



**“REPORTE DE VALORIZACIÓN INRETAIL PERÚ CORP”**

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

**Presentado por**

**Sr. Aldo Lezama Benavides**

**Sr. Pedro Salinas Ríos**

**Sr. William Koo Quispe**

**Asesor: Profesor Jorge Lladó Márquez**

**2015**

A nuestras familias por su constante apoyo y  
dedicación

Agradecemos a todos nuestros profesores y, en especial, al profesor Jorge Lladó Márquez por su orientación y asesoramiento.

## Resumen ejecutivo

El presente documento corresponde a la valoración del Holding InRetail Perú Corp. a través del método de Flujo de Caja Descontado. InRetail Perú Corp. (en adelante InRetail o la compañía), es un conglomerado de empresas líderes en el sector *retail* y cuyas operaciones se concentran en Perú a través de tres unidades de negocio: supermercados, farmacias y centros comerciales. Asimismo, sobre la base de sus productos y servicios, la compañía se encuentra organizada en dos grupos: (i) InRetail Consumer (agrupa a supermercados y farmacias) e (ii) InRetail Real Estate Corp. (administra los centros comerciales).

La metodología empleada en la valoración es el flujo de caja libre (FCL), la cual es comúnmente utilizada para valorizar a empresas con expectativas de continuidad. Este método también trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de flujos de dinero (*cash flows*) que la empresa generará en el futuro, para luego traerlos valor presente a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos. Esa tasa es el costo medio ponderado de capital (*WACC - weighted average cost of capital*).

Cabe indicar que los datos utilizados para la valoración son los que se encuentran al cierre 2014, que se consultaron diversos medios especializados en el negocio minorista y que se entrevistó a un experto en valorizaciones del sector *retail*.

Por otra parte, se desarrollaron dos valorizaciones: (i) la valoración consolidada, en la que se valorizó a la compañía en su conjunto a través de la metodología del FCL; y (ii) la valoración individual, en la que se valorizó cada unidad de negocio a través de la metodología de múltiplos. En la valoración individual también se utilizó la metodología del FCL; sin embargo, se descartó porque información financiera para cada negocio es limitada.

Finalmente, luego del análisis de valoración efectuado a InRetail Perú Corp se concluye en recomendar la compra de la acción, debido a la baja penetración del *retail* formal en el Perú. Esta es la razón principal del potencial de crecimiento que tiene este sector económico; asimismo, el liderazgo que mantiene en los negocios que desarrolla ayudará a que las ventas sigan creciendo y la compañía sea cada vez más sólida en un sector en el que la competencia es agresiva.

CUENTAS E INDICADORES FINANCIEROS	Dic.13	Dic.14	Dic.15E	Dic.16E	Dic.17E	Dic.18E	Dic.19E	Dic.20E	Dic.21E	Dic.22E	Dic.23E	Dic.24E
TOTAL INGRESOS (MM S/.)	5.322	6.147	6.685	7.203	7.773	8.368	9.023	9.646	10.336	11.069	11.881	12.747
UTILIDAD DE OPERACIÓN (MM S/.)	410	612	447	474	511	542	584	617	661	700	752	800
EBITDA (MM S/.)	474	593	568	602	646	685	735	776	829	878	939	998
ACTIVOS (MM S/.)	6.448	7.298	7.809	7.988	8.273	8.473	8.782	8.984	9.297	9.529	9.875	10.143
PASIVOS (MM S/.)	3.502	4.240	4.676	4.779	4.984	5.104	5.328	5.446	5.670	5.814	6.066	6.239

Endeudamiento Patrimonial	54%	58%	60%	60%	60%	60%	61%	61%	61%	61%	61%	62%
Activo Cte. / Pasivo Cte.	0,79	0,90	0,95	0,95	0,93	0,93	0,91	0,95	0,53	0,95	0,91	0,95
Margen EBITDA	9,75%	12,06%	8,49%	8,35%	8,31%	8,19%	8,15%	8,04%	8,02%	7,93%	7,91%	7,83%
Margen operacional	7,70%	9,96%	6,68%	6,58%	6,57%	6,48%	6,48%	6,40%	6,39%	6,33%	6,33%	6,27%
ROE	2,16%	3,78%	2,47%	2,36%	2,47%	2,37%	2,49%	2,37%	2,47%	2,38%	2,50%	2,44%
ROA	1,01%	1,65%	5,9%	6,0%	6,3%	6,5%	6,8%	6,9%	7,2%	7,4%	7,7%	8,0%

Valor de InRetail Perú Corp ( Valor actual del FCL descontados con el WACC )	S/.	7.874	MM
( - ) Deuda	S/.	2.446	MM
( + ) Efectivo	S/.	285	MM
( - ) Interés minoritario	S/.	6	MM
Valor fundamental del <i>equity</i> (VFE)	S/.	5.707	MM
N° acciones outstanding al 2014		103	MM
TC al cierre 2014 (fuente: SBS)	S/.	2.989	
Valor de la acción S/ (VFE ÷ N° acciones outstanding al 2014)	S/.	55.5	
Valor de la acción USD (VFE ÷ N° acciones <i>outstanding</i> al 2014) / TC cirre 2014	USD	18.57	
<b>Recomendación</b>	<b>Comprar</b>		

## Índice

Índice de tablas .....	viii
Índice de gráficos .....	ix
Índice de anexos .....	x
<b>Capítulo I. Introducción.....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo II. Descripción del negocio .....</b>	<b>3</b>
1. InRetail Perú Corp.....	3
1.1 InRetail Consumer.....	4
1.1.1 Supermercados Peruanos S.A. (SPSA).....	4
1.1.2 Eckerd Perú.....	5
1.2 InRetail Real Estate Corp. ....	6
2. Estructura corporativa .....	7
<b>Capítulo III. Análisis del macroambiente .....</b>	<b>9</b>
1. Macroambiente internacional .....	9
2. Macroambiente regional y doméstico.....	9
<b>Capítulo IV. Descripción y análisis de la industria.....</b>	<b>11</b>
1. <i>Retail</i> peruano en comparación con otros países .....	11
2. Análisis de Porter en el sector <i>retail</i> .....	13
3. Estrategia de negocios .....	14
<b>Capítulo V. Posicionamiento competitivo y factores organizativos sociales .....</b>	<b>15</b>
1. Posicionamiento competitivo .....	15

1.1 Ventajas competitivas.....	16
1.1.1 Liderazgo en el mercado peruano.....	16
1.1.2 Cartera diversificada de inmuebles y locaciones difícil de igualar.....	16
1.1.3 Plataforma integrada de inmueble y negocio <i>retail</i> .....	16
1.1.4 Prestigio de sus tiendas.....	16
1.1.5 Excelente historial de adquisiciones y crecimiento orgánico.....	16
1.1.6 Grupo económico.....	17
2. Factores organizativos y sociales.....	17
2.1 Factores organizativos y sociales.....	17
2.2 Gobierno corporativo.....	17
2.3 Responsabilidad social.....	17
<b>Capítulo VI. Análisis financiero y características de la inversión.....</b>	<b>19</b>
1. Análisis financiero de la empresa.....	19
1.1 Fortalezas.....	20
2. Capex.....	21
2.1 Características.....	21
<b>Capítulo VII. Valorización.....</b>	<b>22</b>
1. Supuestos de proyecciones.....	22
1.2 Supuesto de ventas.....	22
1.2.1 Supermercados.....	22
1.2.2 Farmacias.....	24
1.2.3 Centros comerciales.....	24
1.2.4 Otros métodos de estimación de ventas.....	24
1.2.5 Supuesto de Capex.....	25
2. Costo de capital.....	26

