingresos de actividades ordinarias y el costo de ventas (ver ecuación 6.03). Posterior a este cálculo, a la utilidad bruta se le restaron los Gastos administrativos, de venta, distribución y operativos (sin considerar la depreciación ni la amortización) y la depreciación y amortización, como se muestra en la ecuación 6.04. Una vez obtenida la utilidad operativa, se procedió a estimar la utilidad antes de impuestos e intereses (EBIT en inglés) sumando a la utilidad operativa la participación en subsidiarias (ver ecuación 6.05). Al EBIT se le restó el impuesto a la renta, cuyo porcentaje de descuento se estimó en base al histórico de los últimos 10 años, y se obtuvo el beneficio operativo después de impuestos, mejor conocido como NOPAT por sus siglas en inglés (ver ecuación 6.06).

$$I - CV = UB \quad (6.03)$$

$$UB - GA - (D + A) = UO \quad (6.04)$$

$$UO + IP = EBIT \quad (6.05)$$

$$\text{EBIT} - \text{IMP} = \text{NOPAT} \quad (6.06)$$

En donde:

I= Ingresos de actividades ordinarias

CV=Costo de ventas

UB = Utilidad bruta

GA= Gastos administrativos, de venta, distribución y operativos

D = Depreciación

A = Amortización

UO = Utilidad operativa

EBIT = Utilidad antes de impuestos e intereses

IMP = Impuestos

NOPAT= Beneficio operativo después de impuestos

Después de la estimación del NOPAT, se tienen que realizar ajustes de efectivo debido a la depreciación, cuentas por pagar, cuentas por cobrar, inventario e inversiones de la empresa. Para lograr esto como primer paso se añadió la depreciación y la amortización que anteriormente fueron restados. Asimismo, se añadió el ajuste de cuentas por cobrar, restando las cuentas por cobrar del año anterior con respecto al año a este año (ver ecuación 6.07), debido a que, si la empresa tiene menos cuentas por cobrar este año, esto se traduce en un flujo de efectivo mayor debido al cobro de cuentas pendientes. De igual manera, se realizó un ajuste de cuentas por pagar, a partir de la resta de las cuentas por pagar del presente año menos las cuentas por pagar del año pasado, debido a que, si la empresa tiene menos cuentas por pagar este año con respecto al año anterior, significa que se desembolsó parte de la deuda y esto implica un menor flujo de efectivo (ver ecuación 6.08). Del mismo modo, se realizó un ajuste por inventarios, a partir de la resta de los inventarios del año pasado menos los inventarios

del presente año, debido a que, si el presente año se tiene menos inventarios que el año pasado, eso se traduce en más efectivo disponible para la empresa (ver ecuación 6.09). Por último, se realizó el ajuste por inversiones de la empresa (CAPEX, por sus siglas en inglés) a partir de la resta de las inversiones (Propiedades de Inversión; Propiedades, Planta y Equipo (neto); Activos intangibles distintos de la plusvalía; y Plusvalía) del año pasado menos el presente año sin considerar la depreciación (ver ecuación 6.10), debido a que, si la empresa tiene más inversiones el presente año, esto se traduce en menos efectivo disponible. Por último, luego de todos los ajustes anteriormente explicados, y adicionando el NOPAT (ver ecuación 6.11), se obtuvo el Flujo de Caja Libre, y se aplicó el mismo procedimiento para los 10 años siguientes.

$$ACxC = CxC_{n-1} - CxC_n \quad (6.07)$$

$$ACxP = CxP_n - CxP_{n-1} \quad (6.08)$$

$$AxI = I_{n-1} - I_n \quad (6.09)$$

$$CAPEX = Inv_{n-1} - (Inv_n + D) \quad (6.10)$$

$$FCL = NOPAT + D + A + ACxP + ACxC + AxI + CAPEX \quad (6.11)$$

En donde:

$ACxC$  = Ajuste de cuentas por cobrar

$CxC_{n-1}$  = Cuentas por cobrar del año pasado

$CxC_n$  = Cuentas por cobrar del presente año

$ACxP$  = Ajuste de cuentas por pagar

$CxP_n$  = Cuentas por pagar del presente año

$CxP_{n-1}$  = Cuentas por pagar del año pasado

$AxI$  = Ajuste por inventarios

$I_n$  = Inventarios del presente año

$I_{n-1}$  = Inventarios del año pasado

$CAPEX$  = Gastos de inversión de la empresa analizada

$Inv_{n-1}$  = Inversiones del año pasado

$Inv_n$  = Inversiones del presente año

$D$  = Depreciación

$NOPAT$  = Beneficio operativo después de impuestos

$FCL$  = Flujo de caja libre

### ***Estimación del costo de capital utilizando el modelo Capital Asset Pricing***

**Model.** Este valor se estima a partir de la ecuación 6.12, y en base a parámetros preestablecidos. El costo de capital, es un valor sumamente importante para la estimación de la capitalización bursátil, pues en base a este valor se estimará el WACC, el cual se descontará a los flujos de efectivo libres proyectados. Con el objetivo de determinar el costo del capital a través del modelo del CAPM, es necesario conocer los valores que este modelo solicita. Estos valores con tomados de fuentes confiables, como los proporcionados por Damodarán de forma gratuita. En el caso de este trabajo, se seguirán los criterios tomados en trabajos previos de valorización como los realizados por Macroinvest (2017), Macroconsult (2009), Apoyo Consultoría (2015), Anheuser-Busch Inbev SA/NV (2016), y Dávila (2012), y como fuente principal se utilizarán los valores proporcionados por Damodarán.

Con el objetivo de estimar el costo de capital, primero se determinó la tasa de retorno libre de riesgo, que vendría a ser equivalente al rendimiento de los bonos del tesoro americano a 10 años. Este valor se obtuvo en base a los datos disponibles proporcionados por Damodarán y es el correspondiente a al rendimiento de los bonos del tesoro americano a 10 años, los cuales son considerados como un activo libre de riesgo. Con respecto al beta del sector, denominado también beta desapalancado, se estimó en base al beta indicado por Damodarán para el sector de bebidas alcohólicas, al

cual se “apalancó” de acuerdo a la deuda y el patrimonio de la compañía analizada, como se indica en la ecuación 6.13.

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + R_p \quad (6.12)$$

$$\beta = \beta_u * \left(1 + \left(\frac{D}{E}\right) * (1 - T)\right) \quad (6.13)$$

En donde:

$K_e$  = Costo del capital

$R_f$  = Tasa libre de retorno de riesgo

$R_m$  = Rendimiento del mercado

$R_p$  = Riesgo país

$\beta$  = Beta apalancado

$\beta_u$  = Beta desapalancada

$D$  = Deuda

$E$  = Patrimonio

$T$  = Impuestos

Con respecto al rendimiento del mercado, este valor se estimó en base a una recopilación histórica de la acción S&P 500, que viene a ser el índice bursátil en base a la capitalización bursátil de 500 empresas más representativas que cotizan en la bolsa. Para la estimación de la prima por riesgo del mercado se tomó en consideración la diferencia de rendimientos anuales del índice S&P500 y los bonos del tesoro americano. Se consideraron los valores proporcionados por Damodarán desde el año 1928 hasta el 2018, debido a que anterior a 1928 no se dispone de información y considerando también que este año fue utilizado en otros trabajos de consultoría, como el realizado por Macroinvest el año 2017. Posterior a ello se determinó la diferencia del rendimiento anual del índice S&P500 y los bonos del tesoro americano (ver ecuación 6.14) de cada año, con el objetivo de determinar el rendimiento adicional que exige el mercado con

respecto a un activo libre de riesgo. Luego se procedió a obtener el promedio aritmético de estos valores (ecuación 6.15) desde 1928 hasta el año 2018, finalizando con la estimación de la prima por riesgo de mercado (6.16). Este procedimiento se realizó de acuerdo lo mencionado por Dávila en el año 2012 para la estimación de la prima de mercado, siendo esta el promedio de la diferencia del rendimiento del índice bursátil S&P500 y el rendimiento de los bonos del tesoro americano. Después se tiene que adicionar el riesgo país, el cual se encuentra disponible en los datos proporcionados por Damodarán. Para el caso particular del Perú, Damodarán realizó un reporte del riesgo país por año, por lo que, debido a que el rango de tiempo considerado para la recopilación histórica fue de 10 años, se consideró un rango igual para la determinación del riesgo país, a partir del promedio por suavización exponencial. A este rendimiento obtenido se tiene que afectar por la tasa de inflación del Perú con respecto a los Estados Unidos para obtener la tasa de interés real, por lo que se utilizó la ecuación de la igualdad de Fisher, ilustrada en la ecuación 6.17, y se obtuvo finalmente el Costo del capital.

$$MP_n = \%S\&P500_n - \%USTbonds_n \quad (6.14)$$

$$MP = \frac{MP_1 + MP_2 + \dots + MP_n}{n} \quad (6.15)$$

$$R_m - R_f = MP \quad (6.16)$$

$$Ke_\pi = (1 + Ke) * \frac{(1 + \pi_{Perú})}{(1 + \pi_{EEUU})} - 1 \quad (6.17)$$

En donde:

$Ke_\pi$  = Costo del capital considerando la inflación

$MP_n$  = Diferencia del rendimiento del índice S&P500 y los bonos del tesoro americano del año n

MP = Promedio aritmético de las diferencias del rendimiento del índice S&P500 y los bonos del tesoro americano

$R_m - R_f =$  Prima por el rendimiento del mercado

$K_e =$  Costo de capital

$\pi_{\text{Perú}} =$  Expectativas de inflación del Perú

$\pi_{\text{EEUU}} =$  Expectativas de inflación de los Estados Unidos

**Estimación del costo promedio del capital (WACC).** Para la estimación de este valor se utiliza el costo de capital determinado con anterioridad. Como su nombre lo indica, es el costo promedio del capital de la empresa, por lo que se pondera la tasa de interés de las deudas y arrendamiento financieros con la tasa de interés del patrimonio, que vendría a ser el costo de capital. Para determinar este valor se utiliza la ecuación 6.18, y los montos correspondientes a la deuda financiera y el capital se extraen del último reporte financiero de la empresa, que en este caso fue diciembre de 2018.

$$WACC = \frac{K_{e\pi} * E}{E+D} + \frac{R_d * D * (1-T)}{E+D} \quad (6.18)$$

En donde:

WACC= Costo promedio del capital

$K_{e\pi} =$  Costo del capital considerando la inflación

E = Capital

D = Deuda

$R_d =$  Interés promedio de la deuda

T = Impuesto

**Estimación de la perpetuidad.** Como se mencionó con anterioridad, para estimar la capitalización bursátil de la empresa referente de la industria cervecera peruana se procedió a considerar dos fases, una de 10 años de duración, y la otra perpetua. Para calcular este valor se consideró la misma tasa de descuento que en la primera fase de 10 años y una tasa de crecimiento  $g$ . Por último, se aplicó la ecuación

6.19 para obtener el valor en el año 10 de la fase de perpetuidad de la empresa analizada.

$$VP = \frac{FCL_{10}*(1+g)}{WACC-g} \quad (6.19)$$

En donde:

VP= Valor de la perpetuidad

FCL<sub>10</sub>= Flujo de caja libre del año 10

g= Tasa de crecimiento

WACC = Costo promedio del capital

**Descuento de flujos futuros.** Posterior a la determinación del WACC se procede a descontar los flujos de caja libre proyectados por el WACC. Debido a que se consideraron dos fases, una de 10 años de duración y la otra perpetua, se procedió a descontar a los flujos de la primera fase de acuerdo al año proyectado y la tasa de interés WACC. Mientras que para la segunda fase, debido a que se tenía el valor de la perpetuidad en el año 10, se procedió a descontar al valor de la perpetuidad por la tasa de interés WACC de forma similar al flujo de efectivo proyectado del año 10, como se muestra en la ecuación 6.20.

$$FCP = \sum_{t=1}^{10} \frac{FCL_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\frac{FCL_{10}*(1+g)}{WACC-g}}{(1+WACC)^{10}} \quad (6.20)$$

En donde:

WACC= Costo promedio del capital

FCL<sub>t</sub> = Flujo de caja libre en el año t

g = Tasa de crecimiento

FCP = Flujo de caja a valor presente

**Estimación de la capitalización bursátil.** Como último paso, se procederá a la estimación de la capitalización bursátil de la empresa analizada a partir de la suma de

todos los flujos descontados por el WACC con el objetivo de estimar su valor a diciembre de 2018. Una vez obtenido este valor, se procede a sumar la caja de efectivo y a restar la deuda de la empresa, para obtener el valor de la empresa expresado en miles de soles (ver ecuación 6.21). Asimismo, se consideraron los tres tipos de acciones que a la fecha de esta investigación se tienen a disposición: las de inversión y las comunes (A y B). Se estimó el porcentaje de las acciones en base al número y el valor de estas en diciembre de 2018 a partir de la distribución de derechos económicos (ver ecuación 6.22). Finalmente, para conocer el valor de la acción se dividió el valor actual de la empresa entre el número total de acciones, como se muestra en la ecuación 6.23.

$$\text{Capitalización bursátil} = \text{FCP} + \text{C} - \text{D} \quad (6.21)$$

$$\%I = \frac{\text{VI1} \cdot \text{NI1}}{\text{VI1} \cdot \text{NI1} + \text{VAC1} \cdot \text{NAC1} + \text{VBC1} \cdot \text{NBC1}} \quad (6.22)$$

$$\text{VI} = \frac{\text{Capitalización bursátil} \cdot \%I \cdot 1000}{\text{NI1}} \quad (6.23)$$

En donde:

FCP= Flujo de caja a valor presente

C = Caja de efectivo del año 2018

D = Deudas del año 2018

NI1 = Número de acciones de inversión

NAC1 = Número de acciones comunes A

NBC1 = Número de acciones comunes B

VI1 = Valor de la acción de Inversión de acuerdo a la BVL

VAC1 = Valor de la acción común A de acuerdo a la BVL

VBC1 = Valor de la acción común B de acuerdo a la BVL

%I = Porcentaje de las acciones de inversión

VI = Valor de la acción de inversión

En el presente capítulo se detalló el procedimiento a seguir para la estimación de la capitalización bursátil de la empresa analizada y estimar el valor de la acción de inversión. Asimismo, se explicaron las fórmulas y consideraciones a utilizar en el siguiente capítulo, sustentados en diversos autores y trabajos de consultoría previos, comenzando con: (a) recopilación histórica, (b) estimación de los flujos proyectados del Estado de Resultados, (c) estimación de los flujos proyectados del Estado de Situación Financiera, (d) estimación de la depreciación y la amortización, (e) estimación del flujo de caja libre, (f) estimación del costo del capital utilizando el modelo *Capital Asset Pricing Model*, (g) estimación del costo promedio del capital (WACC), (h) estimación de la perpetuidad, (i) descuento de flujos futuros, y (j) estimación de la capitalización bursátil.

## **Capítulo VII: Resultados de la Valorización**

**Exoneración de responsabilidad.** El siguiente capítulo contiene información obtenida de fuentes fiables y de acceso gratuito. Las menciones realizadas a empresas particulares o específicas son únicamente con fines académicos sin intención de divulgar información que pueda ser confidencial o sensible.

A continuación, se expondrán los resultados obtenidos aplicando la metodología de los flujos de caja libre para estimar la capitalización bursátil de la empresa analizada. Se procederá a mostrar, de forma congruente con lo explicado en el Capítulo VI, los cálculos efectuados en este trabajo de investigación. Se abordará desde la recopilación histórica hasta la obtención del valor de la acción.

### **7.1. Recopilación de data histórica**

Como se explicó con anterioridad, se procedió a recopilar la información histórica disponible de los últimos 10 años de la empresa líder de la industria cervecera peruana. Se recopiló específicamente información concerniente al Estado de Resultados y el Estado de Situación Financiera. A continuación, se muestra la recopilación realizada:

CUENTA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Activos</b>										
<b>Activos Corrientes</b>										
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	\$/192,672	\$/167,145	\$/122,594	\$/113,511	\$/94,996	\$/117,860	\$/322,731	\$/496,952	\$/1,136,937	\$/382,445
Otros Activos Financieros	\$/0									
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	\$/307,217	\$/419,146	\$/434,809	\$/389,255	\$/449,927	\$/465,562	\$/393,607	\$/301,287	\$/876,936	\$/1,516,207
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)	\$/219,609	\$/198,076	\$/226,065	\$/273,033	\$/236,101	\$/261,824	\$/259,453	\$/215,269	\$/271,733	\$/197,298
Otras Cuentas por Cobrar (neto)	\$/88,979	\$/121,070	\$/208,744	\$/116,222	\$/213,826	\$/203,738	\$/134,154	\$/85,998	\$/602,203	\$/318,909
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	\$/18,629	\$/155,136	\$/159,619	\$/71,084	\$/100,714	\$/156,227	\$/57,249	\$/17,056	\$/89,858	\$/86,903
Anticipos		\$/24,681	\$/24,681	\$/18,682	\$/23,334	\$/31,631	\$/26,076	\$/12,871	\$/5,963	\$/6,740
Inventarios	\$/208,540	\$/171,603	\$/194,983	\$/180,264	\$/193,692	\$/167,970	\$/160,861	\$/154,201	\$/183,577	\$/198,098
Activos Biológicos										
Activos por Impuestos a las Ganancias										
Gastos pagados por Anticipado	\$/33,029	\$/10,393								
Otros Activos no financieros			\$/26,705	\$/18,180	\$/18,180	\$/18,180				
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>\$/741,458</b>	<b>\$/786,467</b>	<b>\$/779,091</b>	<b>\$/701,210</b>	<b>\$/756,795</b>	<b>\$/769,572</b>	<b>\$/877,199</b>	<b>\$/952,440</b>	<b>\$/2,197,450</b>	<b>\$/2,132,138</b>
<b>Activos No Corrientes</b>										
Otros Activos Financieros	\$/7,086	\$/7,843	\$/6,754	\$/4,603	\$/5,032	\$/5,167	\$/5,579	\$/5,143	\$/7,068	\$/7,059
Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación	\$/306,278	\$/382,870	\$/282,571	\$/281,143	\$/277,255	\$/280,496	\$/300,628	\$/348,673	\$/979,773	\$/2,091,355
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	\$/0	\$/0	\$/0	\$/0	\$/0	\$/0	\$/0	\$/0	\$/0	\$/0
Cuentas por Cobrar										
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas										
Anticipos										
Activos Biológicos										
Propiedades de Inversión	\$/14,992							\$/18,312	\$/16,824	\$/12,498
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	\$/1,472,699	\$/1,679,230	\$/1,775,563	\$/1,921,858	\$/1,999,628	\$/2,059,065	\$/2,106,049	\$/2,038,593	\$/1,979,229	\$/1,939,760
Activos intangibles distintos de la plusvalía	\$/548,056	\$/454,055	\$/212,037	\$/266,115	\$/283,034	\$/283,487	\$/292,343	\$/203,476	\$/79,917	\$/62,145
Activos por impuestos diferidos										
Plusvalía			\$/273,253	\$/273,253	\$/273,253	\$/273,253	\$/273,253	\$/273,253	\$/273,253	\$/273,253
Otros Activos no financieros										
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>\$/2,349,111</b>	<b>\$/2,523,998</b>	<b>\$/2,550,178</b>	<b>\$/2,746,972</b>	<b>\$/2,838,202</b>	<b>\$/2,901,468</b>	<b>\$/2,977,852</b>	<b>\$/2,887,450</b>	<b>\$/3,333,064</b>	<b>\$/4,386,069</b>
<b>Total de Activos</b>	<b>\$/3,090,569</b>	<b>\$/3,310,465</b>	<b>\$/3,329,269</b>	<b>\$/3,448,182</b>	<b>\$/3,594,997</b>	<b>\$/3,671,040</b>	<b>\$/3,855,051</b>	<b>\$/3,839,890</b>	<b>\$/5,530,514</b>	<b>\$/6,518,208</b>
<b>Pasivos y Patrimonio</b>										
<b>Pasivos Corrientes</b>										
Otros Pasivos Financieros	\$/3,280	\$/231,562	\$/110,623	\$/115,498	\$/127,362	\$/123,656	\$/128,958	\$/178,046	\$/21,648	\$/16,064
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	\$/581,810	\$/606,169	\$/676,002	\$/854,909	\$/848,495	\$/938,171	\$/1,086,196	\$/1,128,565	\$/2,863,147	\$/3,589,995
Cuentas por Pagar Comerciales	\$/135,242	\$/134,628	\$/235,550	\$/281,754	\$/283,942	\$/357,722	\$/350,754	\$/391,953	\$/638,000	\$/847,505
Otras Cuentas por Pagar	\$/339,618	\$/331,131	\$/440,447	\$/463,232	\$/478,760	\$/487,878	\$/545,398	\$/595,971	\$/1,627,147	\$/2,742,490
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	\$/72,950	\$/140,410	\$/31,005	\$/109,403	\$/85,793	\$/92,571	\$/546,601	\$/566,641	\$/545,432	\$/312,991
Ingresos diferidos										
Provisión por Beneficios a los Empleados	\$/17,638	\$/63,428	\$/10,488	\$/10,125	\$/11,286	\$/2,342	\$/2,324	\$/3,917	\$/3,999	\$/3,772
Otras provisiones	\$/4,112	\$/25,362	\$/20,014	\$/14,886	\$/22,599	\$/11,716	\$/10,545	\$/247,335	\$/246,554	\$/246,164
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	\$/57,143	\$/27,382	\$/77,084	\$/86,321	\$/57,032	\$/8,288	\$/69,942	\$/21,297	\$/0	\$/0
Otros Pasivos no financieros	\$/2,345	\$/14,681								
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>\$/663,983</b>	<b>\$/976,248</b>	<b>\$/906,872</b>	<b>\$/1,081,739</b>	<b>\$/1,066,774</b>	<b>\$/1,084,173</b>	<b>\$/1,298,165</b>	<b>\$/1,592,220</b>	<b>\$/3,144,813</b>	<b>\$/3,854,995</b>
<b>Pasivos No Corrientes</b>										
Otros Pasivos Financieros	\$/292,183	\$/626	\$/133,596	\$/308,849	\$/351,402	\$/248,831	\$/191,508	\$/73,716	\$/57,368	\$/67,368
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	\$/247,577	\$/334,257	\$/177,257	\$/196,793	\$/133,477	\$/122,585	\$/119,138	\$/138,944	\$/143,241	\$/155,671
Cuentas por Pagar Comerciales										
Otras Cuentas por Pagar	\$/89,434	\$/112,337	\$/144,224	\$/168,606	\$/133,477	\$/122,585	\$/0	\$/0	\$/0	\$/0
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	\$/333,618	\$/331,131	\$/409,447	\$/463,232	\$/478,760	\$/487,878	\$/545,398	\$/595,971	\$/1,627,147	\$/2,742,490
Ingresos Diferidos	\$/158,143	\$/221,920	\$/33,033	\$/28,147	\$/31,702	\$/33,272	\$/36,109	\$/29,278	\$/30,772	\$/30,672
Provisión por Beneficios a los Empleados	\$/59,199	\$/25,184								
Otras provisiones	\$/59,199									
Pasivos por impuestos diferidos	\$/176				\$/232,329	\$/200,574	\$/208,252	\$/190,806	\$/174,975	\$/170,374
Otros pasivos no financieros										
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>\$/599,135</b>	<b>\$/360,067</b>	<b>\$/407,937</b>	<b>\$/561,387</b>	<b>\$/706,357</b>	<b>\$/707,833</b>	<b>\$/610,330</b>	<b>\$/450,336</b>	<b>\$/422,704</b>	<b>\$/414,683</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>\$/1,263,118</b>	<b>\$/1,336,315</b>	<b>\$/1,314,809</b>	<b>\$/1,643,126</b>	<b>\$/1,773,131</b>	<b>\$/1,792,006</b>	<b>\$/1,908,495</b>	<b>\$/2,042,556</b>	<b>\$/3,567,517</b>	<b>\$/4,269,678</b>
<b>Patrimonio</b>										
Capital Emitido	\$/780,722	\$/780,722	\$/780,722	\$/780,722	\$/780,722	\$/780,722	\$/780,722	\$/780,722	\$/780,722	\$/780,722
Primas de Emisión	\$/4,383	\$/1,516	\$/6,526	\$/196,793	\$/31,890	\$/42,913	\$/47,449	\$/60,232	\$/60,232	\$/60,232
Acciones de Inversión	\$/569,515	\$/569,515	\$/569,515	\$/569,515	\$/569,515	\$/569,515	\$/569,515	\$/569,515	\$/569,515	\$/569,515
Acciones Propias en Cartera	\$/1,737	\$/1,737	\$/1,737	\$/1,737	\$/1,737	\$/1,737	\$/1,737	\$/1,737	\$/1,737	\$/1,737
Otras Reservas de Capital	\$/243,965	\$/244,059	\$/244,242	\$/243,911	\$/243,883	\$/243,919	\$/244,164	\$/243,900	\$/243,967	\$/244,686
Resultados Acumulados	\$/144,563	\$/377,402	\$/423,659	\$/201,709	\$/190,016	\$/227,649	\$/294,206	\$/142,861	\$/238,842	\$/336,902
Otras Reservas de Patrimonio	\$/94,806	\$/2,673	\$/10,467	\$/10,351	\$/7,577	\$/16,053	\$/12,217	\$/1,741	\$/11,456	\$/88,810
Patrimonio Atributable a los Propietarios de la Controladora	\$/1,827,451	\$/1,974,150	\$/2,012,460	\$/1,805,056	\$/1,821,866	\$/1,879,034	\$/1,946,556	\$/1,797,334	\$/1,962,997	\$/2,249,130
Participaciones No Controladoras										
<b>Total Patrimonio</b>	<b>\$/1,827,451</b>	<b>\$/1,974,150</b>	<b>\$/2,012,460</b>	<b>\$/1,805,056</b>	<b>\$/1,821,866</b>	<b>\$/1,879,034</b>	<b>\$/1,946,556</b>	<b>\$/1,797,334</b>	<b>\$/1,962,997</b>	<b>\$/2,249,130</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>\$/3,090,569</b>	<b>\$/3,310,465</b>	<b>\$/3,329,269</b>	<b>\$/3,448,182</b>	<b>\$/3,594,997</b>	<b>\$/3,671,040</b>	<b>\$/3,855,051</b>	<b>\$/3,839,890</b>	<b>\$/5,530,514</b>	<b>\$/6,518,208</b>