3. Métodos de valoración .....	27
4. Justificación y uso del método de valoración escogido.....	27
<b>Capítulo VII. Análisis de riesgos .....</b>	<b>29</b>
1. Análisis de sensibilidad .....	29
2. Análisis de escenarios.....	29
3. Riesgos no consideración en la valorización .....	29
<b>Capítulo VIII. Resumen de inversión .....</b>	<b>31</b>
1. Resultados .....	31
1.1 Valorización de Holding InRetail Perú Corp .....	31
1.2 Valorización por múltiplos para cada unidad de negocio del Holding InRetail Perú Corp.....	32
2. Recomendaciones .....	35
<b>Bibliografía .....</b>	<b>36</b>
<b>Anexos .....</b>	<b>38</b>
<b>Nota biográfica .....</b>	<b>59</b>



## Índice de tablas

Tabla 1.	Accionistas de InRetail Perú Corp. ....	3
Tabla 2.	Participación de los ingresos por cada unidad de negocio de InRetail .....	8
Tabla 3.	Variabes macroeconómicas .....	10
Tabla 4.	Emisiones de InRetail .....	26
Tabla 5.	Estimación del costo del WACC .....	26
Tabla 6.	Sensibilidad del precio de la acción ante cambios en el WACC y g .....	29
Tabla 7.	Valorización de InRetail por FCL.....	31
Tabla 8.	Valorización de InRetail por múltiplos.....	31
Tabla 9.	Empresas comparables a InRetail .....	32
Tabla 10.	Valorización por múltiplos de cada unidad de negocio .....	32
Tabla 11.	Consolidado de valorización por múltiplos de cada negocio.....	33
Tabla 12.	Precio de la acción según la metodología usada .....	33
Tabla 13.	Precio objetivo según el consenso de los analistas .....	34

## Índice de gráficos

Gráfico 1.	Acción de InRetail (INRETC1) vs. Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (S&P/BVL Perú General).....	2
Gráfico 2.	Estructura corporativa de Intercorp.....	3
Gráfico 3.	Distribución geográfica de Supermercados Peruanos S.A.....	4
Gráfico 4.	Distribución geográfica de Inkafarma.....	6
Gráfico 5.	Distribución geográfica de Real Plaza.....	7
Gráfico 6.	Etapas del sector <i>retail</i> .....	11
Gráfico 7.	Penetración de <i>retail</i> formal en Latam.....	12
Gráfico 8.	Evolución de niveles socioeconómicos en Lima Metropolitana.....	12
Gráfico 9.	Análisis de Porter.....	13
Gráfico 10.	Participación de mercado por cada unidad de negocio.....	15
Gráfico 11.	InRetail Perú Corp.: Evolución de los ingresos MM S/.....	20
Gráfico 12.	InRetail Perú Corp.: Evolución del EBITDA MM S/.....	20
Gráfico 13.	Ventas históricas proyectadas de InRetail Perú Corp., expresado en miles de soles.....	24
Gráfico 14.	FCL versus múltiplos.....	34

## Índice de anexos

Anexo 1.	Reorganización en el 2014 a nivel de las subsidiarias de InRetail Perú Corp .....	39
Anexo 2.	Estructura corporativa de Intercorp.....	39
Anexo 3.	Gobierno corporativo .....	40
Anexo 4.	Retail Development Index (GRDI) .....	42
Anexo 5.	Política de dividendos y precio de la acción .....	42
Anexo 6.	Estimación de ventas por unidad de negocio (métodos matemáticos).....	43
Anexo 7.	Costo de capital.....	49
Anexo 8.	Gráficos de principales cuentas contables e indicadores financieros.....	51
Anexo 9.	Cálculo WACC .....	52
Anexo 10.	Posición de cambio global de InRetail Perú Corp., en miles de USD .....	52
Anexo 11.	Análisis Dupont proyectado para el año 2015 .....	53
Anexo 12.	Estados financieros proyectados de InRetail Perú Corp. en miles de soles .....	54
Anexo 13.	Estado de resultados proyectados de cada unidad de negocio (miles de soles) ...	56
Anexo 14.	FCL de InRetail Perú Corp. ....	57
Anexo 15.	Comparativo de la valorización consolidada y suma de partes individuales (método FCL).....	58

## Capítulo I. Introducción

InRetail Perú Corp. es un *holding* constituido en República de Panamá en enero 2011. Es una subsidiaria de Intercorp Retail Inc., la que a su vez es subsidiaria de Intercorp Perú Ltd. y posee el 100% del capital social de Intercorp Retail Inc.

Por otra parte, Intercorp Perú Ltd. es un *holding* constituido en noviembre de 1997 en Bahamas, actúa como *holding* del conjunto de empresas del “Grupo Intercorp” y se encarga de coordinar sus políticas de administración. Intercorp Perú Ltd. también opera como una empresa de inversión en valores de todo tipo y sus operaciones se concentran principalmente en el Perú, Las Bahamas y la República de Panamá; con actividades en el sector financiero, seguros, minorista, inmobiliario y educativo.

El Grupo Intercorp está conformado por las siguientes empresas:

- Entidades financieras y de seguros: Intercorp Financial Services Inc. (IFS)
- Negocios minoristas e inmobiliario: (i) Intercorp Retail Inc. y (ii) otros negocios minoristas
- Negocio educativo: (i) NG Education Holdings Corp. y (ii) NG Education Holdings Corp. II
- Otras empresas

Cabe indicar que InRetail Perú Corp. realiza diversas prácticas de responsabilidad social. Por ejemplo, el programa “Redondeo de vuelto” brinda apoyo a la Fundación Perú Champs, la cual busca becar a escolares de escasos recursos. Por otra parte, también ha creado otros programas como “La estación de reciclaje”, “El blog de la salud”, “Comparte salud”, a través de los cuales benefician a personas que se encuentran en condiciones de pobreza y extrema pobreza, o que carecen de recursos económicos para mejorar su salud y vivir dignamente.

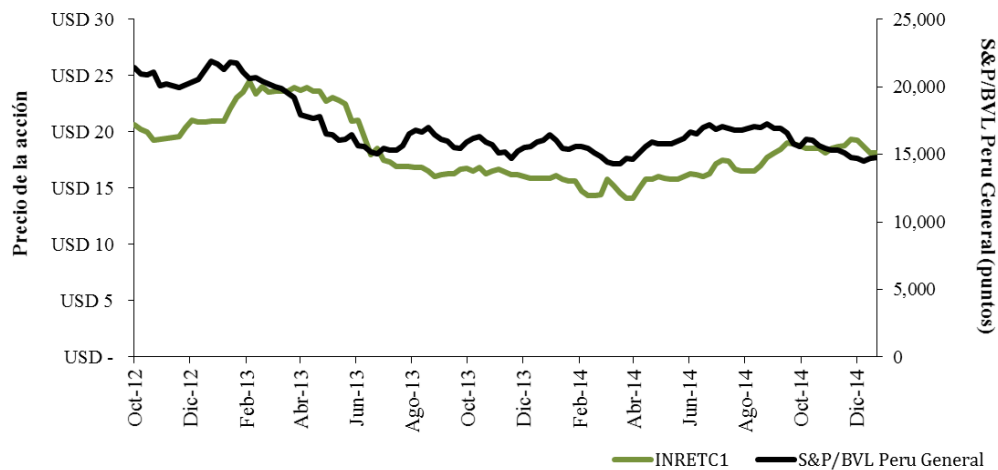
En cuanto a la acción de *inretail* (INRETC1), esta se adecua al estilo de acción considerada como de “crecimiento”, debido a los siguientes factores:

- Valores esperados de alto crecimiento en las utilidades en el largo plazo
- No entrega dividendos sino reinvierte en el capital de la empresa

Mientras que las acciones consideradas como valor son aquellas que tienen un alto valor contable respecto de su precio de mercado y alta rentabilidad por dividendos. Asimismo, la acción se cotiza en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) desde el 03 de octubre de 2012. El precio de la colocación fue de USD 20 y el *market cap* es de USD 2.000 MM.

En cuanto a la política de dividendos aprobada por la Junta General de Accionistas el 31 de marzo de 2015 señala que la compañía ha ratificado su decisión de no otorgar dividendos.

**Gráfico 1. Acción de InRetail (INRETC1) vs. Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (S&P/BVL Perú General)**



Elaboración propia, 2015.

## Capítulo II. Descripción del negocio

### 1. InRetail Perú Corp.

La compañía es una empresa *retail* y sus operaciones se concentran en el Perú a través de tres segmentos de negocio: supermercados, farmacias y centros comerciales.

Por otra parte, la compañía se constituyó en enero de 2011 en la República de Panamá y es subsidiaria de Intercorp Retail Inc., la que a su vez es subsidiaria de Intercorp Perú Ltd. que es el *holding* final y posee el 100% del capital social de Intercorp Retail Inc. (InRetail 2014).

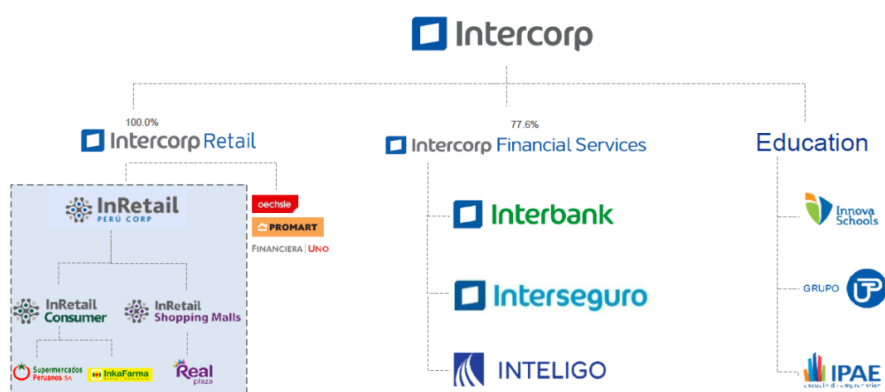
**Tabla 1. Accionistas de InRetail Perú Corp.**

Empresa	País	Participación
Intercorp Retail Inc.	Panamá	58,04%
Intercorp Perú Ltd.	Bahamas	12,03%
NG Pharma Corp.	Panamá	6,30%
Otros	-----	23,63%
<b>Total</b>		<b>100,00%</b>

Elaboración propia, 2015.

El Grupo Intercorp está conformado por las siguientes empresas:

**Gráfico 2. Estructura corporativa de Intercorp**



Elaboración propia, 2015.

Asimismo, de acuerdo con la información revisada en el *Documento de información anual 2014*, InRetail Perú Corp. se encuentra organizado en dos unidades de negocio sobre la base de sus productos y servicios, los cuales se detallan a continuación: (i) InRetail Consumer e (ii) InRetail Real Estate Corp.

## 1.1 InRetail Consumer

Esta unidad de negocio opera en los siguientes segmentos:

### 1.1.1 Supermercados Peruanos S.A. (SPSA)

Empresa minorista con operaciones en Perú que ofrece bienes de consumo. Desde el inicio de sus operaciones, SPSA desarrolló sus negocios en la ciudad de Lima y a partir de julio de 2007 ingresó en provincias con la inauguración del hipermercado Plaza Vea en la ciudad de Trujillo. Actualmente, cuenta con tiendas en las ciudades de Barranca, Cajamarca, Cuzco, Talara, Trujillo, Chiclayo, Arequipa, Huancayo, Ica, Chinchá, Chimbote, Huaura, Huacho, Huánuco, Sullana, Tacna, Paita, Piura, Pucallpa, Juliaca y Puno.

#### Gráfico 3. Distribución geográfica de Supermercados Peruanos S.A.



Elaboración propia, 2015.

Asimismo, de acuerdo con el *Documento de información anual 2014*, InRetail Perú Corp. señala que, a diciembre de 2014, la compañía operaba a nivel nacional 101 locales distribuidos de la siguiente manera:

- 61 hipermercados Plaza Veá, los cuales operan bajo la marca “Plaza Veá”
- 8 supermercados Vivanda
- 29 supermercados Plaza Veá Super y Plaza Veá Express

- 3 tiendas de descuento Mass y Economax

Por otra parte, SPSA opera bajo los siguientes formatos:

- Vivanda: Es el formato más exclusivo del SPSA y se concentra en ofrecer productos frescos e innovadores. En este modelo, es importante la calidad del producto y del servicio. Al cierre del 2014, cuenta con ocho tiendas (todas ubicadas en Lima).
- Plaza Vea: Es el formato masivo y de más rápido crecimiento de SPSA. Está enfocado en dar precios bajos y la mayor variedad de productos al cliente. Se ha constituido como el pilar de la expansión de las operaciones de la empresa, tanto en su formato de hipermercado, como el de supermercado, debido a sus características operativas, su extensión física, la variedad de ítems y de precio, entre otros factores.
- Mass: Es un formato que se caracteriza por estar enfocado a compras puntuales, más cómodas, más rápidas y de un número reducido de artículos, compitiendo con las bodegas y los mercados. Este formato corresponde a locales de menor extensión física y paulatinamente están siendo convertidos al formato Economax o Plaza Vea Express.
- Economax: Es un formato de supermercado con área de ventas reducida que permite comercializar productos *food* y *non food* con características de precio y variedad que se adecuan a segmentos socioeconómicos menos afluentes que los tradicionalmente atendidos en supermercados. Al igual que Mass, es un formato que compite directamente con bodegas y mercados locales.