Figura 37. Estado de Situación Financiera de la empresa analizada del año 2009 al 2018

CUENTA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos de actividades ordinarias	\$/2,372,272	\$/2,591,358								
Prestación de servicios	\$/75,344	\$/83,365								
Ingresos de actividades ordinarias	\$/2,447,616	\$/2,674,723	\$/3,086,315	\$/3,467,170	\$/3,541,413	\$/3,692,280	\$/3,947,443	\$/4,065,717	\$/4,367,443	\$/4,617,046
Costo de Ventas	\$/806,977	\$/847,910	\$/866,410	\$/948,173	\$/949,185	\$/1,016,341	\$/1,073,950	\$/1,130,631	\$/1,176,410	\$/1,189,936
<b>Ganancia (Pérdida) Bruta</b>	<b>\$/1,640,639</b>	<b>\$/1,826,812</b>	<b>\$/2,219,905</b>	<b>\$/2,518,997</b>	<b>\$/2,592,228</b>	<b>\$/2,675,939</b>	<b>\$/2,873,493</b>	<b>\$/2,935,086</b>	<b>\$/3,191,033</b>	<b>\$/3,427,110</b>
Gastos de Ventas y Distribución	\$/711,017	\$/840,650	\$/896,781	\$/994,171	\$/1,011,658	\$/1,089,088	\$/1,076,372	\$/1,086,840	\$/1,794,303	\$/2,459,816
Gastos de Administración	\$/270,250	\$/347,926	\$/365,446	\$/369,547	\$/412,453	\$/483,514	\$/481,167	\$/816,339	\$/470,312	\$/372,329
Ganancia (Pérdida) de la baja en Activos Financieros medidos al Costo		\$/0	\$/0	\$/0	\$/0	\$/0	\$/0	\$/0	\$/0	\$/0
Amortizado										
Otros Gastos Operativos	\$/33,996	\$/21,642	\$/28,597	\$/52,944	\$/97,272	\$/92,712	\$/196,393	\$/52,453	\$/67,657	\$/77,058
Otros Gastos Operativos	\$/24,726	\$/21,327	\$/25,013	\$/52,043	\$/58,109	\$/41,432	\$/42,723	\$/136,208	\$/45,846	\$/41,581
Otras ganancias (pérdidas)										
<b>Ganancia (Pérdida) por actividades de operación</b>	<b>\$/668,642</b>	<b>\$/640,560</b>	<b>\$/961,262</b>	<b>\$/1,156,180</b>	<b>\$/1,207,280</b>	<b>\$/1,154,617</b>	<b>\$/1,469,624</b>	<b>\$/948,152</b>	<b>\$/948,229</b>	<b>\$/630,442</b>
Ingresos Financieros	\$/21,803	\$/67,131	\$/97,509	\$/174,972	\$/134,562	\$/1,378	\$/4,460	\$/4,757	\$/10,368	\$/24,796
Gastos Financieros	\$/41,098	\$/13,094	\$/12,849	\$/15,373	\$/25,319	\$/35,479	\$/34,834	\$/32,553	\$/21,050	\$/16,609
Otros ingresos (gastos) de las subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas										
Diferencias de Cambio neto	\$/4,539	\$/848	\$/2,528	\$/4,399	\$/16,987	\$/12,907	\$/26,151	\$/265	\$/3,846	\$/9,951
Diferencia entre el importe en libros de los activos distribuidos y el importe en libros del dividendo a pagar										
<b>Resultado antes de Impuesto a las Ganancias</b>	<b>\$/711,005</b>	<b>\$/693,749</b>	<b>\$/1,043,394</b>	<b>\$/1,320,178</b>	<b>\$/1,299,536</b>	<b>\$/1,279,864</b>	<b>\$/1,595,921</b>	<b>\$/1,107,406</b>	<b>\$/1,686,536</b>	<b>\$/2,018,114</b>
Gasto por Impuesto a las Ganancias	\$/208,913	\$/207,651	\$/312,843	\$/371,469	\$/383,921	\$/335,376	\$/415,153	\$/359,471	\$/310,364	\$/195,180
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuadas	\$/502,092	\$/486,098	\$/730,551	\$/948,709	\$/915,615	\$/944,488				

utilizaron las proyecciones del Banco Mundial con respecto al PBI del Perú para los próximos años. Estas indican que para el año 2020 se espera una disminución del 12%, mientras que para el año 2021 se espera que el PBI se incremente en un 7% (World Bank Group, 2020).

Para utilizar estos datos y estimar los ingresos, en primera instancia se procedió a relacionar el PBI por sectores productivos y la producción manufacturera por principales grupos industriales-Manufactura No primaria-Alimentos y Bebidas. En base a un histórico que abarca desde el año 2009 hasta el 2019 se determinó una relación y una ecuación que relaciona estas dos variables. A continuación, se muestran las estadísticas de la regresión estimada del PBI y la proyección de la Producción manufacturera por principales grupos industriales-Manufactura No primaria-Alimentos y Bebidas. De acuerdo a los resultados de la regresión lineal, se considera que, en efecto, existe relación entre ambos parámetros.

Año	Producto bruto interno por sectores productivos (millones S/ 2007) - PBI	Producción manufacturera por principales grupos industriales (índices base 2007) - Manufactura No Primaria - Alimentos y Bebidas
2009	352584.0168	108.46
2010	382379.9996	118.34
2011	407051.9831	124.35
2012	431272.9859	124.91
2013	456448.7179	125.02
2014	467376.4488	127.39
2015	482676.3782	127.67
2016	502224.7398	127.42
2017	514655.0361	129.49
2018	535082.8791	132.02
2019	546650.3699	141.19
2020	481052.3256	128.30
2021	514725.9883	132.27

Dato histórico  
 Dato proyectado

*Figura 39.* PBI y la Producción manufacturera no primaria por principales grupos industriales con valores tomados de las estadísticas del “Banco Central de Reserva del Perú”

## Resumen

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0.91422946
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0.835815506
R <sup>2</sup> ajustado	0.817572785
Error típico	3.462370756
Observaciones	11

## ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	549.2473087	549.247309	45.81638249	8.18897E-05
Residuos	9	107.8921012	11.9880112		
Total	10	657.1394099			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	71.69184047	8.094399107	8.85696882	9.73176E-06	53.38103756	90.00264339	53.38103756	90.00264339
Variable X 1	0.000117684	1.73863E-05	6.76877999	8.18897E-05	7.83536E-05	0.000157015	7.83536E-05	0.000157015

Figura 40. Coeficientes y parámetros de la regresión lineal entre el PBI total y la

Producción manufacturera no primaria por principales grupos industriales

Luego de estimar la producción manufacturera por principales grupos industriales - Manufactura No primaria-Alimentos y Bebidas, se procede a relacionar este valor con los ingresos de la empresa analizada, debido a que se considera que, como la empresa se desenvuelve en el sector de bebidas alcohólicas, existe relación entre estos dos parámetros. A continuación, se muestran las estadísticas de la regresión y la proyección de los ingresos estimada a partir de la regresión lineal.

Año	Producción manufacturera por principales grupos industriales (índices base 2007) - Manufactura No Primaria - Alimentos y Bebidas	Ingresos anuales
2009	108.4585385	S/ 2,447,616.00
2010	118.3422262	S/ 2,676,723.00
2011	124.3524902	S/ 3,086,315.00
2012	124.9138703	S/ 3,467,170.00
2013	125.0187014	S/ 3,541,413.00
2014	127.3869592	S/ 3,692,280.00
2015	127.6670797	S/ 3,947,443.00
2016	127.4179134	S/ 4,065,717.00
2017	129.4858156	S/ 4,367,443.00
2018	132.0218747	S/ 4,617,046.00
2019	141.192663	S/ 5,175,357.11
2020	128.3041012	S/ 3,951,515.72
2021	132.2669594	S/ 4,327,811.38

**Leyenda**

Dato histórico

Dato proyectado

Figura 41. Producción manufacturera no primaria y los ingresos anuales de la empresa analizada con valores tomados de las estadísticas del “Banco Central de Reserva del Perú”

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0.906411165
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0.8215812
R <sup>2</sup> ajustado	0.79927885
Error típico	314466.6254
Observaciones	10

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	3.64291E+12	3.6429E+12	36.83832418	0.000299396
Residuos	8	7.91114E+11	9.8889E+10		
Total	9	4.43403E+12			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	-8231679.819	1950420.015	-4.2204652	0.002913974	-12729356.44	-3734003.199	-12729356.44	-3734003.199
Variable X 1	94955.6205	15644.82622	6.06945831	0.000299396	58878.58655	131032.6545	58878.58655	131032.6545

Figura 42. Coeficientes y parámetros de la regresión lineal entre la Producción

manufactura no primaria por principales grupos industriales y los ingresos de la empresa analizada

Una vez estimados los ingresos de los años 2019, 2020 y 2021, se procedió a ingresar estos datos en la proyección estimada. De igual manera, se estimó la variación anual de los ingresos de los 10 años históricos, y a tomar el promedio por suavización exponencial para tener un estimado el porcentaje de crecimiento que los ingresos podrían tener a partir del año 2022. Por último, se procedió a estimar el porcentaje con respecto de los ingresos de las demás cuentas del Estado de Resultados considerando los 10 años históricos, y se escogió el promedio por suavización exponencial de estos para la proyección, de acuerdo a lo especificado en el Capítulo anterior.

CUENTA	Var 10/09 % Ingresos 2010	Var 11/10 % Ingresos 2011	Var 12/11 % Ingresos 2012	Var 13/12 % Ingresos 2013	Var 14/13 % Ingresos 2014	Var 15/14 % Ingresos 2015	Var 16/15 % Ingresos 2016	Var 17/16 % Ingresos 2017	Var 18/17 % Ingresos 2018	Suavización exponencial simple (SES)	Crecimiento final
Ingresos de actividades ordinarias											
Prestación de servicios											
Ingresos de actividades ordinarias	9.36%	15.30%	12.34%	2.14%	4.26%	6.91%	3.00%	7.42%	5.72%	5.86%	5.86%
Gasto de Ventas	-31.68%	-28.07%	-27.35%	-26.80%	-27.53%	-27.21%	-27.81%	-26.94%	-25.77%	-26.46%	-26.46%
<b>Ganancia (Pérdida) Bruta</b>											
Gastos de Ventas y Distribución	-31.41%	-29.06%	-28.67%	-28.57%	-29.50%	-27.27%	-26.73%	-41.08%	-53.28%	-43.72%	-43.72%
Gastos de Administración	-13.00%	-11.84%	-10.66%	-11.65%	-13.10%	-12.19%	-20.08%	-10.77%	-8.06%	-10.74%	-10.74%
Ganancia (Pérdida) de la baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado											
Otros Ingresos Operativos	0.81%	0.93%	1.53%	2.75%	2.51%	4.98%	1.29%	1.55%	1.67%	1.83%	1.83%
Otros Gastos Operativos	-0.80%	-0.81%	-1.50%	-1.64%	-1.12%	-1.08%	-3.35%	-1.05%	-0.90%	-1.28%	-1.28%
Otras ganancias (pérdidas)											
<b>Ganancia (Pérdida) por actividades de operación</b>											
Ingresos Financieros	2.51%	3.16%	5.05%	3.80%	0.04%	0.11%	0.12%	0.24%	0.54%	0.47%	0.47%
Gastos Financieros	-0.49%	-0.42%	-0.44%	-0.71%	-0.96%	-0.88%	-0.80%	-0.48%	-0.36%	-0.50%	-0.50%
Otros ingresos (gastos) de las subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas					4.67%	4.63%	4.61%	17.06%	30.09%	20.32%	20.32%
Diferencias de Cambio neto	-0.03%	-0.08%	0.13%	-0.48%	-0.35%	-0.66%	-0.01%	0.09%	-0.22%	-0.15%	-0.15%
Diferencia entre el importe en libros de los activos distribuidos y el importe en libros del dividendo a pagar											
<b>Resultado antes de impuesto a las Ganancias</b>											
Gasto por Impuesto a las Ganancias	-29.93%	-29.98%	-28.14%	-29.54%	-26.20%	-26.01%	-32.46%	-18.40%	-9.67%	-16.80%	-16.80%
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas											
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas, neta del impuesto a las ganancias											
<b>Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio</b>											

Figura 43. Variación estimada del Estado de Ganancias y Pérdidas

CUENTA	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos de actividades ordinarias										
Prestación de servicios										
Ingresos de actividades ordinarias	S/ 6.175.357,11	S/ 3.951.515,72	S/ 4.327.811,38	S/ 4.581.435,97	S/ 4.849.923,84	S/ 5.134.146,01	S/ 5.435.024,58	S/ 5.753.635,66	S/ 6.090.712,58	S/ 6.447.649,23
Costo de Ventas	S/ -1.369.448,50	S/ -1.045.509,24	S/ -1.145.180,71	S/ -1.212.292,23	S/ -1.283.036,71	S/ -1.358.544,64	S/ -1.436.160,02	S/ -1.522.441,13	S/ -1.611.681,40	S/ -1.706.110,29
<b>Ganancia (Pérdida) Bruta</b>	<b>S/ 3.805.907,61</b>	<b>S/ 2.905.996,48</b>	<b>S/ 3.182.630,67</b>	<b>S/ 3.369.143,75</b>	<b>S/ 3.566.887,13</b>	<b>S/ 3.775.601,36</b>	<b>S/ 3.996.864,55</b>	<b>S/ 4.231.094,53</b>	<b>S/ 4.479.051,18</b>	<b>S/ 4.741.538,94</b>
Gastos de Ventas y Distribución	S/ -2.282.789,06	S/ -1.727.891,26	S/ -1.882.252,71	S/ -1.953.189,93	S/ -2.030.683,18	S/ -2.114.791,79	S/ -2.203.303,89	S/ -2.301.599,22	S/ -2.409.891,88	S/ -2.528.491,48
Gastos de Administración	S/ -455.938,55	S/ -464.473,11	S/ -464.894,91	S/ -462.190,35	S/ -450.980,40	S/ -451.511,64	S/ -453.832,12	S/ -459.046,68	S/ -464.086,34	S/ -462.608,59
Ganancia (Pérdida) de la baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado	S/ 94.838,83	S/ 72.411,89	S/ 79.307,32	S/ 83.965,00	S/ 88.875,06	S/ 94.083,44	S/ 99.597,05	S/ 105.433,78	S/ 111.612,56	S/ 118.153,44
Otros Ingresos Operativos	S/ -66.052,87	S/ -80.433,03	S/ -85.238,68	S/ -88.472,68	S/ -91.899,38	S/ -95.526,85	S/ -99.369,99	S/ -103.432,14	S/ -107.735,51	S/ -112.291,08
Otros Gastos Operativos										
Otras ganancias (pérdidas)										
<b>Ganancia (Pérdida) por actividades de operación</b>	<b>S/ 1.015.985,76</b>	<b>S/ 775.730,76</b>	<b>S/ 849.602,19</b>	<b>S/ 899.391,79</b>	<b>S/ 952.099,24</b>	<b>S/ 1.007.895,52</b>	<b>S/ 1.066.961,65</b>	<b>S/ 1.129.469,27</b>	<b>S/ 1.195.681,21</b>	<b>S/ 1.265.752,23</b>
Ingresos Financieros	S/ 24.159,89	S/ 18.444,24	S/ 20.200,85	S/ 21.394,48	S/ 22.637,88	S/ 23.954,33	S/ 25.368,72	S/ 26.895,42	S/ 28.529,24	S/ 30.265,29
Gastos Financieros	S/ -26.023,83	S/ -33.869,85	S/ -41.782,02	S/ -50.017,35	S/ -58.387,41	S/ -66.816,80	S/ -75.309,54	S/ -83.961,15	S/ -92.786,81	S/ -101.784,14
Otros ingresos (gastos) de las subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas	S/ 1.051.802,57	S/ 803.077,80	S/ 879.553,44	S/ 931.098,28	S/ 985.663,84	S/ 1.043.427,12	S/ 1.104.575,53	S/ 1.169.307,44	S/ 1.237.832,87	S/ 1.310.374,12
Diferencia de Cambio neto	S/ -7.544,51	S/ -6.780,43	S/ -6.308,98	S/ -6.678,71	S/ -7.070,10	S/ -7.484,44	S/ -7.923,05	S/ -8.387,37	S/ -8.878,90	S/ -9.399,23
Diferencia entre el importe en libros de los activos distribuidos y el importe en libros del dividendo a pagar										
<b>Resultado antes de impuestos a las Ganancias</b>	<b>S/ 2.058.376,88</b>	<b>S/ 1.571.622,52</b>	<b>S/ 1.721.285,28</b>	<b>S/ 1.822.158,50</b>	<b>S/ 1.928.943,24</b>	<b>S/ 2.041.965,93</b>	<b>S/ 2.161.653,31</b>	<b>S/ 2.289.335,61</b>	<b>S/ 2.422.437,61</b>	<b>S/ 2.564.486,97</b>
Cuota por impuesto a las Ganancias	S/ -333.132,32	S/ -253.132,32	S/ -280.132,32	S/ -307.132,32	S/ -334.132,32	S/ -361.132,32	S/ -388.132,32	S/ -415.132,32	S/ -442.132,32	S/ -469.132,32
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas	S/ 1.712.659,45	S/ 1.307.658,70	S/ 1.432.144,66	S/ 1.516.115,59	S/ 1.604.965,17	S/ 1.699.021,63	S/ 1.798.590,13	S/ 1.909.993,68	S/ 2.015.574,24	S/ 2.133.693,80
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas, neta del impuesto a las ganancias										
<b>Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio</b>	<b>S/ 1.712.659,45</b>	<b>S/ 1.307.658,70</b>	<b>S/ 1.432.144,66</b>	<b>S/ 1.516.115,59</b>	<b>S/ 1.604.965,17</b>	<b>S/ 1.699.021,63</b>	<b>S/ 1.798.590,13</b>	<b>S/ 1.909.993,68</b>	<b>S/ 2.015.574,24</b>	<b>S/ 2.133.693,80</b>

Figura 44. Proyección histórica del Estado de Ganancias y Pérdidas

### 7.3. Estimación de los flujos proyectados del Estado de Situación Financiera

Al igual que se realizó con el Estado de Resultados, con respecto a la proyección del Estado de Situación Financiera se procedió a tomar en cuenta la variación histórica de los últimos 10 años. Asimismo, se tomaron en cuenta las consideraciones asumidas en el Capítulo seis. Se consideraron para la proyección tanto la variación histórica de las cuentas del Estado de Resultados y la variación histórica de los ingresos.