### **1.1.2 Eckerd Perú**

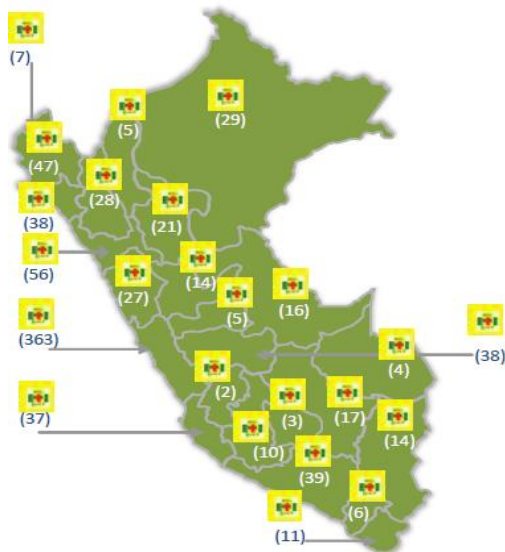
Es la empresa que opera las farmacias del *holding* InRetail a través su marca Inkafarma y abrió su primera botica en el Perú a mediados de la década de 1990, luego fue adquirida por el grupo Intercorp a principios del año 2011 por USD 375 MM (Kallpa 2015).

Asimismo, de acuerdo con la información brindada por InRetail Perú Corp., al cierre de 2014 operaba con 837 tiendas en todo el país (725 tiendas al cierre 2013).

Inkafarma se dedica a la comercialización a nivel nacional de productos farmacéuticos, cosméticos, alimentos de uso médico y otros elementos destinados para la protección y la recuperación de la salud.



#### Gráfico 4. Distribución geográfica de Inkafarma



Elaboración propia, 2015.

#### 1.2 InRetail Real Estate Corp.

En mayo 2014, esta subsidiaria constituyó un fideicomiso denominado InRetail Shopping Malls, que incluye a su subsidiaria Real Plaza S.R.L. Esta se dedica a la gestión y administración de los centros comerciales Real Plaza, los cuales se encuentran en Chiclayo, Piura, Chimbote, Trujillo, Huancayo, Arequipa, Juliaca, Huánuco, Cajamarca, Cuzco, Sullana, Pucallpa y Lima (ver anexo 1 para un mayor detalle del fideicomiso).

Al cierre del año 2014, se cuenta con veinte centros comerciales (dieciocho centros comerciales al cierre 2013) (InRetail 2015).

Asimismo, de acuerdo con información proporcionada por un especialista del sector *retail*, las tiendas ancla de Real Plaza son Saga Falabella y Plaza Veá. También, son importantes numerosas entidades financieras, servicios de comida y entretenimiento, cines, *homecenter*, entidades de servicio telefónico, entre otros.

**Gráfico 5. Distribución geográfica de Real Plaza**







Elaboración propia, 2015.

## **2. Estructura corporativa**

Dentro la estructura corporativa de InRetail Perú Corp., el 60,7% de los ingresos provienen del segmento supermercados, seguido de farmacias y centros comerciales, los cuales aportan con el 33,77% y 5,6%, respectivamente (cifras al cierre de 2014).

Asimismo, entre supermercados y centros comerciales posee un área de ventas equivalente a 823,149 m<sup>2</sup> (ver anexo 2 para un mayor detalle de la estructura corporativa).

**Tabla 2. Participación de los ingresos por cada unidad de negocio de InRetail**

				
<b>Ingresos (MM S/.)</b>	S/. 3.757	S/. 2.086	S/. 349	<b>S/. 6.192</b>
<b>Participación (%)</b>	60,7%	33,7%	5,6%	<b>100%</b>
<b>N° de tiendas / malls</b>	101	837	17	
<b>N° de Empleados</b>	14.598	10.697	435	
<b>Área de Ventas</b>	269.718 m <sup>2</sup>	N/A	553.431 m <sup>2</sup>	

Elaboración propia, 2015.

### **Capítulo III. Análisis del macroambiente**

#### **1. Macroambiente internacional**

En el 2014, la economía mundial se desaceleró por tercer año consecutivo (3,1%). En este contexto, destacó EE.UU con una recuperación en el consumo e inversión privada, lo cual está generando el fortalecimiento de su moneda. Por su parte, la Eurozona cerró el año con datos desalentadores y con riesgos de deflación.

Los principales riesgos para el crecimiento mundial consideran la desestabilización de algunos países ante la baja en el precio del petróleo (acentúa el riesgo de un escenario de inflación muy baja en algunas regiones desarrolladas), la respuesta por parte de los países emergentes ante la subida de la tasa de la *Federal Reserve - FED* (adopción de una política monetaria más restrictiva ante las previsiones sobre una expansión sostenible de la economía en EE.UU), el estancamiento en Europa, un ajuste brusco en China y el consecuente impacto en la reducción de precios de las principales materias primas en el mundo.

#### **2. Macroambiente regional y doméstico**

América Latina ha dejado atrás las elevadas tasas de crecimiento económico de la década pasada para converger a tasas más moderadas, en el rango del 1,5% al 3%. Sin duda, el haber sorteado el deterioro de las condiciones externas sin episodios de crisis es una buena noticia.

No obstante, la continua revisión de las proyecciones de crecimiento de mediano plazo a la baja podría ser síntoma de un crecimiento del producto potencial menos robusto de lo previsto, que podría poner en riesgo los avances sociales recientes (Naciones Unidas 2015).

Por otra parte, en el macroambiente doméstico, el contexto de desaceleración económica ha primado en los últimos años, en los cuales se observó un crecimiento positivo en la producción nacional pero a una tasa cada vez menor, pasando de 6,0% (2012) a 5,8% (2013) y 2,4% (2014). Ello se explicaría por la contracción observada en los sectores manufactura, pesca y construcción, siendo más pronunciada en los dos últimos. Las proyecciones realizadas del crecimiento del PBI del 2015 están siendo revisadas a la baja y se encuentran alrededor del 3%. La caída en el crecimiento de los países emergentes afecta el crecimiento del PBI mundial. Asimismo, se observó una desaceleración en el dinamismo de la demanda interna pasando de

7,4% (2013) a 2,0% (2014), lo cual se explica por la disminución del consumo privado de 5,3% a 4,1%, en la inversión privada de 6,5% a -1,6% y en la inversión pública de 12,1% a -3,6%, respectivamente.

Por su parte, el riesgo cambiario afectó a las empresas del sector, cuya demanda depende del mercado interno, lo que generó ingresos en moneda local y a la vez mantuvo la deuda y/o adquisiciones en moneda extranjera. Esto dio como resultado que por segundo año consecutivo, un grupo de empresas corporativas registren resultados por debajo de lo esperado, explicado en su mayor parte por pérdidas por el tipo de cambio, principalmente a causa de una mayor cotización del dólar.

Entre las empresas más expuestas a una depreciación del nuevo sol, se encontraron las industriales y de consumo masivo, a causa de su dependencia de insumos importados, ya que sus ventas están en soles.

**Tabla 3. Variables macroeconómicas**

Variables macro	2011	2012	2013	2014
PBI real (var. %)	6,5%	6,0%	5,8%	2,4%
Demanda interna (var. %)	7,7%	7,4%	7,4%	2,0%
Consumo privado (var. %)	6,0%	6,1%	5,3%	4,1%
Comercio (var. %)	8,9%	7,2%	5,9%	4,4%
Tipo de cambio (interbancario)	S/. 2,696	S/. 2,551	S/. 2,796	S/. 2,979

Fuente: Banco Central de Reserva, 2015.