CUENTA	Var 10/09 %Ingresos 2010	Var 11/10 %Ingresos 2011	Var 12/11 %Ingresos 2012	Var 13/12 %Ingresos 2013	Var 14/13 %Ingresos 2014	Var 15/14 %Ingresos 2015	Var 16/15 %Ingresos 2016	Var 17/16 %Ingresos 2017	Var 18/17 %Ingresos 2018	Suavización exponencial simple (SES)	Crecimiento final
<b>Activos</b>											
<b>Activos Corrientes</b>											
Effectivo y Equivalentes al Effectivo	Se calcula para equilibrar los activos con el pasivo+patrimonio										
Otros Activos Financieros											
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	15.66%	14.09%	11.23%	12.70%	12.61%	9.97%	7.41%	20.06%	32.84%	23.75%	23.75%
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)											
Otras Cuentas por Cobrar (neto)											
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas											
Anticipos											
Inventarios	-18%	14%	-8%	7%	-13%	-4%	-4%	19%	8%	8%	7.60%
Activos Biológicos											
Activos por Impuestos a las Ganancias											
Gastos pagados por Anticipado	-69%										
Otros Activos no financieros	0.68%	0.87%	0.52%	0.51%	0.49%	0.00%	0.00%	0.00%	0.77%	0.42%	0.42%
<b>Total Activos Corrientes</b>											
<b>Activos No Corrientes</b>											
Otros Activos Financieros	10.66%	-13.88%	-31.85%	9.32%	2.68%	7.97%	-7.82%	37.43%	-0.14%	8.76%	8.76%
Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación	14.30%	9.16%	8.11%	7.83%	7.60%	7.62%	8.58%	22.43%	45.30%	30.29%	30.29%
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar											
Cuentas por Cobrar Comerciales											
Otras Cuentas por Cobrar											
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas											
Anticipos											
Activos Biológicos											
Propiedades de Inversión								-8.13%	-25.71%	-14.89%	-14.89%
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	14.02%	5.74%	8.24%	4.05%	2.97%	2.28%	-3.20%	-2.91%	-1.99%	-1.71%	-1.71%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	17%	7%	8%	8%	8%	7%	5%	2%	1%	2.69%	2.69%
Activos por impuestos diferidos											
Plusvalía			0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0.00%	0.00%
Otros Activos no financieros											
<b>Total Activos No Corrientes</b>											
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>											
<b>Pasivos y Patrimonio</b>											
<b>Pasivos Corrientes</b>											
Otros Pasivos Financieros	8.65%	3.58%	3.33%	3.60%	3.35%	3.27%	4.38%	0.50%	0.35%	1.27%	1.27%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	22.65%	21.90%	24.66%	23.96%	25.41%	27.52%	27.76%	65.56%	77.73%	61.94%	61.94%
Cuentas por Pagar Comerciales											
Otras Cuentas por Pagar											
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas											
Ingresos diferidos											
Provisión por Beneficios a los Empleados	373.00%	-87.43%	-3.46%	-87.30%	82.12%	7.77%	55.19%	2.09%	-5.68%	6.63%	6.63%
Otras provisiones	0.95%	0.65%	0.43%	0.92%	0.32%	0.27%	6.08%	5.65%	5.33%	4.89%	4.89%
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	1.02%	2.50%	2.49%	1.61%	0.22%	1.77%	0.52%	0.00%	0.00%	0.24%	0.24%
Otros Pasivos no financieros	0.09%	0.48%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	0.22%	0.00%	0.10%	0.10%
<b>Total Pasivos Corrientes</b>											
<b>Pasivos No Corrientes</b>											
Otros Pasivos Financieros	-99.79%	-100.00%		131.18%	13.78%	-29.76%	-62.93%	-19.44%	-22.18%	-23.78%	-23.78%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	35.01%	-46.97%	11.00%	-32.16%	-8.16%	-2.81%	16.62%	3.09%	8.68%	6.23%	6.23%
Cuentas por Pagar Comerciales											
Otras Cuentas por Pagar											
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas											
Ingresos Diferidos											
Provisión por Beneficios a los Empleados				4.95%	8.53%	-18.92%	5.10%	-0.32%		-0.56%	-0.56%
Otras provisiones											
Pasivos por impuestos diferidos					-13.67%	3.83%	-8.47%	-8.20%	-2.63%	-4.61%	-4.61%
Otros pasivos no financieros											
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>											
<b>Total Pasivos</b>											
<b>Patrimonio</b>											
Capital Emitido	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Primas de Emisión	-134.59%	330.47%	226.19%	49.81%	34.57%	10.57%	26.94%	0.00%	0.00%	8.68%	8.68%
Acciones de Inversión	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Acciones Propias en Cartera	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Otras Reservas de Capital	0.04%	0.07%	-0.14%	-0.01%	0.01%	0.11%	-0.12%	0.03%	0.29%	0.15%	0.15%
Resultados Acumulados											
Otras Reservas de Patrimonio	0.10%	-0.34%	-0.30%	0.21%	0.43%	0.31%	0.04%	0.26%	1.27%	0.74%	0.74%
Patrimonio Atribuido a los Propietarios de la Controladora											
Participaciones No Controladoras											
<b>Total Patrimonio</b>											
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>											
9. Dividendos en efectivo declarados											
16. Incremento (Disminución) por Transferencia y Otros Cambios de patrimonio											
Dividendos-Incremento (disminución) por transferencia y otros	-107%	-94%	-123%	-101%	-97%	-94%	-120%	-89%	-87%	-92.71%	-92.71%

Figura 45. Variación de las cuentas de los Estados de Situación Financiera

CUENTA	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Activos</b>										
<b>Activos Corrientes</b>										
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	S/ 414,552.82	S/ 243,024.24	S/ 347,330.65	S/ 464,879.46	S/ 589,590.24	S/ 721,365.77	S/ 860,230.22	S/ 1,006,905.60	S/ 1,159,794.02	S/ 1,320,964.69
Otros Activos Financieros										
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	S/ 1,229,394.30	S/ 938,673.57	S/ 1,029,061.75	S/ 1,088,309.69	S/ 1,152,088.37	S/ 1,218,804.70	S/ 1,291,077.72	S/ 1,368,739.30	S/ 1,448,834.92	S/ 1,531,624.40
Otras Cuentas por Cobrar (neto)										
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas										
Anticipos										
Inventarios	S/ 213,146.78	S/ 213,146.78	S/ 229,336.75	S/ 246,760.77	S/ 265,506.28	S/ 285,675.82	S/ 307,377.56	S/ 330,727.90	S/ 355,852.09	S/ 382,884.86
Activos Biológicos										
Activos por Impuestos a las Ganancias										
Gastos pagados por Anticipado										
Datos Activos no financieros	S/ 21,901.22	S/ 16,416.72	S/ 17,980.06	S/ 19,033.75	S/ 20,149.15	S/ 21,330.01	S/ 22,580.02	S/ 23,903.29	S/ 25,304.10	S/ 26,787.01
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>S/ 1,878,595.12</b>	<b>S/ 1,411,261.31</b>	<b>S/ 1,622,711.21</b>	<b>S/ 1,818,983.68</b>	<b>S/ 2,027,334.09</b>	<b>S/ 2,247,976.29</b>	<b>S/ 2,491,265.52</b>	<b>S/ 2,727,676.09</b>	<b>S/ 2,987,785.12</b>	<b>S/ 3,262,260.96</b>
<b>Activos No Corrientes</b>										
Otros Activos Financieros	S/ 7,058.00	S/ 7,058.00	S/ 7,675.96	S/ 8,348.02	S/ 9,078.92	S/ 9,873.81	S/ 10,738.30	S/ 11,678.48	S/ 12,703.98	S/ 13,813.00
Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación	S/ 2,091,395.00	S/ 1,840,392.40	S/ 2,015,648.63	S/ 2,133,773.61	S/ 2,258,820.06	S/ 2,391,194.66	S/ 2,531,305.87	S/ 2,679,671.31	S/ 2,836,709.24	S/ 3,002,950.13
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar										
Otras Cuentas por Cobrar										
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas										
Anticipos										
Activos Biológicos										
Propiedades de Inversión	S/ 10,637.29	S/ 10,637.29	S/ 9,053.60	S/ 7,705.69	S/ 6,558.46	S/ 5,582.03	S/ 4,750.97	S/ 4,043.64	S/ 3,441.63	S/ 2,929.23
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	S/ 1,906,540.56	S/ 1,906,540.56	S/ 1,873,890.02	S/ 1,841,798.64	S/ 1,810,256.85	S/ 1,779,255.22	S/ 1,748,784.51	S/ 1,718,935.63	S/ 1,689,309.64	S/ 1,660,467.76
Activos Intangibles distintos de la plusvalía	S/ 138,034.62	S/ 106,156.44	S/ 116,265.52	S/ 123,079.08	S/ 130,291.94	S/ 137,827.49	S/ 146,010.51	S/ 154,567.23	S/ 163,625.40	S/ 173,214.41
Activos por impuestos diferidos										
Plusvalía	S/ 273,253.00									
Otros Activos no financieros										
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>S/ 4,427,878.46</b>	<b>S/ 4,144,837.68</b>	<b>S/ 4,555,707.72</b>	<b>S/ 4,387,868.81</b>	<b>S/ 4,485,259.22</b>	<b>S/ 4,597,086.22</b>	<b>S/ 4,714,864.17</b>	<b>S/ 4,842,849.30</b>	<b>S/ 4,979,189.89</b>	<b>S/ 5,125,627.63</b>
<b>Total DE Activos</b>	<b>S/ 6,306,473.59</b>	<b>S/ 5,555,299.00</b>	<b>S/ 6,180,418.93</b>	<b>S/ 6,206,852.49</b>	<b>S/ 6,514,593.31</b>	<b>S/ 6,845,062.51</b>	<b>S/ 7,196,129.70</b>	<b>S/ 7,569,525.39</b>	<b>S/ 7,966,974.91</b>	<b>S/ 8,387,888.49</b>
<b>Pasivos y Patrimonio</b>										
<b>Pasivos Corrientes</b>										
Otros Pasivos Financieros	S/ 65,583.89	S/ 50,074.96	S/ 54,843.90	S/ 58,057.52	S/ 61,459.89	S/ 65,261.65	S/ 69,674.49	S/ 74,710.77	S/ 79,393.59	S/ 84,726.41
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	S/ 3,005,424.39	S/ 2,447,422.39	S/ 2,680,485.97	S/ 2,837,571.65	S/ 3,003,863.08	S/ 3,179,899.76	S/ 3,366,452.79	S/ 3,563,626.76	S/ 3,772,361.64	S/ 3,993,434.97
Cuentas por pagar Comerciales										
Otras Cuentas por Pagar										
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas										
Ingresos diferidos										
Provisión por Beneficios a los Empleados	S/ 4,022.15	S/ 4,022.15	S/ 4,288.88	S/ 4,573.30	S/ 4,876.59	S/ 5,199.38	S/ 5,544.83	S/ 5,912.54	S/ 6,304.64	S/ 6,722.74
Otras provisiones	S/ 252,881.26	S/ 193,082.76	S/ 211,465.68	S/ 223,862.53	S/ 236,881.65	S/ 250,869.58	S/ 265,571.40	S/ 281,134.80	S/ 297,610.26	S/ 315,051.24
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	S/ 12,400.11	S/ 9,487.80	S/ 10,369.40	S/ 10,977.08	S/ 11,630.38	S/ 12,301.37	S/ 13,022.27	S/ 13,785.42	S/ 14,593.30	S/ 15,448.52
Datos Pasivos no financieros	S/ 4,099.20	S/ 3,807.63	S/ 4,120.21	S/ 4,414.62	S/ 4,679.33	S/ 4,947.23	S/ 5,239.19	S/ 5,544.04	S/ 5,863.38	S/ 6,212.88
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>S/3,545,300.73</b>	<b>S/2,707,877.69</b>	<b>S/2,965,627.67</b>	<b>S/3,139,456.70</b>	<b>S/3,323,474.91</b>	<b>S/3,516,279.55</b>	<b>S/3,724,502.91</b>	<b>S/3,942,814.32</b>	<b>S/4,173,922.37</b>	<b>S/4,418,577.16</b>
<b>Pasivos No Corrientes</b>										
Otros Pasivos Financieros	S/ 43,723.43	S/ 43,723.43	S/ 33,325.28	S/ 25,398.98	S/ 19,359.46	S/ 14,755.46	S/ 11,246.37	S/ 8,671.80	S/ 6,533.28	S/ 4,979.56
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	S/ 165,365.61	S/ 165,365.61	S/ 175,963.96	S/ 186,803.86	S/ 198,224.63	S/ 210,569.32	S/ 223,892.79	S/ 237,812.92	S/ 252,410.57	S/ 268,129.79
Cuentas por pagar Comerciales										
Otras Cuentas por Pagar										
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas										
Ingresos diferidos										
Provisión por Beneficios a los Empleados	S/ 30,499.07	S/ 30,499.07	S/ 30,327.11	S/ 30,156.12	S/ 29,986.09	S/ 29,817.02	S/ 29,648.91	S/ 29,481.74	S/ 29,315.52	S/ 29,150.23
Otras provisiones										
Pasivos por impuestos diferidos	S/ 182,516.38	S/ 182,516.38	S/ 155,021.16	S/ 147,871.61	S/ 141,051.80	S/ 134,546.51	S/ 128,341.25	S/ 122,422.17	S/ 116,778.09	S/ 111,390.39
Datos Pasivos no financieros										
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>S/ 242,104.48</b>	<b>S/242,104.48</b>	<b>S/248,313.76</b>							
<b>Total Pasivos</b>	<b>S/3,787,405.21</b>	<b>S/2,949,982.17</b>	<b>S/3,213,941.43</b>	<b>S/3,387,770.46</b>	<b>S/3,571,788.67</b>	<b>S/3,764,593.31</b>	<b>S/3,972,816.67</b>	<b>S/4,191,128.08</b>	<b>S/4,422,236.13</b>	<b>S/4,666,890.92</b>
<b>Patrimonio</b>										
Capital Entidad	S/ 780,722.00									
Primas de Emisión	S/ 65,481.22	S/ 71,144.43	S/ 77,341.05	S/ 84,033.30	S/ 91,329.56	S/ 99,256.80	S/ 107,876.04	S/ 117,241.61	S/ 127,420.25	S/ 138,420.25
Acciones de Inversión	S/ 569,515.00									
Acciones Propias en Cartera	S/ 1,237.00									
Otros Reservas de Capital	S/ 245,043.41	S/ 245,043.41	S/ 245,041.33	S/ 245,729.78	S/ 246,118.76	S/ 246,478.25	S/ 246,838.98	S/ 247,198.83	S/ 247,559.20	S/ 247,919.50
Resultados Acumulados	S/ 661,734.09	S/ 767,046.54	S/ 861,435.42	S/ 971,941.85	S/ 1,088,924.33	S/ 1,212,762.33	S/ 1,343,857.78	S/ 1,480,635.81	S/ 1,629,526.71	S/ 1,785,067.59
Otros Reservas de Patrimonio	S/ 38,209.66	S/ 29,265.66	S/ 30,262.59	S/ 33,909.97	S/ 38,919.44	S/ 44,204.44	S/ 49,593.81	S/ 55,111.76	S/ 60,768.96	S/ 67,562.43
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora	S/ 2,359,068.37	S/ 2,446,316.83	S/ 2,558,534.54	S/ 2,677,454.54	S/ 2,803,496.43	S/ 2,937,095.55	S/ 3,078,707.07	S/ 3,228,622.62	S/ 3,387,957.07	S/ 3,556,661.09
Participaciones No Controladoras										
<b>Total Patrimonio</b>	<b>S/2,359,068.37</b>	<b>S/2,446,316.83</b>	<b>S/2,558,534.54</b>	<b>S/2,677,454.54</b>	<b>S/2,803,496.43</b>	<b>S/2,937,095.55</b>	<b>S/3,078,707.07</b>	<b>S/3,228,622.62</b>	<b>S/3,387,957.07</b>	<b>S/3,556,661.09</b>
<b>Total PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>S/6,306,473.59</b>	<b>S/5,555,299.00</b>	<b>S/6,180,418.93</b>	<b>S/6,206,852.49</b>	<b>S/6,514,593.31</b>	<b>S/6,845,062.51</b>	<b>S/7,196,129.70</b>	<b>S/7,569,525.39</b>	<b>S/7,966,974.91</b>	<b>S/8,387,888.49</b>
9. Dividendos en efectivo declarados										
16. Incremento (Disminución) por Transferencia y Otros Cambios de patrimonio										
Dividendos-Incremento (disminución) por transferencia y otro	S/ 1,587,827.36	S/ 1,212,346.25	S/ 1,327,795.78	S/ 1,405,698.17	S/ 1,487,982.69	S/ 1,575,183.58	S/ 1,667,484.74	S/ 1,765,215.85	S/ 1,868,663.34	S/ 1,978,173.42

Figura 46. Proyección estimada de las cuentas del Estado de Situación Financiera

### 7.4. Estimación de la depreciación y la amortización

De forma similar, se realizó una proyección tanto de la depreciación como de la amortización para poder realizar el flujo de caja proyectado. Para realizar aquello se tomaron en cuenta las consideraciones mencionadas en el Capítulo seis. De igual manera, al igual que en el caso del Estado de Resultados y el Estado de Situación Financiera, se proyectaron 10 años.

CUENTA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Depreciación del costo de ventas	S/143,402	S/199,235	S/143,807	S/153,439	S/166,690	S/158,170	S/166,971	S/178,017	S/174,724	S/171,300
Depreciación del gasto de venta	S/34,711	S/34,159	S/22,225	S/23,497	S/28,478	S/35,496	S/36,223	S/60,299	S/47,274	S/46,723
Depreciación de gasto de administración	S/12,048	S/5,570	S/4,967	S/5,494	S/5,534	S/6,275	S/6,640	S/7,629	S/6,444	S/7,348
<b>Depreciación</b>	<b>S/190,161</b>	<b>S/238,964</b>	<b>S/170,999</b>	<b>S/182,430</b>	<b>S/200,702</b>	<b>S/199,941</b>	<b>S/209,834</b>	<b>S/245,945</b>	<b>S/228,442</b>	<b>S/225,371</b>

Figura 47. Recopilación histórica de la depreciación.

CUENTA	%Ingresos 2010	%Ingresos 2011	%Ingresos 2012	%Ingresos 2013	%Ingresos 2014	%Ingresos 2015	%Ingresos 2016	%Ingresos 2017	%Ingresos 2018	Suavización exponencial simple (SES)	Crecimiento final
Depreciación del costo de ventas											
Depreciación del gasto de venta											
Depreciación de gasto de administración											
Depreciación	8.93%	5.54%	5.26%	5.67%	5.42%	5.32%	6.05%	5.23%	4.88%	5.17%	5.17%

Figura 48. Variación porcentual de la depreciación

CUENTA	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Depreciación del costo de ventas										
Depreciación del gasto de venta										
Depreciación de gasto de administración										
Depreciación	S/ 267,805.45	S/ 204,476.22	S/ 223,948.12	S/ 237,072.25	S/ 250,965.49	S/ 265,672.93	S/ 281,242.28	S/ 297,724.04	S/ 315,171.69	S/ 333,641.83

Figura 49. Proyección de la depreciación

CUENTA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Amortización	S/18,887	S/23,843	S/17,719	S/15,215	S/10,792	S/21,447	S/20,398	S/24,447	S/17,739	S/18,118

Figura 50. Recopilación histórica de la amortización

CUENTA	%Ingresos 2010	%Ingresos 2011	% Ingresos 2012	% Ingresos 2013	% Ingresos 2014	% Ingresos 2015	% Ingresos 2016	% Ingresos 2017	% Ingresos 2018	Suavización exponencial simple (SES)	Crecimiento final
Amortización	0.89%	0.57%	0.44%	0.30%	0.50%	0.52%	0.60%	0.41%	0.39%	0.44%	0.44%

Figura 51. Variación porcentual de la amortización.

CUENTA	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Amortización	S/ 22,540.30	S/ 17,210.08	S/ 18,848.97	S/ 19,953.58	S/ 21,122.93	S/ 22,360.81	S/ 23,671.23	S/ 25,058.44	S/ 26,526.95	S/ 28,081.53	S/ 29,727.20

Figura 52. Proyección de la amortización

## 7.5. Estimación del flujo de caja libre.

La estimación del flujo de caja libre se realizó de acuerdo a las ecuaciones 6.03, 6.04, 6.05, 6.06, 6.07, 6.08, 6.09, 6.10 y 6.11 mostradas en el Capítulo seis. Estos cálculos se ejemplifican en las ecuaciones 7.01, 7.02, 7.03, 7.04, 7.05, 7.06, 7.07, 7.08 y 7.09 con los datos correspondientes al año 2018 y 2019. Utilizando este mismo procedimiento, se realizó la proyección del flujo de caja libre para los siguientes años.

$$S/5,175,357 - S/1,369,449 = S/3,805,908 = \text{Utilidad Bruta} \quad (7.01)$$

$$S/3,805,908 - S/2,499,576 - S/290,346 = S/1,015,986 = \text{Utilidad operativa} \quad (7.02)$$

$$S/1,015,986 + S/1,051,803 = S/2,067,788 = \text{EBIT} \quad (7.03)$$

$$S/2,067,788 - S/347,298 = S/1,720,490 = \text{NOPAT} \quad (7.04)$$

$$\text{ACxC} = S/1,516,207 - S/1,229,394 = S/286,813 \quad (7.05)$$

$$\text{ACxP} = S/3,205,424 - S/3,588,995 = -S/383,571 \quad (7.06)$$

$$\text{AxI} = S/198,098 - S/213,147 = -S/15,049 \quad (7.07)$$

$$\text{CAPEX} = S/2,287,656 - (S/2,329,465 + 290,346) = -S/332,155 \quad (7.08)$$

$$\text{FCL} = S/1,720,490 + S/290,346 + 286,813 - 383,571 - S/15,049 - S/332,155 = S/1,566,874 \quad (7.09)$$

En donde:

ACxC= Ajuste de cuentas por cobrar

ACxP = Ajuste de cuentas por pagar

AxI = Ajuste por inventarios

CAPEX= Gastos de inversión de la empresa analizada

NOPAT= Beneficio operativo después de impuestos

FCL= Flujo de caja libre

CUENTA	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos de actividades ordinarias	S/4,617,046	S/5,175,357	S/3,951,516	S/4,327,811	S/4,581,436	S/4,849,924	S/5,134,146	S/5,435,025	S/5,753,536	S/6,090,713	S/6,447,649
Costo de Ventas	S/1,159,836	S/1,369,449	S/1,045,809	S/1,145,181	S/1,212,292	S/1,283,337	S/1,358,845	S/1,438,160	S/1,522,441	S/1,611,661	S/1,704,110
<b>Utilidad Bruta (UB)</b>	<b>S/4,427,110</b>	<b>S/3,805,908</b>	<b>S/2,905,706</b>	<b>S/3,182,631</b>	<b>S/3,369,144</b>	<b>S/3,566,587</b>	<b>S/3,775,601</b>	<b>S/3,996,865</b>	<b>S/4,231,095</b>	<b>S/4,479,051</b>	<b>S/4,743,539</b>
Gastos administrativos, de venta, distribución y operativos	S/2,553,179	S/2,499,576	S/1,908,489	S/2,090,231	S/2,212,726	S/2,342,399	S/2,479,672	S/2,624,969	S/2,778,823	S/2,941,671	S/3,114,063
Depreciación y amortización	S/243,489	S/290,346	S/221,686	S/242,797	S/257,026	S/272,088	S/288,034	S/304,914	S/322,782	S/341,699	S/361,723
<b>Utilidad operativa (UO)</b>	<b>S/630,442</b>	<b>S/1,015,986</b>	<b>S/775,731</b>	<b>S/849,602</b>	<b>S/899,392</b>	<b>S/952,099</b>	<b>S/1,007,896</b>	<b>S/1,066,962</b>	<b>S/1,129,489</b>	<b>S/1,195,681</b>	<b>S/1,265,752</b>
Participación en subsidiarias	S/1,339,433	S/1,051,803	S/833,073	S/719,533	S/631,058	S/555,694	S/493,827	S/434,570	S/382,307	S/334,833	S/292,333
<b>EBIT</b>	<b>S/2,019,878</b>	<b>S/2,067,788</b>	<b>S/1,578,809</b>	<b>S/1,529,135</b>	<b>S/1,530,450</b>	<b>S/1,507,793</b>	<b>S/1,501,717</b>	<b>S/1,501,532</b>	<b>S/1,512,196</b>	<b>S/1,530,814</b>	<b>S/1,558,085</b>
Impuesto a la renta	S/339,251	S/347,298	S/295,171	S/290,422	S/307,442	S/325,459	S/344,532	S/364,723	S/386,097	S/408,724	S/432,677
<b>CONDI / NOPAT</b>	<b>S/1,680,627</b>	<b>S/1,720,490</b>	<b>S/1,313,638</b>	<b>S/1,438,713</b>	<b>S/1,523,048</b>	<b>S/1,612,304</b>	<b>S/1,706,790</b>	<b>S/1,806,814</b>	<b>S/1,912,699</b>	<b>S/2,024,790</b>	<b>S/2,143,450</b>
Depreciación y amortización	S/243,489	S/290,346	S/221,686	S/242,797	S/257,026	S/272,088	S/288,034	S/304,914	S/322,782	S/341,699	S/361,723
CxC	S/1,516,207	S/286,813	S/290,721	S/289,388	S/280,248	S/263,779	S/251,473	S/241,473	S/232,662	S/224,835	S/217,624
Ajuste CxC	S/3,588,995	S/3,205,424	S/2,447,422	S/2,680,486	S/2,837,572	S/3,003,863	S/3,179,900	S/3,366,253	S/3,563,527	S/3,772,362	S/3,993,435
CxP	S/198,098	S/383,571	S/758,002	S/233,064	S/157,086	S/166,291	S/176,037	S/186,353	S/197,274	S/208,835	S/221,073
Ajuste CxP	S/213,147	S/0	S/213,147	S/229,339	S/246,761	S/265,536	S/285,676	S/307,378	S/330,728	S/356,852	S/382,895
Inventario	S/198,098	S/15,049	S/0	S/16,192	S/17,422	S/18,746	S/20,170	S/21,702	S/23,350	S/25,124	S/27,033
Ajuste Inventario	S/2,287,656	S/2,329,465	S/2,296,587	S/2,272,462	S/2,245,836	S/2,220,360	S/2,196,018	S/2,172,799	S/2,150,700	S/2,129,720	S/2,109,864
Inversiones de la empresa	S/2,287,656										
CAPEX	S/2,287,656										
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>S/1,566,874</b>	<b>S/879,235</b>	<b>S/1,590,342</b>	<b>S/1,629,089</b>	<b>S/1,721,547</b>	<b>S/1,819,483</b>	<b>S/1,923,211</b>	<b>S/2,033,061</b>	<b>S/2,149,385</b>	<b>S/2,272,556</b>	<b>S/2,403,886</b>

Figura 53. Proyección de los Flujos de caja libres

## 7.6. Estimación del costo del capital utilizando el modelo *Capital Asset Pricing*

### *Model*

De acuerdo al modelo CAPM, para estimar el costo de capital se tiene que calcular algunos parámetros previamente, como el interés libre de riesgo, el riesgo del mercado, el *Beta* apalancado, el riesgo país y la inflación, y aplicar la ecuación 6.12. El interés libre de riesgo se determinó en base a lo indicado por Damodarán y de acuerdo las consideraciones de Mongrut (2009) y consultoras especializadas en valorización como Macroinvest (2017), Macroconsult (2009), y Apoyo consultoría (2015), los cuales indican que este valor corresponde al rendimiento a 10 años de los bonos del tesoro americano, que en el año 2018, de acuerdo a Damodarán, fue de 2.69%. Asimismo, con respecto a la prima por riesgo de mercado, este valor se estimó en base al promedio histórico de la diferencia entre el rendimiento anual del índice S&P500 y los bonos del tesoro americano. Se procedió a realizar un promedio aritmético de esta diferencia desde el año 1928 hasta el 2018, utilizando los datos que proporciona Damodarán. Se estimó la diferencia de rendimientos por cada año (ejemplificada en la ecuación 7.10) y posteriormente se calculó el promedio aritmético de todos estos valores (ver ecuación 7.11). Una vez determinado el promedio aritmético de las tasas de interés mensual se procedió a igualar este valor con la prima por riesgo de mercado (ver ecuación 7.12), obteniendo como resultado un valor de 6.26%.

$$MP_{91} = -4.23\% - (-0.02\%) = -4.21\% \quad (7.10)$$

$$MP = \frac{42.98\% - 12.50\% + \dots + 18.80\% - 4.21\%}{91} = 6.26\% \quad (7.11)$$

$$R_m - R_f = MP = 6.26\% \quad (7.12)$$

En donde:

$MP_{91}$  = Prima por riesgo de mercado del año 2018

$MP$  = Promedio aritmético de las primas por riesgo de mercado desde 1928 hasta 2018

$R_m - R_f$  = Prima por riesgo de mercado

Posterior a la determinación del interés esperado del mercado, se procedió a determinar el valor del  $Beta$ . Este valor lo proporciona Damodarán, y de acuerdo al sector de bebidas alcohólicas, se obtuvo que el  $Beta$  desapalancado es 0.97 en enero de 2019. A este valor se le tiene que apalancar a partir de la ecuación 6.13, la cual se ejemplifica líneas abajo para el caso particular de la empresa analizada en la ecuación 7.13.

$$\beta = 0.97 * \left( 1 + \left( \frac{73,430}{2,249,130} \right) * (1 - 16.80\%) \right) = 1.00 \quad (7.13)$$

Luego se procede a la estimación del riesgo país, proporcionado también por Damodarán. Este autor realizó un reporte del riesgo de varios países, entre los que incluye a Perú, y debido a que el tiempo considerado en la recopilación histórica para el análisis de los flujos de caja fue de 10 años, se consideró un rango igual para la estimación del riesgo país, a partir del promedio por suavización exponencial. Al realizar este promedio, desde el año 2009 hasta el año 2018, se obtiene un valor de 1.65%, y este fue utilizado en la ecuación 6.12, cuya ejecución se muestra líneas abajo en la ecuación 7.14, con todos los datos recopilados para el cálculo del costo de capital.

$$K_e = 2.69\% + 1.00 * (6.26\%) + 1.68\% = 10.58\% \quad (7.14)$$

Por último, para estimar el efecto de la inflación en el Perú, se determina la tasa de inflación del año 2018 para el Perú y la tasa de inflación del año 2018 para los Estados Unidos. De acuerdo a los datos proporcionados por el Reporte de Inflación de diciembre de 2018 del Banco Central de la Reserva del Perú, las expectativas de inflación del Perú eran 2.2%, mientras que la meta de inflación de los Estados Unidos era de 2%. Posterior a ello, se afecta al costo de capital calculado con anterioridad por la

diferencia de tasas de interés a partir de la igualdad de Fisher, como se muestra en la ecuación 7.15, y este valor es el que se utiliza para la estimación del WACC.

$$Ke_{\pi} = (1 + 10.58\%) * \frac{(1+2.2\%)}{(1+2\%)} - 1 = 10.80\% \quad (7.15)$$

### 7.7. Estimación del costo promedio ponderado del capital (WACC).

Una vez determinado el costo de capital con el modelo CAPM, se procedió a estimar el Costo de capital promedio, que como su nombre indica, viene a ser el promedio de las tasas de interés de la deuda financiera de la empresa analizada y del capital. La fórmula para calcular este valor se presentó con anterioridad a partir de la ecuación 6.18. La ejecución de la fórmula se puede observar líneas abajo en la ecuación 7.16, y será el valor resultante el utilizado para descontar a los flujos de caja libre futuros de la empresa analizada.

$$WACC = \frac{10.80\% * 2,249,130}{2,322,560} + \frac{7.04\% * 73,430 * (1 - 16.80\%)}{2,322,560} = 10.64\% \quad (7.16)$$

En donde:

WACC= Costo promedio ponderado del capital

### 7.8. Estimación de la perpetuidad.

Para la estimación de la perpetuidad de la empresa se utilizó la ecuación 6.19, considerando una tasa de crecimiento constante de 3.25%. Esta consideración se debe a la tasa estimada por un informe de valorización emitido por Macroinvest el año 2017, que considera como tasa de crecimiento terminal un valor de 3.25% para la determinación del precio mínimo para la oferta de adquisición sobre las acciones con derecho a voto de la empresa analizada. De igual manera este es el valor intermedio considerado para la tasa de crecimiento constante por Ab Inbev al momento de estimar el valor para la adquisición de Sab Miller en el año 2016 (Ab Inbev, 2016), al realizar un análisis de sensibilidad con unas tasas de crecimiento terminal de 3%, 3.25% y 3.5%, luego de un estudio realizado por Ab Inbev. En la ecuación 7.17 se ilustra el cálculo del

valor futuro considerando la perpetuidad, la cual utiliza datos los datos de la proyección de la empresa analizada. Este valor será utilizado para la segunda fase para la estimación de la capitalización bursátil de la empresa a diciembre de 2018.

$$VP = \frac{2,272,556.16*(1+3.25\%)}{10.64\%-3.25\%} = S/31,745,095.67 \quad (7.17)$$

En donde:

VP= Valor de la perpetuidad

### 7.9. Descuento de flujos futuros.

A partir de los flujos de caja libre proyectados con anterioridad y el WACC se procede a obtener el valor presente de la empresa. Como se mencionó con anterioridad, se consideraron dos fases para la valorización, una de 10 años y la otra perpetua, los cuales se descuentan por el WACC como se indica en la ecuación 6.20. La ejecución de esta fórmula se ejemplifica en la ecuación 7.18.

$$FCP = \sum_{t=1}^{10} \frac{FCL_t}{(1+10.64\%)^t} + \frac{31,745,095.67}{(1+10.64\%)^{10}} = S/21,518,304.40 \quad (7.18)$$

En donde:

$FCL_t$  = Flujo de caja libre en el año t

FCP = Flujo de caja a valor presente

### 7.10. Estimación de la capitalización bursátil.

Por último, al valor obtenido en la ecuación 7.18 se le procede a sumar la caja y a restar las deudas (ver ecuación 7.19) y se obtiene la capitalización bursátil de la compañía analizada al 31 de diciembre de 2018. A este valor se le tiene que dividir por el número total de acciones, con el objetivo de determinar el valor de cada una. Para determinar el valor de cada tipo de acción, se realizó una estimación de la distribución de derechos económicos (en porcentajes) en la que se reparte la capitalización en los tipos de acción (inversión, comunes A y comunes B) en diciembre de 2018, como se

indica en la ecuación 6.22, y finalmente la ecuación 6.21 para calcular el valor de cada tipo de acción (ver ecuaciones 7.20 y 7.21).

$$\text{Capitalización bursátil} = S/21,518,304.40 - S/73,430 + S/382,445 \quad (7.19)$$

$$\text{Capitalización bursátil} = S/21,827,319.40$$

$$\%I = \frac{20.55*569,514,715+194.04*76,046,495+206*2,025,707}{S/26,876,884,925.05} \quad (7.20)$$

$$\%I = 44\%$$

$$VI = \frac{S/21,827,319.40*1000*44\%}{569514715} = S/16.69 \quad (7.21)$$

Tasa de crecimiento g		3.25%											VALOR FUTURO
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
FLUJO DE CAJA LIBRE		S/ 1,566,874.20	S/ 879,234.71	S/ 1,590,341.71	S/ 1,629,089.26	S/ 1,721,347.07	S/ 1,819,483.50	S/ 1,923,210.95	S/ 2,033,090.96	S/ 2,149,385.12	S/ 2,272,556.16	S/ 31,745,095.67	
CAJA	S/	382,445.00											
DEUDA	S/	73,430.00											
FCL ACTUAL	S/	309,015.00	S/ 1,416,173.22	S/ 718,239.56	S/ 1,174,186.80	S/ 1,087,110.96	S/ 1,038,317.42	S/ 991,839.98	S/ 947,551.14	S/ 905,333.07	S/ 865,076.41	S/ 826,679.38	S/ 11,547,796.46
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL	S/	21,827,319.40											
VALOR DE LA ACCION DE INVERSION	S/	16.69											
VALOR DE LA ACCION COMUN A	S/	157.58											
VALOR DE LA ACCION COMUN B	S/	167.30											

Figura 54. Estimación de la capitalización bursátil de la empresa analizada y el valor de la acción

## 7.11. Estimación de la capitalización bursátil sin considerar el efecto del COVID

### 19.

Con el objetivo de ver el impacto del COVID 19 en la proyección de los Estados Financieros y la capitalización bursátil, se realizó una proyección de flujos de caja sin considerar los efectos del COVID 19. Se realizaron las mismas consideraciones que las asumidas en el Capítulo seis, con la diferencia que, en este caso, la cuenta de Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación se asumió con un crecimiento constante equivalente al incremento determinado para los ingresos de acuerdo al promedio por suavización exponencial de los datos históricos. Asimismo, se aplicó la ecuación de regresión lineal para determinar los ingresos del año 2019 a partir del PBI total de ese año. Por último, tanto el WACC como el costo de capital determinado por el modelo CAPM se consideraron iguales al hallado con anterioridad. A continuación, se presentan los resultados.



Tasa de crecimiento g		3.25%											
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	VALOR FUTURO
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>													
CAJA	S/	382,445.00											
DEUDA	S/	75,430.00											
<b>FCL ACTUAL</b>		S/	309,015.00	S/	1,416,173.22	S/	1,590,499.20	S/	1,519,494.18	S/	1,451,822.99	S/	1,387,305.73
<b>CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL</b>		S/	29,200,172.94										
<b>VALOR DE LA ACCIÓN DE INVERSIÓN</b>		S/	22.33										
<b>VALOR DE LA ACCIÓN COMUN A</b>		S/	210.81										
<b>VALOR DE LA ACCIÓN COMUN B</b>		S/	223.81										
													S/
													42,493,608.43
													15,457,743.33
													1,106,583.21
													1,157,612.84
													1,211,069.05
													1,267,078.38
													1,325,775.81
													1,387,305.73
													1,451,822.99
													1,519,494.18
													1,590,499.20
													1,416,173.22

Figura 58. Valor de la acción y la capitalización bursátil sin considerar el efecto

## COVID 19

Como se observa, sin considerar el efecto del COVID 19 la capitalización bursátil de la empresa analizada llega a ser S/ 29,200,172.94 de miles de soles. Se puede verificar que el impacto del COVID 19 en la proyección de la empresa en más de 20% si se compara con el valor obtenido considerando con anterioridad. De igual manera, se puede observar que el valor de la acción de inversión llega a ser S/22.33, un valor mayor a la que se registraba en la bolsa de valores en diciembre de 2018. Por último, en visto de este escenario, se espera que este efecto se haga tangible en la Bolsa de Valores de Lima y se espera que el valor de la acción de inversión haya bajado de forma abrupta durante los últimos meses.

En este capítulo se realizó una revisión de la data histórica seguida de una estimación del Estado de Resultados, en la cual para estimar los ingresos se realizaron dos regresiones lineales utilizando proyecciones del Banco Mundial con respecto al PBI del Perú para los próximos años, encontrándose que para el año 2020 se espera una disminución del 12%, mientras que para el año 2021 se espera un incremento en el PBI de un 7%. Asimismo, se realizó una regresión estimada del PBI y la proyección de la Producción manufacturera por principales grupos industriales-Manufactura No primaria-Alimentos y Bebidas, a lo cual se encontró que existe relación entre ambos parámetros. Hecho esto, se procede a relacionar este valor con los ingresos de la empresa analizada y una vez estimados los ingresos de los años 2019, 2020 y 2021, se estimó la variación anual de los ingresos de los 10 años históricos. De acuerdo al método empleado, se estimó la capitalización bursátil de corporación analizada, sin

considerar el efecto devenido por el COVID 19, en S/ 29,200,172.94 de miles de soles, con un valor de la acción de inversión de S/ 22.33 soles. Estos resultados son muy similares a los valores que en diciembre de 2018 tenía esta acción y la capitalización bursátil de la empresa de acuerdo a la Bolsa de Valores de Lima (S/ 20.55 y S/ 26,876,884.93 miles de soles respectivamente). Asimismo, si se considera el efecto de la pandemia, la capitalización bursátil y el valor de la acción de inversión llegan a disminuir en más de un 25%, llegando a ser S/21,827,319.40 miles de soles y S/16.69 soles respectivamente.



## Capítulo VIII: Discusión de Resultados

El 2020 ha sido un año que ha puesto a prueba a muchas industrias, tanto en la forma de negocio como en la forma en que capitalizan sus ingresos. Desde factores clave como mantener personal en tiempo de cuarentena, como la disminución sistemática del consumo de productos que no son de primera necesidad, pasando por las dificultades para obtener tanto materias primas como para distribuir productos terminado, todo ello ha sido parte de los retos que ha asumido la industria cervecera peruana y la empresa analizada para mantener el negocio rentable. La vida de las empresas depende del manejo de sus contextos, así como factores internos y coyuntura que afrontan.

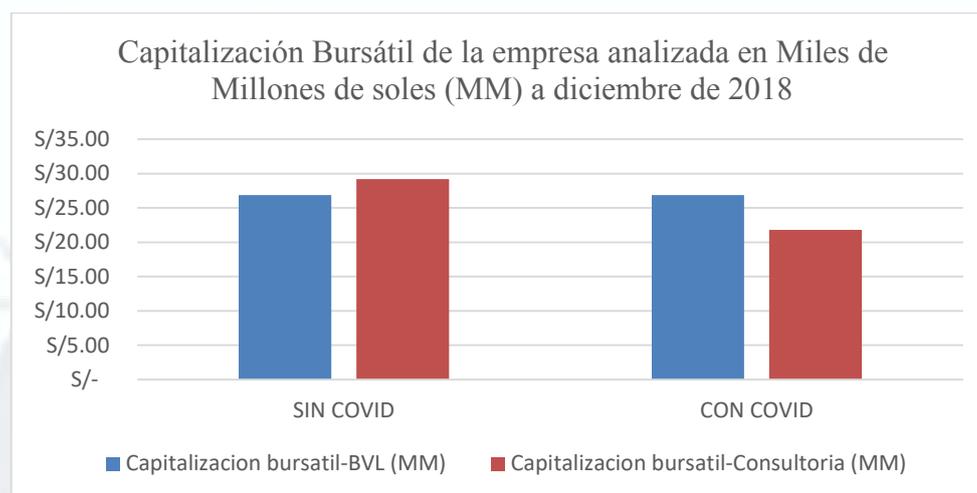
Al observar los factores internos y externos de acuerdo al FODA y al análisis de Porter, se observa que la empresa referente de la industria cervecera peruana, dada su predominancia en el país, ha logrado mantenerse líder en el mercado y ha logrado utilizar estrategias de adaptación en tiempos de crisis. Incluso con cambios en el directorio, la empresa logra adelantarse a las dificultades y mantener buenos resultados. La experiencia del COVID 19 en el Perú, si bien ha perjudicado todos los comercios e industrias, la corporación analizada se ha mantenido fuerte en buena medida al contexto sociopolítico en el que se encontraba, sin embargo, queda como pendiente de próximas investigaciones el analizar el impacto de esta pandemia en otros aspectos de las industrias, como los cambios en el marketing, decisiones administrativas, operativas y de inversión.