Por otra parte, los principales *retail* del país cuentan con un brazo financiero que permite impulsar sus niveles de ventas, así tenemos a Banco Falabella con la Tarjeta CMR (compras en Saga Falabella, Tottus, Sodimac), Banco Cencosud con la Tarjeta Cencosud (compras en Wong, Metro y Almacenes Paris), Banco Ripley con la Tarjeta Ripley (compras en Tiendas Ripley) y Financiera Uno con la Tarjeta Oh! (compras en Supermercados Peruanos, Oeschle, Inkafarma, Promart).

## Capítulo IV. Descripción y análisis de la industria

### 1. Retail peruano en comparación con otros países

El Perú se encuentra en el puesto décimo tercero de la lista de países con mayor atractivo para los inversionistas en negocios minoristas a nivel mundial, cayendo tres posiciones respecto al año anterior, según el *Global Retail Development Index (GRDI)* de 2014, Chile, Uruguay y Brasil están por delante en Sudamérica. Entre las variables que se evalúan en el índice se encuentran el atractivo y la saturación del mercado y el riesgo país (ver anexo 4)<sup>1</sup>.

Asimismo, nuestro país se encontraría al inicio del *peaking stage* o fase de máxima expansión, la cual se caracteriza por consumidores expuestos a marcas internacionales, desarrollo de centros comerciales y panorama favorable del negocio inmobiliario.

**Gráfico 6. Etapas del sector retail**

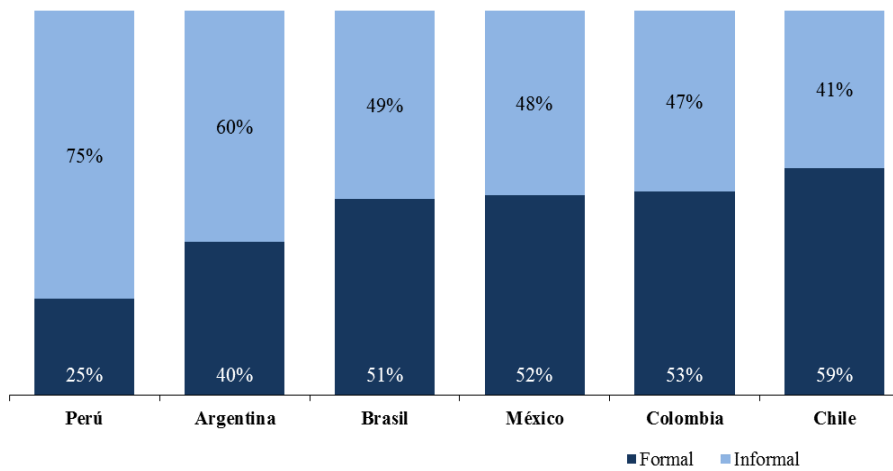


Fuente: AT Kearney, 2015.

La información proporcionada por Equilibrium (2015) indica que, según el portal de estadísticas globales Statista, al cierre del año 2014, dentro de las marcas *retail* con más valor en Latinoamérica y con presencia en el Perú, figuran Falabella, Sodimac y Elektra; mientras que Chile, representado por Cencosud y SACI Falabella, concentra el liderazgo en ventas del sector, seguido por México y Brasil.

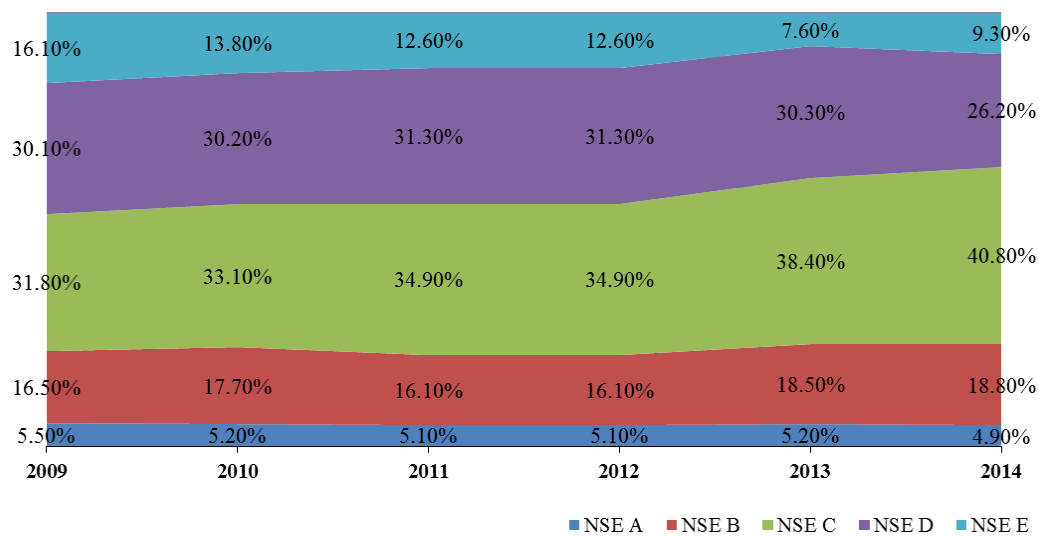
<sup>1</sup> The 2014 Global Retail Development Index es un estudio anual elaborado por la consultora A.T. Kearney que ayuda a los inversionistas a priorizar sus estrategias de desarrollo internacional mediante la identificación de los países emergentes más atractivos.

**Gráfico 7. Penetración de *retail* formal en Latam**



Elaboración propia, 2015.

**Gráfico 8. Evolución de niveles socioeconómicos en Lima Metropolitana**



Elaboración propia, 2015.

El crecimiento del sector *retail* en los últimos años ha sido posible por el incremento de la clase media emergente; es decir, el surgimiento de la clase media y la reducción de la pobreza extrema son factores que contribuyeron al sector.

Respecto de los factores sociodemográficos, se observa el incremento de la clase media (NSE C) en Lima Metropolitana, por lo que alcanza una participación máxima de 40,8% (38,4% en el 2013). No obstante, el segmento más bajo (NSE E) se incrementó a 9,3% (7,6% en el 2013). La