De acuerdo a los resultados mostrados con anterioridad, la capitalización de la empresa referente de la industria cervecera peruana, sin considerar el efecto del COVID 19 llega a ser S/29,200,172.94 miles de soles. Asimismo, de acuerdo a los datos de la

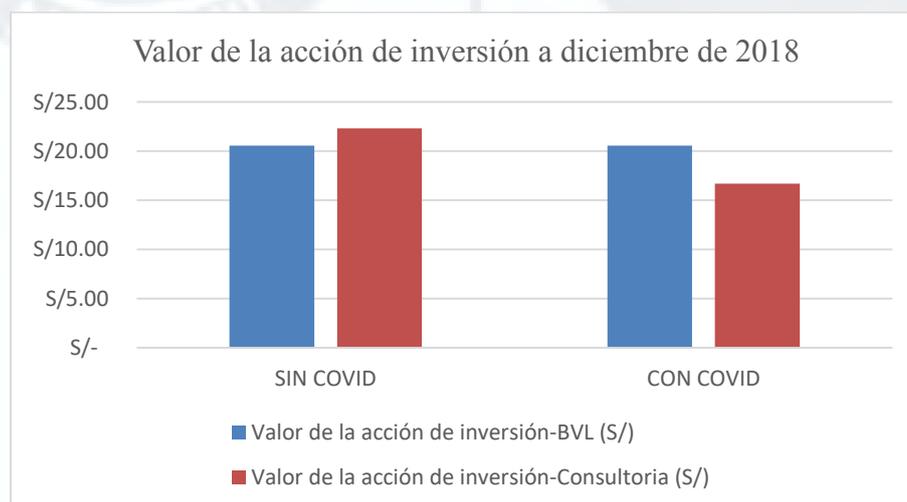
Bolsa de Valores de Lima, en diciembre de 2018 la empresa analizada registraba una capitalización bursátil de S/ 26,876,884.93 de miles de soles. Esto significa que, de acuerdo a las proyecciones realizadas en esta investigación sin considerar el efecto del COVID 19, el valor de acuerdo a la bolsa de valores el 2018 reflejaba el valor de empresa analizada de forma adecuada. De igual manera, si se compara el valor de las acciones de inversión, esta tiene un valor de S/22.33 sin considerar el efecto de la pandemia, mientras que el valor de acuerdo al mercado en diciembre de 2018 era de S/20.50 soles. En base a este resultado, se hubiese recomendado mantener y tomar una posición larga con respecto de las acciones, debido a que la capitalización bursátil y las acciones estimadas considerando la perpetuidad eran mayores a las que indicaba la bolsa de valores de Lima.

Sin embargo, al considerar el efecto de la pandemia, los resultados se ven afectados de forma considerable. La capitalización bursátil de la empresa analizada considerando el COVID 19 llega a ser S/21,827,319.40 miles de soles, con un valor de la acción de inversión de S/16.69 soles. Se puede observar que la capitalización Bursátil y el valor de la acción llegaron a perder un 25% de su valor, producto de la pandemia. Esto significa que, de acuerdo a este trabajo de investigación, la empresa analizada debió de tener una caída abrupta en su capitalización bursátil y el valor de la acción en los últimos meses. Esto se puede observar en los datos de la bolsa de Valores de Lima, que indica que en enero de 2020 se tenía una capitalización bursátil de S/37,266,869.00 miles de soles, mientras que en julio este valor descendió a S/31,327,614.58, experimentando una caída de 16% en su valor de mercado. De igual manera, si se compara analiza el valor de la acción de inversión de acuerdo al mercado, se tiene que en enero del 2020 el valor de la acción alcanzaba los S/32.38, mientras que en julio de 2020 el valor de esta acción descendió hasta S/22.10, sufriendo un decremento de 31%

en su valor. Adicional a ello, si se compara el valor de la acción de inversión estimado por esta valorización y el que indica la Bolsa de Valores de Lima en julio de 2020 en plena pandemia, resultan ser prácticamente los mismos. A continuación, en las Figuras 59 y 60 se ilustran las principales diferencias determinadas en este trabajo de valorización con respecto a la capitalización bursátil de la empresa analizada.



*Figura 59.* Capitalización bursátil de la empresa analizada con y sin COVID a diciembre de 2018



*Figura 60.* Valor de la acción de inversión con y sin COVID a diciembre de 2018

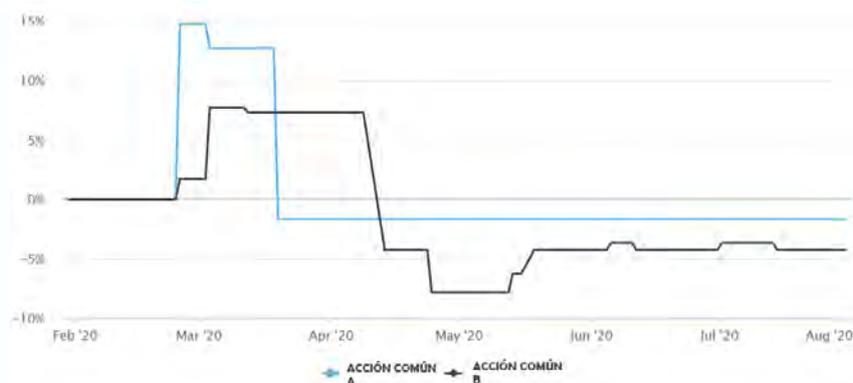
Asimismo, si se procede a analizar el valor de las acciones que se indican en la Bolsa de Valores de Lima entre enero y julio de 2020, se puede observar que el valor de

la acción de inversión tuvo una reducción importante en su valor, mientras que los valores de las acciones comunes A y B no sufrieron en la misma proporción. Esto se debe básicamente a que la acción de inversión es más líquida y sus volúmenes de negociación son mayores, por lo que probablemente su valor sea el más afectado al estar constantemente negociado en el mercado de renta variable. De igual manera, las acciones comunes A y B tienen un volumen de negociación menor al de las de inversión, y son menos líquidas, por lo que probablemente, por eso no tuvieron un descenso tan dramático en su valor de mercado.



*Figura 61.* Cambio del valor de las acciones de inversión desde enero a julio de 2020.

Tomado de la Bolsa de Valores de Lima, 2020.

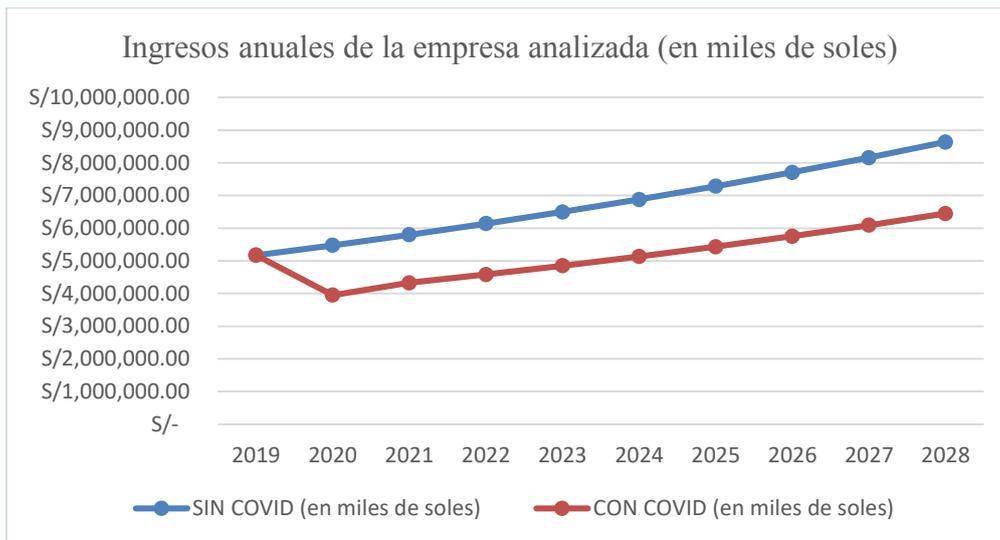


*Figura 62.* Cambio valor de las acciones comunes A y B desde enero a julio de 2020.

Tomado de la Bolsa de Valores de Lima, 2020.

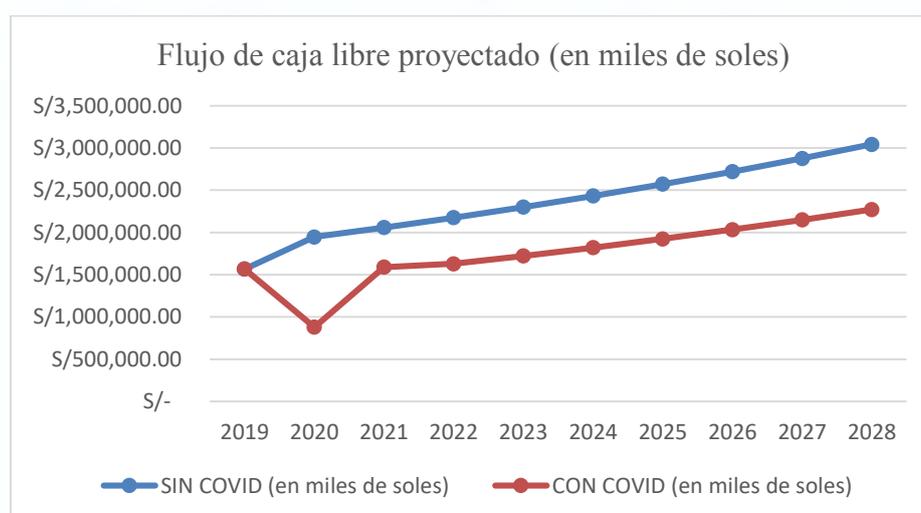
Tomando en cuenta la liquidez de las acciones y los volúmenes de negociación, se puede prever que la acción de inversión puede tener un descenso importante. Mientras que en el caso de las acciones comunes A y B, se espera que sus valores no decrezcan tan bruscamente. En vista de ello, se podría concluir que se debería de aprovechar la liquidez de las acciones de inversión y tomar una posición corta al inicio de la pandemia y venderlas. En el caso de las acciones comunes A y B, pese a que no son tan líquidas como las acciones de inversión, se estima que también sufrirán un decremento, aunque no tan considerable, debido a que sus volúmenes de negociación no son muy elevados, por lo que también se podría tomar una posición corta al inicio de la pandemia. Asimismo, considerando la liquidez de los tipos de acción, se recomienda dar prioridad a la negociación y venta de las acciones de inversión.

Adicional a lo mencionado con anterioridad, se puede observar los efectos de la pandemia en los Estados de Ganancias y Pérdidas, particularmente en los ingresos por ventas. Debido a los efectos del COVID 19, y las estimaciones del World Bank Group para el PBI peruano, se tuvo una reducción del 24% en los ingresos anuales en el año 2020 con respecto al 2019. Estos comienzan a recuperarse a partir del año 2021, hasta que en el año 2024 los ingresos llegan a alcanzar el monto anual de ingresos del año 2019. Es decir, se estima que la empresa analizada va a demorarse en recuperar sus ingresos anuales aproximadamente de 3 a 4 años. Para un mejor análisis, se procede a ilustrar las diferencias entre los ingresos proyectados considerando y sin considerar las consecuencias devenidas por la pandemia en la figura 63.



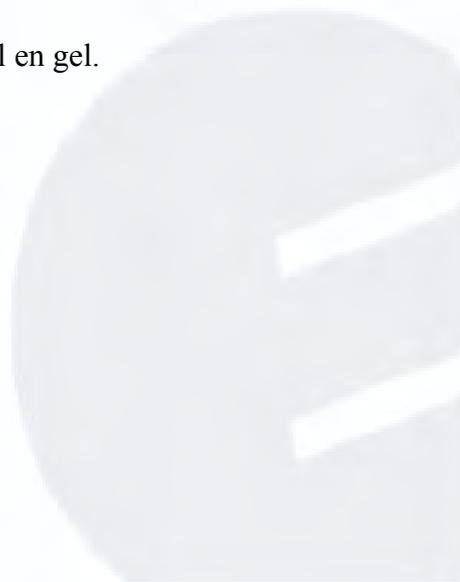
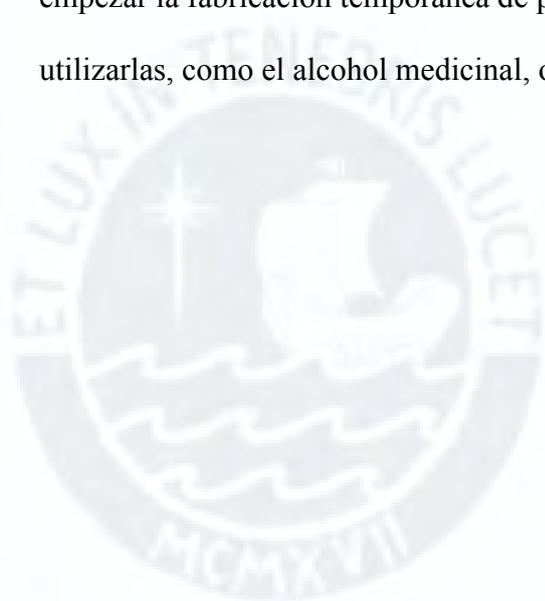
*Figura 63.* Proyección de los ingresos anuales de la empresa analizada al 2028

Así también, si se procede a analizar los Flujos de Caja libre proyectados hasta la perpetuidad en ambos escenarios (con y sin COVID) se puede observar una reducción importante. El descenso más brusco se tiene durante el año 2020, en donde llega a disminuir en un 44%, producto de la pandemia. Las repercusiones de este decremento se llegan a observar en los valores obtenidos posterior al año 2020 y especialmente en el valor considerando la perpetuidad (ver figura 64).



*Figura 64.* Proyección del Flujo de Caja Libre de la empresa analizada al 2028

Del mismo modo, en base a las regresiones lineales realizadas con anterioridad, se puede prever que los ingresos en el año 2020 llegarán a sufrir un descenso de 24% de acuerdo a las proyecciones del PBI peruano que realizó el World Bank Group. Esto significa que el consumo de bebidas alcohólicas tendrá un descenso debido a factores externos que no conciernen a la empresa analizada, como la pandemia, y por ende una posible repercusión en la industria. De acuerdo a las proyecciones, la empresa analizada tendría que reducir su producción temporalmente en la etapa más dura de la pandemia, o empezar la fabricación temporánea de productos alternos cuyas materias primas tenga y utilizarlas, como el alcohol medicinal, o el alcohol en gel.



## Capítulo IX: Conclusiones y Recomendaciones

### 9.1. Conclusiones

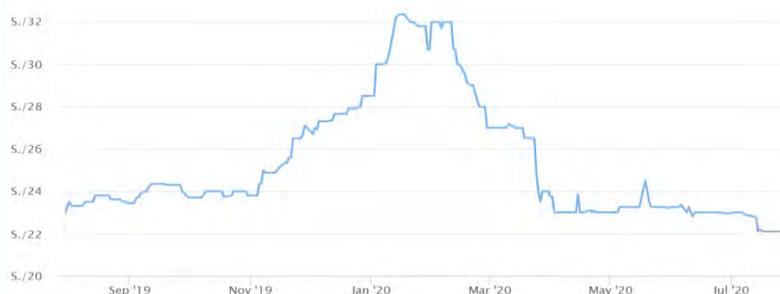
La empresa referente analizada de la industria cervecera del mercado peruano tiene gran poder, lo cual se ve evidenciado en la relación con clientes, proveedores, nuevos ingresantes, competidores y potenciales sustitutos, debido a que posee un *market share* mayor al 95% en la industria de bebidas alcohólicas en el país. Asimismo, se encuentra respaldado por el grupo cervecero más grande a nivel mundial, Ab Inbev, lo que fortaleció el valor de la acción de inversión desde el momento de su adquisición. De igual manera, la empresa analizada tiene productos bien diferenciados dentro del segmento de bebidas alcohólicas, cuyas marcas tienen gran lealtad por parte de los consumidores del país, lo que las destaca entre el resto.

Con respecto al concepto de valor de una empresa, se puede concluir que este corresponde principalmente a una percepción, que varía de acuerdo a los consultores y especialistas involucrados. Teniendo en cuenta ello, la valorización es un procedimiento que permite cuantificar y determinar el valor de la empresa para la toma de decisiones. Esta cuantificación numérica permite a la empresa compararse con otras en el mercado, y sustentar decisiones de gran relevancia como la venta de acciones, adquisición de otras empresas, fusiones, entre otros.

Como conclusión principal de este trabajo se tiene la estimación del valor de la capitalización bursátil de la empresa analizada, considerando los efectos del COVID 19 en la proyección financiera de la empresa. De acuerdo a lo indicado en capítulos anteriores y los resultados de la valorización obtenidos a partir del método de flujo de caja libre, se puede concluir que el valor de la acción sin considerar los efectos del COVID era muy similar al que reflejaba la Bolsa de Valores de Lima al 31 de diciembre

de 2018. Mientras que la capitalización bursátil de la época reflejaba un valor de S/ 26,876,884.93 de miles de soles, el valor de la empresa de acuerdo a este documento llega a ser S/ 29,200,172.94. Con respecto al valor de la acción de inversión, de acuerdo a este trabajo de tesis, este valor es de S/22.33 (sin considerar el efecto del COVID 19), mientras que el valor esta acción era de S/20.55 en diciembre de 2018 de acuerdo a la Bolsa de Valores de Lima.

Sin embargo, considerando los efectos del COVID 19, el valor de la capitalización bursátil de la empresa analizada desciende a S/21,827,319.40 miles de soles, mientras que el valor de la acción de inversión disminuye a S/16.69 soles. Esta disminución se ve reflejada en el gran desplome que sufrieron las acciones de la corporación en los últimos meses, disminuyendo la capitalización bursátil de S/ 37,266,869 miles de soles en enero, a S/ 31,323,603.28 miles de soles en julio del 2020 (un 16% de reducción). De igual manera, el principal efecto de esta pandemia se ve reflejado también en la proyección de los flujos de caja libre y los estados de ganancias y pérdidas de la empresa analizada que, de acuerdo a este trabajo, no llega a recuperar sus ingresos hasta tres o cuatro años después aproximadamente.



*Figura 65.* Desplome del valor de las acciones de inversión de la empresa analizada durante el año 2020. Tomado de la Bolsa de Valores de Lima, 2020.

## 9.2. Recomendaciones

En su momento, sin considerar los efectos del COVID 19, en diciembre de 2018 se hubiera recomendado a los accionistas que mantengan una posición larga con respecto de las acciones, debido a que el valor de la capitalización bursátil era prácticamente la misma que indicaba la Bolsa de Valores de Lima. Sin embargo, en vista del efecto que tiene la pandemia en la proyección, llegando a afectar en más de un 20% la capitalización bursátil de acuerdo a estimaciones de este trabajo, se hubiese recomendado a los accionistas al inicio de la pandemia tomar una posición corta y vender algunas acciones, ante un posible desplome del valor de las mismas. Ello con el objetivo de volverlas a comprar cuando estas bajen de valor y tener una ganancia significativa aprovechando el desplome del valor de las acciones. Sin embargo, al momento de considerar el volumen de negociación y la liquidez de las acciones, se puede observar que probablemente, las acciones de inversión sean las que tengan un descenso más pronunciado que las comunes A y B. Debido a ello, se recomienda a los accionistas tener prioridad al vender las acciones y tomar una posición corta para las acciones de inversión, para posteriormente volverlas a comprar cuando su valor llegue a su punto más bajo.

Asimismo, debido a la crisis devenida de la pandemia, la empresa analizada se enfrenta a un reto al que probablemente no se haya enfrentado nunca, así como muchas otras empresas peruanas. Por ello, se recomienda al área de tecnología aprovechar que la empresa se encuentra realizando innovaciones continuamente, lo que facilita la adaptación a la situación de emergencia actual ocasionada por la pandemia. Por ello, se recomienda al área de administración y gerencia, en conjunto con el área de finanzas, realizar inversiones destinadas a digitalizar el negocio e impulsar a gran parte de sus

socios (bodegas, bares, restaurantes) para atenuar los efectos negativos en la industria cervecera y el mercado peruano. De forma análoga, se recomienda que la empresa analizada utilice la gran ventaja de prácticamente poseer un monopolio de la industria cervecera en el mercado peruano para impulsar la venta a través de canales online y alternativos al tradicional para disminuir los efectos de esta crisis. Adicional a ello, aprovechar que actualmente, gran parte de los peruanos tiene acceso a internet, y promover la venta de productos en entornos digitales. Asimismo, al ser una empresa referente para la industria cervecera peruana, es de suma importancia el papel de esta empresa en esta crisis, especialmente en los distribuidores, mayoristas y minoristas, por lo que se aconseja apoyar a estos como parte de su estrategia de Responsabilidad Social Empresarial y transformación digital.

Adicionalmente, debido al declive de los ingresos y ventas que la empresa analizada tendrá el año 2020, de acuerdo con las regresiones realizadas en este trabajo de tesis, se recomienda al área de operaciones disminuir temporalmente la producción de bebidas alcohólicas en la etapa o etapas más duras de la pandemia. Asimismo, como alternativa para no disminuir de forma dramática la cantidad de colaboradores, se sugiere que el área de recursos humanos en sinergia con el área de operaciones proponga una dosificación de la carga laboral, y trabajar en diferentes turnos, de manera que se disminuya el riesgo de contagio entre trabajadores. Del mismo modo, debido al descenso del consumo de bebidas alcohólicas, se recomienda al área de operaciones producir productos alternos de manera temporal, de tal manera que se utilice la materia prima disponible en los almacenes. Con respecto a la venta de bebidas no alcohólicas en este contexto, el área de gerencia y administración, en coordinación con el área de marketing deberían de analizar si continuar o paralizar la producción de estos productos debido al descenso en volúmenes de ventas y percepción de valor en años recientes.