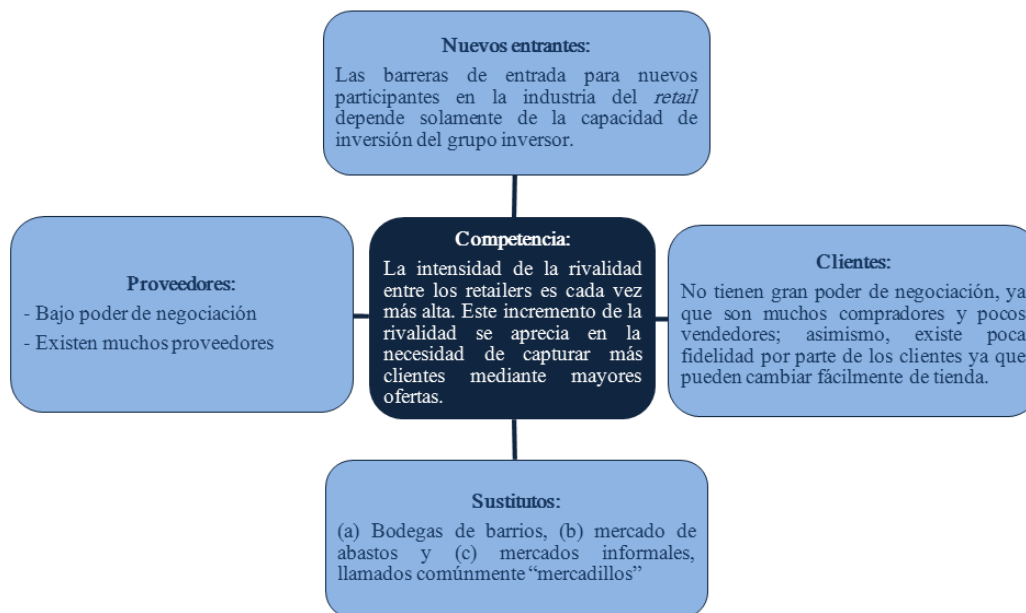
tendencia creciente del incremento de la clase media está afectando de manera positiva los patrones de consumo, ya que las familias le destinan mayor parte de su presupuesto al consumo minorista (*retail*).

Finalmente, la industria *retail* presenta tres subsectores importantes: supermercados, tiendas por departamento y mejoramiento del hogar. En el subsector supermercados, se encuentran: Supermercados Wong/Metro (Grupo Cencosud), Supermercados Peruanos, Hipermercados Tottus (Grupo Falabella) y Makro (Grupo SHV). En el subsector tiendas por departamento, está Saga Falabella, Ripley, Oeschle (Grupo Intercorp) y Almacenes Paris (Grupo Cencosud), mientras que el último sub sector lo representa Sodimac (Grupo Falabella), Maestro (recientemente parte del Grupo Falabella) y Promart (Grupo Intercorp).

## 2. Análisis de Porter en el sector *retail*

Este análisis se presenta en el siguiente gráfico:

**Gráfico 9. Análisis de Porter**



Elaboración propia, 2015.

Por lo tanto, se puede concluir que es difícil ingresar al sector *retail* por la gran inversión que implica y la dificultad de poder encontrar ubicaciones estratégicas. Además, la competencia sería muy dura, ya que las principales *retail* en Perú tienen su marca bien arraigada en la mente del consumidor.



Por el lado de los proveedores no habría complicaciones, ya que ellos no tienen poder de negociación. Asimismo, el cliente no es fiel y sería muy difícil retenerlo. Los productos sustitutos son considerados una amenaza, pero el mercado es lo suficientemente grande para todos y por el contrario le da dinamismo a la competencia.

### **3. Estrategia de negocios**

En el rubro supermercados, ha desarrollado una estrategia de operación con múltiples formatos de supermercados, con surtidos de productos, niveles de precio y experiencia de compra diferenciados, buscando satisfacer las necesidades de clientes de distintos niveles socioeconómicos. Además, el tamaño compacto de sus tiendas les brinda la flexibilidad para abrir tiendas rentables en ciudades medianas y zonas urbanas de alta densidad poblacional, que no tienen presencia de supermercados y donde los grandes terrenos son escasos.

En el rubro farmacias, posee una amplia presencia en el Perú y se encuentran presentes en las veinticinco regiones del Perú. Dado su poder de negociación con sus proveedores, Inkafarma implementa una estrategia continua de precios bajos obteniendo importantes márgenes.

En los centros comerciales, ha desarrollado como estrategia el desarrollo de un centro comercial y de entretenimiento en cada una de las localidades a través de un *mix* comercial óptimo y una experiencia de compra personalizada acorde a las necesidades de cada mercado.

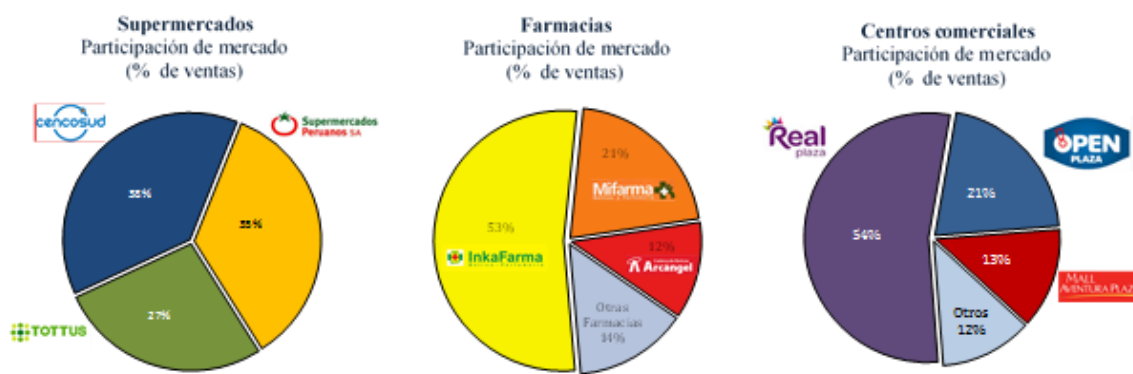
## Capítulo V. Posicionamiento competitivo y factores organizativos sociales

### 1. Posicionamiento competitivo

InRetail se encuentra presente en todas las regiones del país a través de múltiples formatos, por lo que ocupa una posición de liderazgo en sus tres segmentos de negocio: supermercados, farmacias y centros comerciales.

- La cadena de Supermercados Peruanos es la segunda más grande en Perú a nivel de ventas, operando en sus tres formatos: Plaza Vea, Plaza Vea Súper y Vivanda, que juntos buscan atender a diferentes sectores socioeconómicos del país.
- Por su parte Inkafarma es la más grande cadena de farmacias del Perú a nivel de ventas. Además, la más reconocida del país, y una de las marcas de mayor recordación a nivel nacional.
- A través de la marca Real Plaza, operan la cadena de centros comerciales más grande del Perú (en base a superficie alquilable). Poseen y desarrollan propiedades y terrenos que contribuyen al crecimiento de su negocio *retail* con ubicaciones estratégicas para la futura expansión.

Gráfico 10. Participación de mercado por cada unidad de negocio



Elaboración propia, 2015.

La plataforma integrada de *retail* y centros comerciales les permite atraer cada vez más tráfico de clientes, gracias a reconocidas marcas y excelentes ubicaciones. Esto aumenta su capacidad de promover el desarrollo comercial en más lugares y atraer a un *mix* comercial óptimo.

Como resultado, la empresa señala que se encuentra en una sólida posición de aprovechar el crecimiento del consumo en el Perú e impulsar las ventas y rentabilidad en todos segmentos de negocio.

## **1.1 Ventajas competitivas<sup>2</sup>**

### **1.1.1 Liderazgo en el mercado peruano**

La compañía ha establecido una plataforma integrada de liderazgo con las posiciones de mercado uno y dos, a través de sus tres segmentos de negocio.