Por último, se recomienda al área de administración y gerencia adoptar las estrategias que Ab Inbev se encuentra implementando en la actualidad, al ser una empresa referente a nivel mundial y actualmente el grupo cervecero más grande. De igual manera, se recomienda también a esta área, en coordinación con el área de finanzas y demás áreas involucradas, adquirir y realizar compras de algunas marcas que actualmente representan un peligro en sectores específicos de la industria cervecera (como las cervezas artesanales) y acercar las marcas a clientes más jóvenes, con vista a futuro, debido al decrecimiento de la tasa de natalidad en el Perú.



## **Capítulo X: Reporte de consultoría**

### **10.1. Resumen**

En el presente trabajo es una tesis con el formato de consultoría para una empresa referente de la industria cervecera peruana, enfocada en estimar su capitalización bursátil. Para la estimación de este valor, se consideraron los Estados Financieros de los últimos 10 años publicados en la Bolsa de Valores de Lima y en la Superintendencia del Mercado de Valores. De igual manera, adicionalmente a la capitalización bursátil, se ofrecieron conclusiones y recomendaciones, en base a los resultados obtenidos, que serán de mucha utilidad para la empresa.

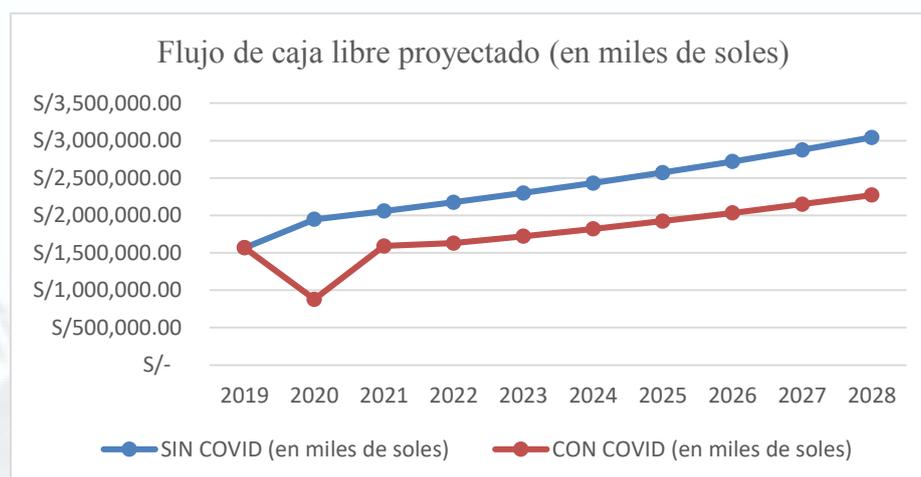
### **10.2. Objetivos**

En la actualidad, determinar la capitalización bursátil de una empresa siempre se encuentra sujeta a la subjetividad de expertos y analistas, así como de las expectativas. Es por ello que la siguiente investigación tiene como objetivo principal el determinar la capitalización bursátil de la empresa analizada, teniendo en consideración los posibles efectos del COVID 19 en la economía global y ofrecer conclusiones y recomendaciones por parte de los consultores.

### **10.3. Metodología empleada**

De entre las metodologías exploradas con el objetivo de determinar la capitalización bursátil, se optó por utilizar la de flujos de caja libre descontados. La elección fue en base a la recomendación de diversos autores y expertos en valorización, de entre las que se destacó que el método de flujos de caja libre pertenece a la familia de los métodos conceptualmente correctos. De igual manera, para realizar la proyección de flujos se recopilaron los últimos 10 reportes financieros de la empresa analizada disponibles en la Bolsa de Valores de Lima, y la Superintendencia del Mercado de Valores. Cabe señalar que se utilizaron datos proporcionados por el *World Bank Group*

acerca del impacto que tendrá el COVID 19 en la economía del país para estimar los posibles efectos que ocasionará la pandemia en los ingresos de la empresa analizada. Es así que se presentan dos escenarios de flujo de caja proyectado al 2028: uno con COVID 19 y otro sin COVID 19.



**Figura 66.** Proyección del Flujo de Caja Libre de la empresa analizada al 2028

A partir de esta recopilación se determinó la tendencia de las cuentas del Estado de Ganancias y Pérdidas y del Estado de Situación Financiera. Posterior a ello se proyectaron 10 años a futuro los Estados de Situación Financieros y los Estados de Ganancias y Pérdidas. A continuación, se presentan los resultados obtenidos en la proyección de estas cuentas considerando y sin considerar los efectos devenidos por la pandemia.

CUENTA	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos de actividades ordinarias										
Presentación de servicios										
Ingresos de actividades ordinarias	S/ 6,176,357.17	S/ 6,478,850.79	S/ 6,750,718.51	S/ 6,139,601.91	S/ 6,490,403.64	S/ 6,880,290.99	S/ 7,283,489.84	S/ 7,710,337.70	S/ 8,162,189.94	S/ 8,640,522.27
Gastos de Inversión	S/ 1,238,719.24	S/ 1,438,469.45	S/ 1,474,694.45							
<b>Ganancia (Pérdida) Bruta</b>	<b>S/ 4,937,637.93</b>	<b>S/ 5,040,381.34</b>	<b>S/ 5,276,024.06</b>	<b>S/ 4,664,907.46</b>	<b>S/ 5,015,709.19</b>	<b>S/ 5,405,596.54</b>	<b>S/ 5,808,795.39</b>	<b>S/ 6,235,643.25</b>	<b>S/ 6,687,495.49</b>	<b>S/ 7,165,827.82</b>
Gastos de Ventas y Distribución	S/ 2,260,789.68									
Gastos de Administración	S/ 602,638.65									
Ganancia (Pérdida) de la baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado	S/ 64,833.63	S/ 100,338.50	S/ 100,293.08	S/ 112,508.46	S/ 118,103.84	S/ 126,081.82	S/ 133,230.43	S/ 141,289.26	S/ 149,572.47	S/ 158,337.63
Otros Ingresos Operativos	S/ 48,000.87	S/ 48,323.79	S/ 48,001.87	S/ 48,323.79						
Otros Gastos Operativos	S/ 48,000.87	S/ 48,323.79	S/ 48,001.87	S/ 48,323.79						
Otras ganancias (pérdidas)										
<b>Ganancia (Pérdida) por actividades de operación</b>	<b>S/ 1,015,985.76</b>	<b>S/ 1,079,526.01</b>	<b>S/ 1,138,555.52</b>	<b>S/ 1,200,278.76</b>	<b>S/ 1,275,912.25</b>	<b>S/ 1,350,685.09</b>	<b>S/ 1,429,839.87</b>	<b>S/ 1,513,633.39</b>	<b>S/ 1,602,337.50</b>	<b>S/ 1,696,239.97</b>
Ingresos Financieros	S/ 24,156.88	S/ 25,272.35	S/ 27,070.98	S/ 28,687.43	S/ 30,338.86	S/ 32,114.70	S/ 34,026.71	S/ 36,079.86	S/ 38,280.14	S/ 40,633.85
Gastos Financieros	S/ 26,029.83	S/ 27,548.91	S/ 29,163.37	S/ 30,872.46	S/ 32,681.88	S/ 34,588.34	S/ 36,594.43	S/ 38,700.75	S/ 40,908.85	S/ 43,219.78
Otros ingresos (gastos) de las subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas	S/ 1,007,802.57	S/ 1,113,441.81	S/ 1,178,693.32	S/ 1,247,768.79	S/ 1,320,892.32	S/ 1,398,301.14	S/ 1,480,248.38	S/ 1,566,993.90	S/ 1,658,825.11	S/ 1,756,037.38
Diferencias de Cambio neto	S/ 7,543.51	S/ 7,396.63	S/ 3,453.88	S/ 4,980.17	S/ 3,473.88	S/ 10,023.88	S/ 10,617.71	S/ 11,230.95	S/ 11,869.65	S/ 12,536.36
Diferencia entre el importe en libros de los activos distribuidos y el importe en libros del dividendo a pagar										
<b>Resultado antes de Impuesto a las Ganancias</b>	<b>S/ 2,058,376.68</b>	<b>S/ 2,179,084.61</b>	<b>S/ 2,306,701.76</b>	<b>S/ 2,441,882.39</b>	<b>S/ 2,584,985.07</b>	<b>S/ 2,736,474.07</b>	<b>S/ 2,896,840.83</b>	<b>S/ 3,066,605.64</b>	<b>S/ 3,246,319.25</b>	<b>S/ 3,436,564.70</b>
Gasto por Impuesto a las Ganancias	S/ 472,727.27									
<b>Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas</b>	<b>S/ 1,712,659.45</b>	<b>S/ 1,813,027.17</b>	<b>S/ 1,919,276.78</b>	<b>S/ 2,031,752.98</b>	<b>S/ 2,160,528.68</b>	<b>S/ 2,276,866.15</b>	<b>S/ 2,410,298.31</b>	<b>S/ 2,551,350.96</b>	<b>S/ 2,701,079.65</b>	<b>S/ 2,859,372.18</b>
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas, neta de impuestos a las ganancias										
<b>Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio</b>	<b>S/ 1,712,659.45</b>	<b>S/ 1,813,027.17</b>	<b>S/ 1,919,276.78</b>	<b>S/ 2,031,752.98</b>	<b>S/ 2,160,528.68</b>	<b>S/ 2,276,866.15</b>	<b>S/ 2,410,298.31</b>	<b>S/ 2,551,350.96</b>	<b>S/ 2,701,079.65</b>	<b>S/ 2,859,372.18</b>

**Figura 67.** Proyección del Estado de Ganancias y Pérdidas sin considerar el efecto COVID 19

CUENTA	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos de actividades ordinarias										
Prestación de servicios										
Ingresos de actividades extraordinarias										
Costo de Ventas	\$/ 1.369.448,50	\$/ 1.045.693,52	\$/ 1.145.180,71	\$/ 1.112.292,52	\$/ 1.283.136,71	\$/ 1.358.644,84	\$/ 1.438.160,00	\$/ 1.522.441,13	\$/ 1.611.691,46	\$/ 1.706.110,26
<b>GANANCIA (PÉRDIDA) BRUTA</b>	<b>\$/ 3.805.907,61</b>	<b>\$/ 2.905.906,48</b>	<b>\$/ 3.182.630,67</b>	<b>\$/ 3.369.143,78</b>	<b>\$/ 3.566.587,13</b>	<b>\$/ 3.775.691,36</b>	<b>\$/ 3.996.861,55</b>	<b>\$/ 4.231.094,53</b>	<b>\$/ 4.479.051,18</b>	<b>\$/ 4.741.538,94</b>
Gastos de Ventas y Distribución										
Gastos de Administración										
Ganancia (Pérdida) de la baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado										
Otros Ingresos Operativos										
Otros Gastos Operativos										
Otras ganancias (pérdidas)										
<b>GANANCIA (PÉRDIDA) POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>	<b>\$/ 1.015.985,76</b>	<b>\$/ 775.730,76</b>	<b>\$/ 849.602,19</b>	<b>\$/ 899.391,79</b>	<b>\$/ 952.099,24</b>	<b>\$/ 1.007.895,52</b>	<b>\$/ 1.066.961,65</b>	<b>\$/ 1.129.489,27</b>	<b>\$/ 1.195.681,21</b>	<b>\$/ 1.265.752,23</b>
Gastos Financieros										
Otros ingresos (gastos) de las subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas										
Diferencia de Cambio neto										
Diferencia entre el importe en libros de los activos distribuidos y el importe en libros del dividendo a pagar										
<b>Resultado antes de Impuestos y las Ganancias</b>	<b>\$/ 2.058.378,68</b>	<b>\$/ 1.571.622,52</b>	<b>\$/ 1.721.285,28</b>	<b>\$/ 1.822.188,58</b>	<b>\$/ 1.928.943,24</b>	<b>\$/ 2.041.885,89</b>	<b>\$/ 2.161.653,31</b>	<b>\$/ 2.288.333,61</b>	<b>\$/ 2.422.437,81</b>	<b>\$/ 2.564.400,87</b>
Gasto por Impuesto a las Ganancias										
<b>GANANCIA (PÉRDIDA) NETA DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>\$/ 1.712.659,45</b>	<b>\$/ 1.307.658,70</b>	<b>\$/ 1.432.184,66</b>	<b>\$/ 1.516.115,59</b>	<b>\$/ 1.604.965,17</b>	<b>\$/ 1.699.021,63</b>	<b>\$/ 1.798.590,13</b>	<b>\$/ 1.903.993,68</b>	<b>\$/ 2.015.574,24</b>	<b>\$/ 2.133.693,80</b>
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas, neta del impuesto a las ganancias										
<b>GANANCIA (PÉRDIDA) NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>\$/ 1.712.659,45</b>	<b>\$/ 1.307.658,70</b>	<b>\$/ 1.432.184,66</b>	<b>\$/ 1.516.115,59</b>	<b>\$/ 1.604.965,17</b>	<b>\$/ 1.699.021,63</b>	<b>\$/ 1.798.590,13</b>	<b>\$/ 1.903.993,68</b>	<b>\$/ 2.015.574,24</b>	<b>\$/ 2.133.693,80</b>

Figura 68. Proyección del Estado de Ganancias y Pérdidas con COVID 19

CUENTA	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Activos</b>										
<b>Activos Corrientes</b>										
Efectivo y Equivalentes al Efectivo										
Otros Activos Financieros										
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar										
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)										
Otras Cuentas por Cobrar (neto)										
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas										
Anticipos										
Inventarios										
Activos Biológicos										
Activos por Impuestos a las Ganancias										
Gastos pagados por Anticipos										
Otros Activos no Corrientes										
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>\$/ 1.652.760,37</b>	<b>\$/ 1.842.212,41</b>	<b>\$/ 2.090.940,58</b>	<b>\$/ 2.348.381,11</b>	<b>\$/ 2.621.973,32</b>	<b>\$/ 2.909.322,93</b>	<b>\$/ 3.212.960,42</b>	<b>\$/ 3.535.689,28</b>	<b>\$/ 3.878.375,00</b>	<b>\$/ 4.233.977,73</b>
<b>Activos No Corrientes</b>										
Otros Activos Financieros										
Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación										
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar										
Cuentas por Cobrar Comerciales										
Otras Cuentas por Cobrar										
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas										
Anticipos										
Activos Biológicos										
Propiedades de Inversión										
Propiedades, Planta y Equipo (neto)										
Activos intangibles distintos de la plusvalía										
Activos por impuestos diferidos										
Plusvalía										
Otros Activos no Corrientes										
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>\$/ 4.680.772,22</b>	<b>\$/ 4.782.685,83</b>	<b>\$/ 4.913.976,19</b>	<b>\$/ 5.045.103,83</b>	<b>\$/ 5.186.583,83</b>	<b>\$/ 5.338.887,20</b>	<b>\$/ 5.502.642,22</b>	<b>\$/ 5.678.435,82</b>	<b>\$/ 5.866.915,19</b>	<b>\$/ 6.068.768,59</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>\$/ 6.306.473,59</b>	<b>\$/ 6.640.898,34</b>	<b>\$/ 7.004.940,74</b>	<b>\$/ 7.393.484,95</b>	<b>\$/ 7.807.577,15</b>	<b>\$/ 8.248.210,13</b>	<b>\$/ 8.715.602,64</b>	<b>\$/ 9.214.125,09</b>	<b>\$/ 9.742.290,19</b>	<b>\$/ 10.302.742,33</b>
<b>Pasivos y Patrimonio</b>										
<b>Pasivos Corrientes</b>										
Otros Pasivos Financieros										
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar										
Cuentas por Pagar Comerciales										
Otras Cuentas por Pagar										
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas										
Anticipos										
Ingresos diferidos										
Provisión por Beneficios a los Empleados										
Otras provisiones										
Pasivos por Impuestos a las Ganancias										
Otros Pasivos no Corrientes										
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>\$/ 5.143.369,73</b>	<b>\$/ 5.333.698,53</b>	<b>\$/ 5.613.076,68</b>	<b>\$/ 5.905.947,22</b>	<b>\$/ 6.212.477,77</b>	<b>\$/ 6.541.713,97</b>	<b>\$/ 6.895.704,14</b>	<b>\$/ 7.276.163,52</b>	<b>\$/ 7.683.765,66</b>	<b>\$/ 8.119.513,82</b>
<b>Pasivos No Corrientes</b>										
Otros Pasivos Financieros										
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar										
Cuentas por Pagar Comerciales										
Otras Cuentas por Pagar										
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas										
Ingresos Diferidos										
Provisión por Beneficios a los Empleados										
Otras provisiones										
Pasivos por impuestos diferidos										
Otros pasivos no financieros										
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>\$/ 402.104,48</b>	<b>\$/ 449.016,30</b>	<b>\$/ 497.873,51</b>	<b>\$/ 542.433,93</b>	<b>\$/ 589.495,38</b>	<b>\$/ 636.496,16</b>	<b>\$/ 684.938,08</b>	<b>\$/ 734.721,86</b>	<b>\$/ 785.149,44</b>	<b>\$/ 836.254,77</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>\$/ 5.545.474,21</b>	<b>\$/ 5.782.714,83</b>	<b>\$/ 6.110.950,19</b>	<b>\$/ 6.448.381,15</b>	<b>\$/ 6.801.973,15</b>	<b>\$/ 7.178.210,13</b>	<b>\$/ 7.580.642,22</b>	<b>\$/ 8.010.885,38</b>	<b>\$/ 8.468.915,10</b>	<b>\$/ 8.955.768,59</b>
<b>Patrimonio</b>										
Capital Emitido										
Primas de Emisión										
Acciones de Inversión										
Acciones Propias en Cartera										
Otras Reservas de Capital										
Resultados Acumulados										
Otras Reservas de Patrimonio										
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora										
Participaciones No Controladoras										
<b>Total Patrimonio</b>	<b>\$/ 800.999,38</b>	<b>\$/ 858.183,51</b>	<b>\$/ 893.989,55</b>	<b>\$/ 945.103,80</b>	<b>\$/ 995.604,00</b>	<b>\$/ 1.069.999,00</b>	<b>\$/ 1.135.000,00</b>	<b>\$/ 1.203.239,71</b>	<b>\$/ 1.273.374,99</b>	<b>\$/ 1.346.973,74</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>\$/ 6.306.473,59</b>	<b>\$/ 6.640.898,34</b>	<b>\$/ 7.004.940,74</b>	<b>\$/ 7.393.484,95</b>	<b>\$/ 7.807.577,15</b>	<b>\$/ 8.248.210,13</b>	<b>\$/ 8.715.602,64</b>	<b>\$/ 9.214.125,09</b>	<b>\$/ 9.742.290,19</b>	<b>\$/ 10.302.742,33</b>
9. Dividendo en efectivo declarados										
16. Incremento (Disminución) por Transferencia y Otros Cambios de patrimonio										
Dividendo Incremento (disminución) por transferencia y otros cambios de patm										

Figura 69. Proyección del Estado de Situación Financiera sin considerar el COVID 19