### **1.1.2 Cartera diversificada de inmuebles y locaciones difícil de igualar**

Los supermercados, farmacias y centros comerciales están ubicados en lugares estratégicos de la ciudad de Lima, la más grande y poblada del Perú, así como en otras áreas urbanas a lo largo del país.

### **1.1.3 Plataforma integrada de inmueble y negocio *retail***

La plataforma integrada de inmuebles y tiendas multiformato provee una importante ventaja competitiva en el mercado *retail*. En la mayoría de sus centros comerciales, los locatarios principales son sus propias tiendas. Esta situación crea un portafolio complementario que atrae más marcas y clientes.

### **1.1.4 Prestigio de sus tiendas**

El prestigio de sus marcas representa una ventaja competitiva importante para el desarrollo de la lealtad de sus clientes, ya que están asociadas a variedad de productos, marcas propias exclusivas, precios bajos y promociones especiales.

### **1.1.5 Excelente historial de adquisiciones y crecimiento orgánico**

Su equipo de ejecutivos tiene una buena trayectoria de generación de crecimiento rentable en el Perú, basado en una combinación de adquisiciones y crecimiento orgánico.

---

<sup>2</sup> Información brindada por la compañía para los inversionistas a través de <[www.inretail.com.pe](http://www.inretail.com.pe)>

### **1.1.6 Grupo económico**

InRetail Perú Corp. pertenece a uno de los grupos económicos más importantes del Perú. Esta organización es liderada por un equipo directivo con amplia experiencia en los sectores de *retail* e inmobiliario.

## **2. Factores organizativos y sociales**

### **2.1 Factores organizativos y sociales**

Ver anexo 3 para un mayor detalle del gobierno corporativo

### **2.2 Gobierno corporativo**

La cultura corporativa de InRetail Perú Corp. es centrada en el trabajo en equipo y la meritocracia. Además, prioriza en atraer y retener a personal altamente calificado, manteniendo una fuerza de trabajo motivada<sup>3</sup>.

Asimismo, InRetail Perú Corp. cuenta con un código de normas internas de conducta, el cual establece los mecanismos y procedimientos a seguirse para salvaguardar la confidencialidad de la información reservada o información privilegiada de la sociedad.

### **2.3 Responsabilidad social**

De acuerdo con información brindada en los portales web de cada una de sus unidades de negocio, InRetail ha desarrollado los siguientes compromisos de responsabilidad social:

A través de la práctica de responsabilidad social denominada “Redondeo de vuelto” ha logrado recaudar S/. 645.000, los cuales fueron donados a la Fundación Perú Champs (asociación que busca becar a 300 escolares de escasos recursos y alto potencial). Esta donación es producto de las donaciones voluntarias de los clientes.

En alianza estratégica con la Cooperación Alemana (GIZ) y el Ministerio del Ambiente, en marco de la COP20 en Lima (evento mundial para lograr acuerdos en Cambio Climático) ha

---

<sup>3</sup> Información del portal de InRetail Perú Corp.

creado una herramienta didáctica y educativa para el público en general, la cual enseña las maravillas de Perú.

En sus supermercados, ha creado “La estación de reciclaje”, que consolida una valiosa sinergia entre Supermercados Peruanos y empresas que se distinguen a nivel mundial por su responsabilidad socioambiental: Coca-Cola, Kimberly Clark, Owens Illinois, Tetra Pak y Unilever.

En el caso de Inkafarma, además de realizar campañas de salud preventiva, también ha desarrollado a través de su portal web un “blog de la salud”, a través del cual brinda asesoría para el cuidado de la salud en general. Además, ha creado la “Comparte salud”, la cual es una asociación civil sin fines de lucro, cuyo objetivo es desarrollar programas asistenciales, actividades y obras sociales, que beneficien a las personas que más lo necesitan, que se encuentran en condiciones de pobreza y extrema pobreza, o que carecen de recursos económicos para mejorar su salud y vivir dignamente.

## Capítulo VI. Análisis financiero y características de la inversión

### 1. Análisis financiero de la empresa

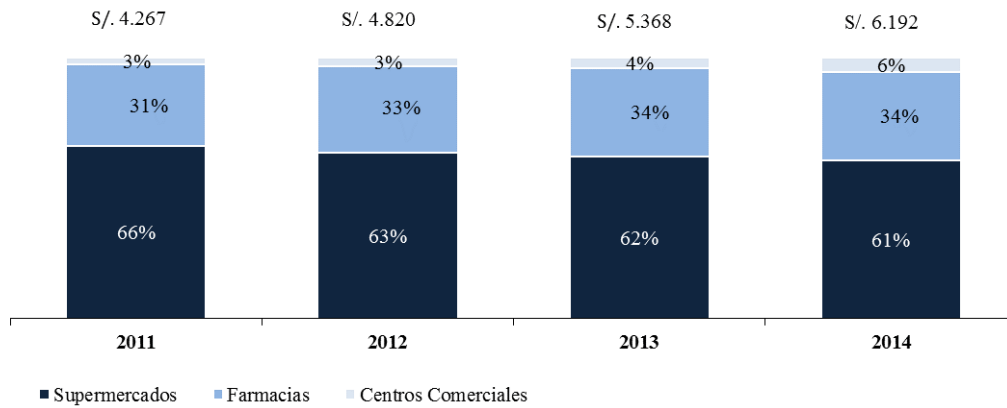
Los ingresos de InRetail Perú acumulados al cierre de 2014 fueron S/. 6.192 MM, 15% más alto que el mismo periodo de 2013, debido al crecimiento de las ventas de mismas tiendas, aperturas de nuevas tiendas de supermercados y farmacias, y nueva área bruta arrendable de centros comerciales:

- Supermercados: Crecimiento en ventas de mismas tiendas de 4,4% (SSS) y la apertura de seis tiendas y el cierre de tres tiendas de formato Economax (21.109 m<sup>2</sup> adicionales en área de ventas, neto de cierres).
- Farmacias: Incremento del 8,5% en las ventas de mismas tiendas (SSS), 112 tiendas adicionales y cambios en el plan de incentivos en la fuerza de ventas.
- Centros comerciales: Operación de dos *mall* adicionales (Real Plaza Centro Cívico, adquirido en agosto de 2014; y Real Plaza Salaverry, inaugurado en mayo de 2014).