CUENTA	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Activos</b>										
<b>Activos Corrientes</b>										
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	S/ 414,552.82	S/ 243,024.24	S/ 347,330.65	S/ 464,879.46	S/ 569,590.24	S/ 721,365.77	S/ 860,230.22	S/ 1,006,305.60	S/ 1,159,794.02	S/ 1,320,964.63
Otros Activos Financieros										
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	S/ 1,228,394.30	S/ 938,673.67	S/ 1,029,061.75	S/ 1,088,309.69	S/ 1,152,058.37	S/ 1,219,604.70	S/ 1,291,077.72	S/ 1,366,739.30	S/ 1,448,834.92	S/ 1,531,624.42
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)										
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas										
Anticipos	S/ 213,146.78	S/ 213,146.78	S/ 229,338.75	S/ 246,700.77	S/ 265,508.28	S/ 285,675.82	S/ 307,377.58	S/ 330,727.90	S/ 355,852.09	S/ 382,884.88
Inventarios										
Activos Biológicos										
Activos por Impuestos a las Ganancias										
Gastos pagados por Anticipado										
Otros Activos no Financieros	S/ 21,501.22	S/ 16,416.72	S/ 17,886.06	S/ 18,033.78	S/ 20,148.13	S/ 21,330.01	S/ 22,580.02	S/ 23,903.28	S/ 25,314.16	S/ 26,787.01
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>S/ 1,878,595.12</b>	<b>S/ 1,411,261.31</b>	<b>S/ 1,622,711.21</b>	<b>S/ 1,816,983.68</b>	<b>S/ 2,027,334.09</b>	<b>S/ 2,247,976.29</b>	<b>S/ 2,481,265.52</b>	<b>S/ 2,727,676.09</b>	<b>S/ 2,987,785.12</b>	<b>S/ 3,262,250.96</b>
<b>Activos No Corrientes</b>										
Otros Activos Financieros	S/ 7,058.00	S/ 7,058.00	S/ 7,676.96	S/ 8,348.02	S/ 9,078.92	S/ 9,873.81	S/ 10,738.30	S/ 11,678.48	S/ 12,700.98	S/ 13,813.00
Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación	S/ 2,091,355.00	S/ 1,840,392.40	S/ 2,015,649.63	S/ 2,133,773.61	S/ 2,288,620.06	S/ 2,391,194.66	S/ 2,531,326.87	S/ 2,679,671.31	S/ 2,836,709.24	S/ 3,002,950.13
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar										
Cuentas por Cobrar Comerciales										
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas										
Anticipos										
Activos Biológicos										
Propiedades de Inversión	S/ 10,637.29	S/ 10,637.29	S/ 9,053.60	S/ 7,705.69	S/ 6,558.46	S/ 5,582.03	S/ 4,750.97	S/ 4,043.64	S/ 3,441.62	S/ 2,929.23
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	S/ 1,906,540.56	S/ 1,906,540.56	S/ 1,873,890.02	S/ 1,841,786.64	S/ 1,810,256.85	S/ 1,779,255.22	S/ 1,748,784.51	S/ 1,719,836.63	S/ 1,693,389.64	S/ 1,669,467.75
Activos intangibles distintos de la plusvalía	S/ 139,034.65	S/ 106,106.44	S/ 116,295.52	S/ 123,379.76	S/ 130,231.94	S/ 137,927.48	S/ 146,010.21	S/ 154,597.23	S/ 163,652.49	S/ 173,144.43
Activos por impuestos diferidos										
Plusvalía	S/ 273,253.00									
Otros Activos no financieros										
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>S/ 4,427,876.46</b>	<b>S/ 4,144,037.68</b>	<b>S/ 4,295,767.72</b>	<b>S/ 4,387,954.04</b>	<b>S/ 4,488,239.22</b>	<b>S/ 4,597,086.22</b>	<b>S/ 4,714,864.17</b>	<b>S/ 4,842,049.30</b>	<b>S/ 4,979,129.89</b>	<b>S/ 5,126,627.53</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>S/ 6,306,471.59</b>	<b>S/ 5,555,299.00</b>	<b>S/ 5,918,478.94</b>	<b>S/ 6,204,941.71</b>	<b>S/ 6,515,573.31</b>	<b>S/ 6,845,062.51</b>	<b>S/ 7,196,129.70</b>	<b>S/ 7,569,725.39</b>	<b>S/ 7,967,915.01</b>	<b>S/ 8,388,888.49</b>
<b>Pasivos y Patrimonio</b>										
<b>Pasivos Corrientes</b>										
Otros Pasivos Financieros	S/ 68,593.89	S/ 50,074.96	S/ 64,843.50	S/ 84,097.32	S/ 111,458.89	S/ 145,061.86	S/ 183,874.49	S/ 228,910.77	S/ 283,183.59	S/ 347,206.87
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	S/ 3,229,424.38	S/ 2,447,462.39	S/ 2,689,456.97	S/ 2,897,871.85	S/ 3,093,649.08	S/ 3,273,899.76	S/ 3,439,259.79	S/ 3,593,526.75	S/ 3,727,361.84	S/ 3,893,434.97
Cuentas por pagar Comerciales										
Otras Cuentas por Pagar										
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas										
Ingresos diferidos										
Provisión por Beneficios a los Empleados	S/ 4,022.15	S/ 4,022.15	S/ 4,288.69	S/ 4,573.30	S/ 4,878.59	S/ 5,199.98	S/ 5,541.63	S/ 5,912.54	S/ 6,304.64	S/ 6,722.74
Otras provisiones	S/ 252,843.28	S/ 193,082.76	S/ 211,469.68	S/ 223,942.53	S/ 236,941.65	S/ 250,889.69	S/ 265,971.40	S/ 281,134.80	S/ 297,610.26	S/ 315,051.24
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	S/ 12,400.11	S/ 9,467.80	S/ 10,369.40	S/ 10,977.08	S/ 11,620.38	S/ 12,301.37	S/ 13,022.27	S/ 13,785.42	S/ 14,593.30	S/ 15,448.52
Otros Pasivos no financieros	S/ 4,499.29	S/ 3,897.29	S/ 4,332.29	S/ 4,814.44	S/ 5,347.29	S/ 5,924.29	S/ 6,547.29	S/ 7,211.29	S/ 7,920.29	S/ 8,670.29
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>S/3,545,340.73</b>	<b>S/2,702,877.69</b>	<b>S/2,965,627.67</b>	<b>S/3,139,456.70</b>	<b>S/3,323,474.91</b>	<b>S/3,518,279.55</b>	<b>S/3,724,549.91</b>	<b>S/3,943,814.32</b>	<b>S/4,173,922.37</b>	<b>S/4,418,577.16</b>
<b>Pasivos No Corrientes</b>										
Otros Pasivos Financieros	S/ 43,723.43	S/ 43,723.43	S/ 33,525.28	S/ 25,389.86	S/ 19,358.46	S/ 14,705.46	S/ 11,246.97	S/ 8,571.80	S/ 6,533.29	S/ 4,979.58
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	S/ 165,365.61	S/ 165,365.61	S/ 175,663.96	S/ 186,693.68	S/ 198,224.63	S/ 210,569.32	S/ 223,682.79	S/ 237,612.92	S/ 252,410.57	S/ 268,129.76
Cuentas por pagar Comerciales										
Otras Cuentas por Pagar										
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas										
Ingresos Diferidos										
Provisión por Beneficios a los Empleados	S/ 30,499.07	S/ 30,499.07	S/ 30,327.11	S/ 30,158.12	S/ 29,988.09	S/ 29,817.02	S/ 29,648.91	S/ 29,481.74	S/ 29,315.52	S/ 29,150.23
Otras provisiones										
Pasivos por impuestos diferidos	S/ 162,516.38	S/ 162,516.38	S/ 155,021.16	S/ 147,871.61	S/ 141,051.80	S/ 134,546.51	S/ 128,341.25	S/ 122,422.17	S/ 116,778.09	S/ 111,380.39
Otros Pasivos no financieros										
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>S/ 402,104.48</b>	<b>S/402,104.48</b>	<b>S/394,337.50</b>	<b>S/390,001.37</b>	<b>S/388,621.97</b>	<b>S/389,688.32</b>	<b>S/392,919.32</b>	<b>S/396,068.64</b>	<b>S/405,035.46</b>	<b>S/413,649.95</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>S/ 3,947,445.21</b>	<b>S/2,104,982.17</b>	<b>S/3,359,965.18</b>	<b>S/3,529,458.07</b>	<b>S/3,712,096.88</b>	<b>S/3,907,967.87</b>	<b>S/4,117,469.23</b>	<b>S/4,340,902.96</b>	<b>S/4,579,957.83</b>	<b>S/4,832,227.11</b>
<b>Patrimonio</b>										
Capital Emitido	S/ 780,722.00									
Primas de Emisión	S/ 65,461.22	S/ 65,461.22	S/ 71,144.43	S/ 77,310.05	S/ 84,033.90	S/ 91,329.56	S/ 99,258.60	S/ 107,876.04	S/ 117,241.61	S/ 127,400.29
Acciones de Inversión	S/ 589,515.00									
Acciones Propias en Cartera	S/ 1,737.00									
Otros Reservas de Capital	S/ 245,043.41	S/ 245,043.41	S/ 245,401.33	S/ 245,769.78	S/ 246,118.76	S/ 246,478.25	S/ 246,838.29	S/ 247,198.83	S/ 247,559.90	S/ 247,921.50
Resultados Acumulados	S/ 693,724.08	S/ 727,043.54	S/ 893,435.42	S/ 1,071,941.65	S/ 1,268,924.33	S/ 1,479,762.38	S/ 1,698,679.79	S/ 1,934,825.81	S/ 2,188,566.71	S/ 2,459,007.03
Otros Reservas de Patrimonio	S/ 38,329.48	S/ 25,065.86	S/ 32,052.58	S/ 35,930.97	S/ 39,918.44	S/ 44,024.44	S/ 48,252.81	S/ 52,611.76	S/ 57,098.96	S/ 61,752.42
Patrimonio Atributable a los Propietarios de la Controladora	S/ 2,359,068.37	S/ 2,445,316.83	S/ 2,558,534.54	S/ 2,677,454.54	S/ 2,803,496.43	S/ 2,937,094.64	S/ 3,078,707.47	S/ 3,228,822.43	S/ 3,387,957.18	S/ 3,556,661.39
Participaciones No Controladoras										
<b>Total Patrimonio</b>	<b>S/2,399,068.37</b>	<b>S/2,445,316.83</b>	<b>S/2,558,533.76</b>	<b>S/2,677,453.64</b>	<b>S/2,803,496.43</b>	<b>S/2,937,094.64</b>	<b>S/3,078,707.47</b>	<b>S/3,228,822.43</b>	<b>S/3,387,957.18</b>	<b>S/3,556,661.39</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>S/6,306,473.59</b>	<b>S/5,555,299.00</b>	<b>S/5,918,498.94</b>	<b>S/6,204,941.71</b>	<b>S/6,515,593.31</b>	<b>S/6,845,062.51</b>	<b>S/7,196,129.70</b>	<b>S/7,569,725.39</b>	<b>S/7,967,915.01</b>	<b>S/8,388,888.49</b>
9. Dividendos en efectivo declarados										
16. Incremento (Disminución) por Transferencia y Otros Cambios de patrimonio										
Dividendos+Incremento (disminución) por transferencia y otros	S/ 1,697,627.36	S/ 1,212,346.25	S/ 1,327,756.78	S/ 1,405,609.17	S/ 1,487,582.62	S/ 1,575,083.08	S/ 1,667,494.74	S/ 1,762,216.66	S/ 1,868,663.34	S/ 1,978,173.42

Figura 70. Proyección del Estado de Situación Financiera con COVID 19

Luego, se estimó la tasa de interés exigida para la empresa (Costo promedio del capital, mejor conocido como WACC) a utilizar en el descuento de los flujos de caja libre proyectados. Una vez obtenido el WACC, se calculó la capitalización bursátil de la empresa considerando dos fases: una con una duración de 10 años, y la otra considerando la perpetuidad. Finalmente, se consideró la distribución de derechos económicos a diciembre de 2018 de acuerdo a la Bolsa de Valores de Lima para determinar el valor de las acciones y una tasa de crecimiento de 3.25%.

Tasa de crecimiento g	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	VALOR FUTURO
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>												
CAJA	S/ 362,445.00	S/ 1,566,674.20	S/ 1,947,013.48	S/ 2,058,032.82	S/ 2,175,628.19	S/ 2,300,175.33	S/ 2,432,072.58	S/ 2,571,744.05	S/ 2,719,636.68	S/ 2,876,226.63	S/ 3,042,016.72	S/ 42,493,608.43
DEUDA	S/ 73,430.00											
<b>FCI ACTUAL</b>	<b>S/ 309,015.00</b>	<b>S/ 1,415,173.22</b>	<b>S/ 1,590,499.20</b>	<b>S/ 1,519,494.18</b>	<b>S/ 1,451,822.99</b>	<b>S/ 1,387,305.73</b>	<b>S/ 1,325,775.81</b>	<b>S/ 1,267,078.38</b>	<b>S/ 1,211,069.05</b>	<b>S/ 1,157,612.84</b>	<b>S/ 1,106,583.21</b>	<b>S/ 15,457,743.33</b>
<b>CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL</b>	<b>S/ 29,200,172.94</b>											
VALOR DE LA ACCIÓN DE INVERSIÓN	S/ 22.33											
VALOR DE LA ACCIÓN COMUN A	S/ 210.81											
VALOR DE LA ACCIÓN COMUN B	S/ 223.81											

Figura 71. Valor de la acción y la capitalización bursátil sin considerar el efecto COVID 19

Tasa de crecimiento g		3.25%											
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	VALOR FUTURO
FLUJO DE CAJA LIBRE			S/ 1,566,874.20	S/ 879,234.71	S/ 1,590,341.71	S/ 1,629,089.26	S/ 1,721,547.07	S/ 1,819,483.50	S/ 1,923,210.95	S/ 2,033,060.90	S/ 2,149,385.12	S/ 2,272,556.16	S/ 31,745,295.67
CAJA	S/	382,445.00											
DEUDA	S/	73,430.00											
FCL ACTUAL	S/	309,015.00	S/ 1,416,173.22	S/ 718,239.56	S/ 1,174,186.80	S/ 1,087,110.96	S/ 1,038,317.42	S/ 991,839.98	S/ 947,551.14	S/ 905,333.07	S/ 865,076.41	S/ 826,679.38	S/ 11,547,796.46
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL	S/	21,827,319.40											
VALOR DE LA ACCIÓN DE INVERSIÓN	S/	16.69											
VALOR DE LA ACCIÓN COMUN A	S/	157.58											
VALOR DE LA ACCIÓN COMUN B	S/	167.30											

Figura 72. Estimación de la capitalización bursátil de la empresa analizada y el valor de la acción considerando el efecto COVID 19.

#### 10.4. Principales hallazgos

Entre los hallazgos determinados por este trabajo de tesis, se encuentra la capitalización bursátil de la empresa analizada a diciembre de 2018. Este valor se determinó considerando dos escenarios: el mercado peruano ante los efectos del COVID 19, y el mercado peruano en condiciones normales. En el primer escenario, la capitalización bursátil llegó a ser S/21,827,319.40 miles de soles, con un valor de las acciones de inversión de S/16.69 soles. Si se toma en cuenta la capitalización bursátil y el valor de la acción de inversión determinados con anterioridad y se compara frente al valor que indicaba la Bolsa de Valores de Lima en diciembre de 2018, se tiene una diferencia y una reducción considerable. En cambio, en el segundo escenario, la capitalización bursátil llegó a ser S/29,200,172.94 miles de soles, ligeramente superior al valor que se indicaba en la bolsa en diciembre de 2018, el cual era S/26,876,884.93 miles de soles. De igual manera, si se procede a analizar el valor de la acción sin considerar los efectos del COVID 19 en el mercado peruano, se tiene un valor de las acciones de inversión de S/22.33, mientras que el valor que indicaba la Bolsa de Valores de Lima fue de S/20.55 al 31 de diciembre de 2018.

Adicional a ello, ante los efectos de la pandemia y con el objetivo de determinar los flujos de caja futuros, se estimó el impacto en los ingresos que va a sufrir la empresa analizada al terminar el año 2020 en base a las predicciones del World Bank Group para el PBI peruano. Se puede observar que los ingresos llegan a disminuir un 24% el año

2020 producto de la pandemia, y se llegan a recuperar entre los años 2023 y 2024. Es por ello que se presentó ambos escenarios en este reporte.

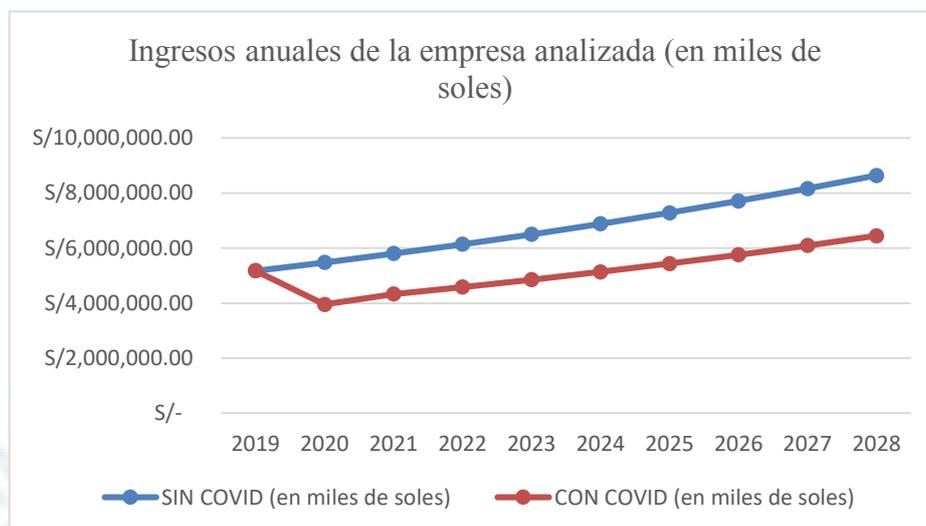


Figura 73. Proyección de los ingresos anuales de la empresa analizada al 2028

## 10.5. Conclusiones y Recomendaciones

**Conclusiones.** La empresa analizada es una compañía líder y referente del sector cervecero en el Perú pues congrega más del 95% de participación de mercado. Sin embargo, se sabe que los ingresos provenientes de las ventas se verán afectados ya que dependen de los ingresos de la población, y éstos se han visto mermados debido la crisis económica generada por la pandemia del COVID 19 y se estima una reducción importante (24%) de sus ingresos para el año 2020 y una recuperación que tomará entre 3 a 4 años. Antes de la pandemia devenida por el COVID 19, el valor hallado en este trabajo de tesis fue de S/22.33, siendo muy similar al reflejado por la Bolsa de Valores de Lima en diciembre de 2018; sin embargo, al añadir los efectos de la pandemia, este valor decae a S/16.69, viéndose afectado en más del 20%.

**Recomendaciones.** En vista a los resultados obtenidos considerando ambos escenarios, a diciembre de 2018 se hubiese recomendado a los accionistas de la empresa mantener una posición larga con respecto a las acciones, debido a que el valor de la

Bolsa se encontraba ligeramente menor al estimado por este trabajo. Asimismo, considerando los efectos que tiene la pandemia en el valor de la acción y la capitalización bursátil, se recomienda a los accionistas que al inicio de la pandemia se proceda a tomar una posición corta y vender las acciones, en especial las más líquidas (las de inversión), para posteriormente ser compradas cuando su valor llegue a su punto más bajo. De igual manera, de acuerdo a estimaciones se prevé que los ingresos de la empresa analizada y el consumo de bebidas alcohólicas se verán afectados por la pandemia, por lo que se recomienda al área de operaciones reducir su producción de alcohol temporalmente en los momentos de mayor incertidumbre. De la misma forma, en vista de la importancia que tiene la empresa analizada en la industria cervecera del Perú, se puede utilizar su influencia y realizar actividades de responsabilidad social empresarial y apoyar a sus socios (bodegas, bares, restaurantes, etc.) para que el impacto en el mercado no sea tan perjudicial. Considerando además que la compañía analizada no cuenta con mucho pasivo financiero, puede realizar inversiones en el área de Tecnología, que le permita innovar y adaptarse mejor al nuevo escenario que trae consigo la pandemia en el entorno digital como son las ventas online para poder hacer frente a las caídas en las ventas que se han generado. Por último, se recomienda al área de administración y gerencia, analizar las estrategias que viene utilizando el grupo cervecero Ab Inbev, el más grande e importante a nivel global, e implementar las tácticas que este grupo está ejecutando en distintas partes del globo.

## Referencias

- Achleitner, A., & Nathusius, E. (2003). *Bewertung von Unternehmen bei Venture-Capital-Finanzierungen. EF Working Paper Series, (02-03)*.
- Adhikari, M. (2010). Patente EEUU. No US 7,778,936 B2: Business valuation system and method. Oficina de Patentes y marcas de EE.UU.
- AJE (s.f.-a). Recuperado el 15 de julio de 2020, de <https://www.ajegroup.com/aje-en-el-mundo/>
- AJE. (s.f.-b). Recuperado el 15 de julio de 2020, de <https://www.ajegroup.com/mision-vision-y-valores/>
- Alarcón, M. J. (2009). Calificación del método de pronóstico de Torres (segunda parte). *Poliantea, 5 (9)*, 175-201. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4784461>
- Álvarez, E., Arce, K., Ayllón, M., Cojal, I. & García, M. (2019). *Planeamiento Estratégico para la Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston* (Tesis de maestría), Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, Perú. Recuperado de <http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/20.500.12404/7417>
- Álvarez, R., García K., & Borraez, A. (2006). Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados. *Semestre Económico, 6(18)*, 59-83.
- Anheuser Busch Inbev S.A. (2016). *Voluntary and conditional Take bid in cash*. Recuperado de <https://sec.report/Document/0001193125-16-694160/>
- Anheuser Busch Inbev S.A. (2020). *Annual Report 2019*. Recuperado de [https://www.ab-inbev.com/content/dam/abinbev/news-media/press-releases/2020/02/final-full-ab-inbev-annual-report/Updated\\_FYReport2019\\_EN.pdf](https://www.ab-inbev.com/content/dam/abinbev/news-media/press-releases/2020/02/final-full-ab-inbev-annual-report/Updated_FYReport2019_EN.pdf)

- Aquilar, I. (2015). Análisis crítico de los métodos de valoración de empresas y su aplicación práctica. *Vinculatégica Efan*. Recuperado de:  
<http://www.web.facpya.uanl.mx/vinculategica/Revistas/1038-1056%20ANALISIS%20CRITICO%20DE%20LOS%20METODOS%20DE%20VALORACION%20DE%20EMPRESAS%20Y%20SU%20APLICACION%20PRACTICA.pdf>
- Argueta, C., Agudelo, I., & Soto, O. (2016). Planeación por escenarios: un caso de estudio en una empresa de consultoría logística en Colombia. *Estudios Gerenciales*, 32(138), 96-107. Recuperado de  
<https://doi.org/10.1016/j.estger.2015.12.004>
- Armendáriz, E. (2012). Modelos de valoración de empresas. Un análisis crítico. *Ciencia UNEMI*. 7, 74-87.
- Assaf, A. (2012). *Finanças Corporativas e Valor*. Sao Paulo: Atlas.
- Backus (2015). *Memoria Anual 2014 Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.* Recuperado de <https://www.backus.pe/sites/default/files/2020-02/Memoria%20Anual%202014.pdf>
- Backus (2017). *Memoria Anual 2016 Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.* Recuperado de  
<https://www.bvl.com.pe/eff/B30021/20170301150502/MEB300212016AIA01.PDF>
- Backus (2018). *Memoria Anual 2017 Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.* Recuperado de  
<https://www.bvl.com.pe/eff/B30021/20180307134501/MEB300212017AIA01.PDF>

Backus (2019a). *Memoria Anual 2018 Unión de Cervecerías Peruanas Backus y*

*Johnston S.A.A.* Recuperado de

<https://www.bvl.com.pe/hhii/B30021/20190221165501/MEMORIA32ANUAL322018.1.PDF>

Backus (2019b). *Reporte de Sostenibilidad 2018*. Recuperado de

<https://www.backus.pe/sites/default/files/2020-06/Reporte%20Sostenibilidad%202018.pdf>

Backus (2020). *Memoria Anual 2019 Unión de Cervecerías Peruanas Backus y*

*Johnston S.A.A.* Recuperado de

<http://www.bvl.com.pe/hhii/B30021/20200715205701/MEMORIA32ANUAL322019324532BACKUS.PDF>

Backus (s.f.). Recuperado el 15 de mayo del 2020, de

<https://www.backus.pe/nosotros/nuestra-historia#:~:text=El%20origen%20de%20Backus%20se,%22Fabrica%20de%20Hielo%20Sudamericana%22.>

Backus incrementa el precio de sus cervezas en 10% tras ajuste del ISC. (2019, junio).

*Semana económica*. Recuperado de <https://semanaeconomica.com/que-esta-pasando/articulos/364499-backus-incrementa-el-precio-de-sus-cervezas-en-10-tras-ajuste-del-isc>

Backus prevé “alto impacto” por alza del ISC a cervezas. (2018, mayo). *Diario Gestión*.

Recuperado de <https://gestion.pe/economia/empresas/backus-preve-alto-impacto-alza-isc-cervezas-233451-noticia/?ref=gesr>

Backus renueva su directorio y suma a Claucia Cooper, Carlos Neuhaus y Piero Ghezzi.

(2020, Julio). *Perú Retail*. Recuperado de <https://www.peru-retail.com/backus-directorio-claudia-cooper-carlos-neuhaus-piero-ghezzi/>

Backus y las marcas con las que domina el mercado cervecero en el Perú. (2017, agosto). *El Comercio*. Recuperado de <https://elcomercio.pe/economia/backus-marcas-domina-mercado-cervecer-peru-fotos-noticia-447675-noticia/?ref=ecr>

Banco Central de la Reserva del Perú (2018). Reporte de inflación, Diciembre 2018, Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2018-2020. Recuperado de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2018/diciembre/reporte-de-inflacion-diciembre-2018.pdf>

Banco Central de la Reserva del Perú (2019a). Resumen Informativo Semanal N°1, 10 de enero de 2019. Recuperado de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Nota-Semanal/2019/resumen-informativo-01-2019.pdf>

Banco Central de Reserva del Perú. (2019b). *Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2020-2021*. Recuperado de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2019/diciembre/reporte-de-inflacion-diciembre-2019.pdf>

Banco Central de Reserva del Perú. (2019c). *Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2019-2020*. Recuperado de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2019/junio/reporte-de-inflacion-junio-2019.pdf>

Banco Central de Reserva del Perú. (2020). *Resumen Informativo Semanal*. Recuperado de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Nota-Semanal/2020/resumen-informativo-2020-04-02.pdf>

Bavaria (2018). *Informe de gestión 2017*. Recuperado de <https://www.bavaria.co/sites/default/files/201807/Informe%20de%20Gesti%C3%B3n%202017.pdf>

- Blaconá, M. T., Magnano L., & Andreozzi, L. (2012). *Características de los Modelos de Espacio de Estado de Innovaciones, con aplicaciones*. Recuperado de [https://www.fcecon.unr.edu.ar/web-nueva/sites/default/files/u16/Decimocuertas/blacona\\_andreozzi\\_magnano\\_caracteristicas\\_de\\_los\\_modelos\\_de\\_espacio.pdf](https://www.fcecon.unr.edu.ar/web-nueva/sites/default/files/u16/Decimocuertas/blacona_andreozzi_magnano_caracteristicas_de_los_modelos_de_espacio.pdf)
- British Broadcasting Corporation. (2020). Coronavirus: 10 gráficos que muestran el impacto económico en el mundo del virus que causa COVID 19. *British Broadcasting Corporation*. Recuperado de <https://www.bbc.com/mundo/noticias-51971991>
- Casanovas M., & Santandreu, P. (2011). *Guía práctica para la valoración de empresas*. Barcelona: Profit Editorial.
- Cervezas de Backus suben de precio en 10%. (2019, junio). *La República*. Recuperado de <https://larepublica.pe/economia/2019/06/25/backus-cervezas-isc-precio-de-la-cerveza-sube-10/0>
- Clavellina, J. (2020). Posibles efectos del coronavirus en la economía mundial. *Notas Estratégicas*, (75). Recuperado de <http://bibliodigitalibd.senado.gob.mx/handle/123456789/1858>
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation Measuring and Managing the value Company* (3th ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Craciun, C. (2013). Quality of Business Consulting Services. *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 2 (1), 53-58.
- D'Alessio, F. (2008). *El proceso estratégico. Un enfoque de gerencia*. México: Pearson Education.
- Damodarán, A. (2006). *Damodaran on valuation* (2th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.

- Dávila Philippon, S. (2012). ¿Cómo se determina el costo de capital de las empresas sujetas a Regulación Tarifaria en el Perú? *Círculo de Derecho Administrativo*, 12, 155-169. Recuperado de <https://vlex.com.pe/vid/determina-costo-capital-empresas-748285001>
- Día Internacional de la Cerveza: Cuántas cajas consume el peruano. (2019, agosto). *Radio Programas del Perú*. Recuperado de <https://rpp.pe/economia/economia/cerveza-cajas-de-cerveza-dia-internacional-de-la-cerveza-dia-internacional-de-la-cerveza-cuantas-cajas-consume-el-peruano-al-ano-noticia-1212369>
- Dluhosova, D. (2012). Sensitivity approaches in company valuation. *Proceedings of International Conference on Finance, Accounting and Auditing*, 9(22-23), 116-121. ISBN 978-1-6-61804-124-1.
- Dos Santos, N. (2018). Avaliação de empresas: aspectos objetivos na verificação de valor econômico de ativos intangíveis. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 17(50), 24-38.
- Dzikevicius, A., Michnevic, E., & Zevzikova (2008). Stochastinis verslo vertinimo modelis. *Verslas: Teorija ir Praktika-Business: Theory and Practice*, 9(3).
- Elías, T., Borgert, E., Borgert, A. & Lunkes, R. (2018). Análise da composição dos custos e despesas em diferentes continentes. *Contabilidade y Negocios*, 13(26), 38-55.
- Engel, R. (2003). *Seed-Finanzierung Wachstumsorientierter Unternehmensgrundungen. Wissenschaft & Praxis*. Sternenfels: Verl. Wiss. & Praxis.
- Fabregat, J. (2009). *Valoración de empresas: bases conceptuales y aplicaciones prácticas*. Barcelona: Profit Editorial.

- Fariza, I. (2020, 26 de enero). La economía peruana resiste a la crisis política. *El País*. Recuperado de [https://elpais.com/economia/2020/01/24/actualidad/1579899503\\_016784.html](https://elpais.com/economia/2020/01/24/actualidad/1579899503_016784.html)
- Fernández, P. (2004). *Valoración de empresas*. (3ª ed.). Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Fernández, P. (2005). La prima de riesgo del mercado (Market Risk Premium). IESE Business School, Universidad de Navarra. Recuperado de <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0585.pdf>
- Fernández, P. (2008). Métodos de valoración de empresas. *IEEM: Revista de Antiguos Alumnos*. 2(2), 8-16. ISSN 1510-4214.
- Fernández, P. (2013). Equity Premium: Historical, Expected, Required and Implied. IESE Business School, Universidad de Navarra. Recuperado de [https://www.utc.wa.gov/\\_layouts/15/CasesPublicWebsite/GetDocument.aspx?documentID=2678&year=2017&docketNumber=170033](https://www.utc.wa.gov/_layouts/15/CasesPublicWebsite/GetDocument.aspx?documentID=2678&year=2017&docketNumber=170033)
- Ferreira Da Cunha, M., Martins, E., & Assaf, A., (2013). Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista de Administração*, 49(2), 251-266.
- Festel, G., Wuermseher, M., & Cattaneo, G. (2013). Valuation of Early Stage High-tech Start-up Companies. *International Journal of Business*, 18(3).
- Fierla, A. (2008). *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*. SGH: Warszawa.
- Flores Konja, J., & Rozas Flores, A. (2008). El gobierno corporativo: un enfoque moderno. *Quipukamayoc*, 15(29), 7-22. <https://doi.org/10.15381/quipu.v15i29.2065>

Fondo Monetario Internacional. (2020). *Perspectivas de la economía mundial al día, Actualización de las proyecciones centrales*. Recuperado de

<https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2020/01/20/weo-update-january2020>

Foushee, N., Koller, S., & Mehta, A. (2012). Why bad multiples happen to good companies. *Mckinsey Quarterly*, (3), 23-25.

Fowks, J. (2016). El dueño de las cervezas de Perú controla el 95% del mercado. El País. Recuperado de

[https://elpais.com/economia/2016/05/12/actualidad/1463052882\\_279197.html](https://elpais.com/economia/2016/05/12/actualidad/1463052882_279197.html)

Gambi, A., Pimenta, T., & Corrar, L. (2009). Um Estudo da Relação entre o Valor de Mercado de Empresas Listadas na Bovespa e seus Direcionadores de Valor.

*Revista Gestão.Org*, 7 (1), 102-118.

García Jiménez, P. (2013). La valoración de empresas: El método de descuentos de Flujo de Caja Libre (DCF) y su aplicación práctica. *Cont4bl3*, 48, 21-33.

Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4507539>

Gigante cervecero: Matriz de Backus aceptó oferta de compra de su rival AB InBev (2015, octubre). Radio Programas del Perú. Recuperado de

<https://rpp.pe/economia/negocios/sab-miller-matriz-de-backus-sera-comprada-por-ab-inbev-y-formaran-un-gigante-cervecero-noticia-904279?ref=rpp>

Gonzáles, A. (2019). *La inversión privada y la gestión en la conservación del medio ambiente en el Perú* (Tesis de maestría), Universidad Federico Villarreal, Lima,

Perú. Recuperado de <http://repositorio.unfv.edu.pe/handle/UNFV/3057>

Guerrero, A. M., Medina, L. A., & Nogueira, R. D. (2018). Diseño de un procedimiento general de consultoría organizacional. *Revista Universidad y Sociedad*, 10(5),

21-33. Recuperado de

[http://scielo.sld.cu/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S2218-36202018000500021&lng=es&tlng=es](http://scielo.sld.cu/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2218-36202018000500021&lng=es&tlng=es).

Gutiérrez, M., & Gonzáles, J. (2014). Opciones reales implícitas en una empresa distribuidora de alimentos. *Industrial Data*, 17(2), 39-47.

Gutiérrez, M., & Henríquez, J. (2016). Valoración de una Empresa de Agua Potable mediante Opciones Reales. *Producción y Gestión* ISSN:1810-9993, 30-41.

Heineken cierra compra de cervezas Tres Cruces e ingresa al mercado peruano junto a AJE. (2020, setiembre). Gestión. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/empresas/heineken-cierra-compra-de-cerveza-tres-cruces-e-ingresa-al-mercado-peruano-junto-a-aje-noticia/?ref=gesr>

Hirashima & Asociados (2008). Laudo de avaliação econômico-financeira para oferta pública de aquisição de ações preferenciais e ordinárias da Calçados Azaléia S.A. Central de Sistemas Comissão de Valores Mobiliários, Laudos e Editais de OPAs Registradas em 2008. Recuperado de <http://sistemas.cvm.gov.br/?OfertasReg>

Holthausen, Rb., & Zmijewski, M. (2012). Valuation with Market Multiples: How to Avoid Pitfalls when Identifying and using comparable companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(3), 26-38. doi:10.1111/j.1745-6622.2012.00387.x

Infomarketing. (2018). *Cuáles son las marcas más valoradas por los consumidores peruanos*. Infomarketing. Recuperado de <http://www.infomarketing.pe/?s=Cu%C3%A1les+son+las+marcas+m%C3%A1s+valoradas+por+los+consumidores+peruanos>

Instituto Nacional de Estadística e Informática. (2019). *Día Mundial de la Población: 11 de julio 2019*. Recuperado de

[https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones\\_digitales/Est/Lib1671/libro.pdf](https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1671/libro.pdf)

Instituto Nacional de Estadística e Informática. (2020). *Estadísticas ambientales*.

Recuperado de

<http://m.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/boletines/ambienbtalesene.pdf>

Jennergren, P. (2008). Continue Value in Firm valuation by the Discounted Cash Flow Model. *European Journal of Operational Research*, 185, 1548-1563.

La aprobación de Martín Vizcarra se mantiene con un 52% de popularidad, según Ipsos.

(2020, marzo). *Radio Programas del Perú*. Recuperado de

<https://rpp.pe/politica/gobierno/martin-vizcarra-ipsos-la-aprobacion-del-presidente-se-mantiene-con-un-52-de-popularidad-noticia-1251658>

La llegada de la cerveza al Perú: 151 años de historia (2014, abril). *El Comercio*.

Recuperado de <https://elcomercio.pe/economia/negocios/llegada-cerveza-peru-151-anos-historia-313285-noticia/?ref=ecr>

Labatut, G. (2005). *El valor de las empresas: Métodos tradicionales y comparativos (Múltiplos)* (Trabajo de investigación), Universidad de Valencia, España.

Lakstutiene, A., & Stankeviciene, J. (2012). Valuation of impact of company's restructuring: economic value added // 2nd International scientific conference Whither our economies-2012. *Conference Proceedings*, 132-139.

Macroconsult (2009). Propuesta terminal internacional del sur (TISUR) para la segunda revisión de tarifas máximas del terminal portuario de Matarani (TPM).

Recuperado de <https://www.ositran.gob.pe/wp-content/uploads/2017/12/propuestatarifariaTISURfeb20091.pdf>

Macroinvest (2017). Determinación del precio mínimo a ser tomado en cuenta por Anheuser-Busch Inbev SA/NV en la oferta pública de adquisición sobre las

acciones comunes con derecho a voto emitidas por Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Recuperado de <https://www.bvl.com.pe/hhii/B30021/Informe%20de%20Valorizacion%20OPA%20Backus.pdf>

Manuel Dammert: PPK debe pronunciarse porque hay 20 empresas que no pagan por usar agua de subsuelo.(2017, marzo). *Ideele radio*. Recuperado de <https://www.ideeleradio.pe/lo-ultimo/manuel-dammert-ppk-debe-pronunciarse-porque-hay-20-empresas-que-no-pagan-por-usar-agua-del-subsuelo/>

Martínez, C., Ledesma, J., & Russo, A. (2013). Modelos de cálculos de las betas a aplicar en el Capital Asset Pricing Model: el caso de Argentina. *Estudios Gerenciales*, 200-208.

Martínez, V. (2001). Métodos clásicos de valoración de empresas. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 7(3), 49-66.

Martínez-Costa, C., Mas-Machuca, M., & Olivella Nadal, J. (2015). Políticas de staffing de las empresas líderes de consultoría. Un estudio de casos. *Universia Business Review*, 48, 152-189

Martins, O., Paulo, E., & Silva, C. (2012). O uso do modelo cfroi na avaliação das empresas do setor siderúrgico nacional. *Revista de Informação Contábil*, 6(2), 40-62. Recuperado de <https://periodicos.ufpe.br/revistas/ricontabeis/article/view/7953>

Mascareñas, J. (2014). Las acciones ordinarias como opciones sobre el activo de la empresa. Universidad Complutense de Madrid: Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas.

Mejía Argueta, C., Agudelo, I., & Soto Cardona, O. C. (2016). Planeación por escenarios: un caso de estudio en una empresa de consultoría logística en

Colombia. *Estudios Gerenciales*, 32(138), 96–107. doi:

<http://doi.org/10.1016/j.estger.2015.12.004>

Merco Talento (2019). Las 100 empresas con mayor capacidad de atraer y retener el talento en el Perú 2019. Recuperado de <https://www.merco.info/pe/ranking-merco-talento?edicion=2019>

Mileti, M., Berri, A. M., & Fanucci, G. (2004). El valor empresa y la contabilidad. *Novenas Jornadas Investigaciones en la Facultad de Ciencias Económicas y Estadística*. Universidad Nacional de Rosario, Argentina. Recuperado de <http://hdl.handle.net/2133/7849>

Montero, P. (2011). Valoración de empresas. *Retos: Revista de Ciencias de La Administración y Economía*, 1, 31-34.

Morales, E., Martínez Cervantes, N. F., & Carrillo Andrés, S. A. (2015). De la consultoría a la intervención, algunas consideraciones. *Gestión y Estrategia*, 48, 39-55.

Narváez, A. (2009). Valoración de empresas: en busca del precio justo. *Contabilidad y Negocios*, 4(7), 23-30.

Nota Técnica nº 22/2015-SGT/ANEEL. (2015). Metodologia e critérios gerais para definição do custo de capital a ser utilizado no cálculo da remuneração dos investimentos efetuados pelas concessionárias de distribuição por ocasião da Revisão Tarifária Periódica. Brasília, DF: Agência Nacional de Energia Elétrica. Recuperado de [http://www2.aneel.gov.br/aplicacoes/audiencia/arquivo/2014/023/resultado/nt\\_2\\_2015\\_sgt\\_custo\\_de\\_capital.pdf](http://www2.aneel.gov.br/aplicacoes/audiencia/arquivo/2014/023/resultado/nt_2_2015_sgt_custo_de_capital.pdf)

Número de personas desempleadas subió a 325 mil 900 en los últimos tres meses del 2019. (2020, enero). *Radio Programas del Perú*. Recuperado de

- <https://rpp.pe/economia/economia/numero-de-personas-desempleadas-subio-a-325-mil-900-en-los-ultimos-tres-meses-del-2019-noticia-1239747?ref=rpp>
- Pacific Credit Rating. (2017). *Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Perú*. Recuperado de <https://www.ratingspcr.com/application/files/3815/4084/9687/Backus.pdf>
- Pantoja Burbano, M., Arciniegas Pasquel, O., Del Rocio Alvarez Hernandez, S., & Carlos Gualsaquí, J. (2019). La consultoría administrativa: una oportunidad de negocio en la ciudad de Ibarra (Spanish). *Dilemas Contemporáneos: Educación, Política y Valores*, 7, 1-16.
- Parra, A. (2013). Valoración de empresas: Métodos de valoración. *Contexto: Revista de La Facultad de Ciencias Económicas Administrativas y Contables*, 2(1),84-100.
- Patena, W. (2011). Company valuation. How to deal with a range of values?. *Financial Internet Quarterly "e-finanse"*, 7(3).
- Perea Rivera, J. (2006). Gestión de Recursos Humanos: enfoque sistémico en una perspectiva global. *Revista de Investigación En Psicología*, 9(1), 109-122. <https://doi.org/10.15381/rinvp.v9i1.4032>
- Pereyra, M. (2008). Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales. Documento de trabajo Nro. 41, Universidad ORT Uruguay-ISSN-1510-7477. Recuperado de <https://dspace.ort.edu.uy/bitstream/item/2805/documentodetrabajo41.pdf>
- Pérez, R. A., Mosquera, S. A., & Bravo, J. J. (2012). Aplicación de modelos de pronósticos en productos de consumo masivo. *Biotecnología en el Sector Agropecuario y Agroindustrial*, 10 (2), 117-125. Recuperado de [http://www.scielo.org.co/scielo.php?pid=S1692-35612012000200014&script=sci\\_abstract&tlng=es](http://www.scielo.org.co/scielo.php?pid=S1692-35612012000200014&script=sci_abstract&tlng=es)

Perú cae dos puestos en índice de libertad económica de The Heritage Foundation.

(2019, mayo). *Diario Gestión*. Recuperado de

<https://gestion.pe/fotogalerias/peru-cae-dos-puestos-indice-libertad-economica-the-heritage-foundation-266292-noticia/>

Petravicius, T. (2008). Projekto veiklos efektyvumo matavimas vertes metodais.

*Verslas: Teorija ir Praktika-Business: Theory and Practice*, 9(3).

PWC (2019). *Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Perú Estados*

*Financieros Separados*. Recuperado de

<https://www.bvl.com.pe/eff/B30021/20190326170701/MEB300212018AIA01.PDF>

Rodríguez, A. (2011). Metodologías de valoración de empresas. *Incae Business*

*Review*, 2(1), 54-58.

Romero, R. & García, F. (2014). Caracterización y análisis de modelos de evaluación económica de proyectos de inversión bajo incertidumbre. *Revista Ingeniería Industrial*, 8(1), 35-50.

Saenz, S. (2019, 26 de junio). Cervezas elevan su precio en 10% por la modificación en el pago de impuestos. *Diario Correo*. Recuperado de

<https://diariocorreo.pe/economia/cervezas-aumentan-de-precio-en-10-debido-la-modificacion-del-impuesto-894826/>

Sedlacek, J., Konecny, A., & Krizova, Z. (2012). *Methods for Valuation of a Target*

*Company at the M&A Market*. In *Mathematical Methods for Information*

*Science and Economics* (1th ed.). Montreux: WSEAS Press, 255-260. ISBN

978-1-61804-148-7.

Sosa, E. (2014). El modelo de valor razonable: La aproximación de las cifras contables

a los valores de mercado. *Tec Empresarial*, 8(3), 41-49.

- Stankeviciene, J. (2012). Methods for valuation of restructuring impact of financial results of a company. *Economics and Management: 2012*, 17(4).
- Sunat. (2020). *Concepto del Impuesto Selectivo al Consumo*. Recuperado el 14 de abril de 2020 de <http://orientacion.sunat.gob.pe/index.php/empresas-menu/impuesto-general-a-las-ventas-y-selectivo-al-consumo/impuesto-selectivo-al-consumo-empresas>
- Vargas, A. (2013). Valoración económica de empresas mediante la aplicación de flujos descontados, modelos de creación de valor y múltiplos de mercado. *Investigación & Desarrollo*, 13 (1), 18-33.
- Vargas, D. (2019). *Riesgo país y su influencia en la capitalización bursátil de la bolsa de valores de lima-BVL, período 2015-2018* (Tesis de licenciatura), Universidad Privada de Tacna, Tacna, Perú. Recuperado de [https://alicia.concytec.gob.pe/vufind/Record/UPTI\\_ae86fda6141a1fec7706f96a0359e1f3](https://alicia.concytec.gob.pe/vufind/Record/UPTI_ae86fda6141a1fec7706f96a0359e1f3)
- Vaskeliene, L., & Boguslauskas, V. (2001). Nematerialaus imones turtos vertinimo tendencijos. *Organizaciju Vadyba: Sisteminiai Tyrimai*, 18, 165-177.
- Vinturella, J., & Erickson, S. (2013). Valuation: Survey of methods. *Raising Entrepreneurial*. 2, 143-174.
- World Bank Group (2020). *Global Economic Prospects*, June 2020. Washington DC: World Bank Group. Recuperado de <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33748>
- Zoratto, A. (2015). Relevância de Prêmio por Risco País no Custo de Capital das Empresas. *Revista de Administração Contemporânea*, 19 (Edição Especial), 38-52.