El EBITDA de InRetail Perú a diciembre de 2014 ascendió a S/. 593 MM, 25% superior al mismo periodo en el 2013. Asimismo, el margen EBITDA, a diciembre de 2014, mejoró de 10% en el 2013 a 12% en el 2014, principalmente por:

- Supermercados: Ausencia del *entry fee* pagado por la Tarjeta Oh! en el 2013, parcialmente compensado por un mayor margen bruto y menores gastos de administración, y ventas como porcentaje de los ingresos
- Farmacias: Mayor margen bruto (2013: 30,5%; 2014: 31,4%) y eficiencias logísticas
- Centros comerciales: Mayores ingresos (2013: S/. 215 MM; 2014: S/. 349 MM), mayor utilidad bruta (2013: S/. 139 MM; 2014: S/. 231 MM)

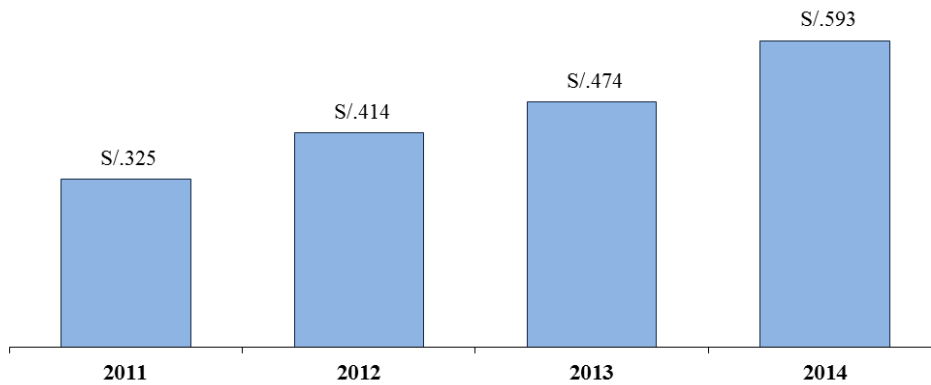
**Gráfico 11. InRetail Perú Corp.: Evolución de los ingresos MM S/.**



Elaboración propia, 2015.

### 1.1 Fortalezas

**Gráfico 12. InRetail Perú Corp.: Evolución del EBITDA MM S/.**



Elaboración propia, 2015.

Cabe indicar que el negocio InRetail, sobre todo en supermercados, se caracteriza por un alto requerimiento de financiamiento corriente de terceros para capital de trabajo, principalmente de proveedores, debido al elevado *stock* de inventarios que debe mantenerse para la operación normal de los locales.

Esta situación conlleva a que los niveles de liquidez corriente sean menores a uno. Asimismo, muestra una mejora en el indicador de “prueba ácida” al pasar de 0,32 en el 2013 a 0,38 en el

2014, como consecuencia de incremento las cuentas por cobrar y una disminución de la porción corriente de la deuda financiera.

Por otro lado, sus tres segmentos de negocio cuentan con adecuados indicadores de eficiencia, ya que poseen la capacidad de generar los fondos necesarios para cubrir su capital de trabajo, a lo que se suma la alta rotación de sus existencias y de sus cuentas por cobrar, con un periodo promedio de 67 días y 5 días, respectivamente, al cierre del 2014.

En cuanto a los sus indicadores de rentabilidad, estos han mostrado mejoras para el 2014 versus los conseguidos en el 2013, debido a la eficiencia operativa y logística, a lo que se suma las economías de escala obtenidas a partir del mayor número de locales en operación.

Finalmente, el endeudamiento ha pasado de 54% en el 2013 a 58% en el 2014, como consecuencia de un incremento en su deuda de largo plazo por la emisión internacional de cuatro *senior notes* para refinanciar deudas pasadas a una menor tasa, construir y ampliar nuevos locales.

## **2. Capex**

### **2.1 Características**

De acuerdo con la información analizada en sus estados financieros auditados del 2011 al 2014, se aprecia que InRetail ha optado por financiar sus inversiones (Capex) con deuda de largo plazo (emisión de bonos), la cual al cierre 2014 representa el 80% de la deuda de largo plazo.

Asimismo, el tipo de inversión que realiza InRetail es principalmente para la compra de terrenos, construcción de locales, ampliación y remodelación de locales existentes. Para la política de dividendos y precio de la acción, ver el anexo 5.



## Capítulo VII. Valorización

### 1. Supuestos de proyecciones

Cabe señalar que el principal *driver* de este sector que ayuda a incrementar las ventas es la cantidad de metros cuadrados que poseen para ofrecer sus productos; por lo tanto, debido a que los márgenes no son muy grandes, la rentabilidad se obtiene por la rotación de los productos.

#### 1.2 Supuesto de ventas

##### 1.2.1 Supermercados

En Perú existen 24 m<sup>2</sup> de supermercados por cada 1.000 habitantes (Instituto Nacional de Estadística e Informática - INEI 2014); es decir, para los 30,8 MM peruanos existen 740.000 m<sup>2</sup> de superficie (30,8 MM x 24 m<sup>2</sup>); mientras que en Chile, el país más desarrollado de Latinoamérica en lo que respecta al negocio *retail* (según el *The 2014 Global Retail Development Index*) existen 171.000 m<sup>2</sup> de supermercados por cada 1.000 habitantes; es decir, para los 17,7 MM de chilenos existen 3.027 M m<sup>2</sup> de superficie (17,7 MM x 171 m<sup>2</sup>).

Luego, para el 2024, el INEI (2014) proyecta que población del Perú incrementará a 34,4 MM de habitantes, por lo que estimamos que para ese entonces existirán 1.245 M m<sup>2</sup> en supermercados. Los metros cuadrados se determinaron de la siguiente manera:

Paso 1: Se halla que la diferencia de m<sup>2</sup> entre Chile (171 m<sup>2</sup>) y Perú (24 m<sup>2</sup>) es 147 m<sup>2</sup>.

Paso 2: En la entrevista realizada a un especialista del sector retail, indicó que los metros cuadrado para supermercados en Perú crecerán en promedio a un ritmo anual de 5% aproximadamente; lo que permitiría llegar al 2024 con una superficie de 1.245 MM de m<sup>2</sup>.

Por lo tanto, llegar a ese metraje para el 2024 implicaría conseguir una participación de 10% de los 147 m<sup>2</sup> calculados en el paso 1; es decir los metros cuadrados de supermercados pasarán de 24 m<sup>2</sup> en el 2014 a 39 m<sup>2</sup> en el 2024 (147 m<sup>2</sup> x 10% + 24 m<sup>2</sup>).

Metros cuadrados de supermercados en el 2014

$$171 \text{ m}^2 \text{ por cada 1.000 habitantes} \times 17,7 \text{ MM de chilenos} = 3.027 \text{ M m}^2$$
$$24 \text{ m}^2 \text{ por cada 1.000 habitantes} \times 30,8 \text{ MM de peruanos} = 740 \text{ M m}^2$$

$$(171 \text{ m}^2 - 24 \text{ m}^2) = 147 \text{ m}^2$$
$$147 \text{ m}^2 \times 10\% = 15 \text{ m}^2$$

Metros cuadrados de supermercados en el 2024

$$740 \text{ m}^2 + 15 \text{ m}^2 \times 34,4 \text{ MM} = 1.245 \text{ M m}^2$$

Paso 3: Al cierre 2014, las ventas por metro cuadrado de SPSA fue de S/. 13,93 M y las ventas totales del sector supermercados en Perú asciende a S/. 16.800 MM y en Chile fue S/. 47.306. Asimismo, al igual que el paso anterior estimamos que las ventas de SPSA por metros cuadrados pasarán de S/. 13,93 M (2014) a S/. 19,85 M (2024). En este cálculo, se mantiene el factor de 10% explicado en el paso 2.

$$\text{S/. } 47.306 - \text{S/. } 16.800 = \text{S/. } 30.506$$

$$\text{S/. } 30.506 \times 10\% = \text{S/. } 3.050$$

Ventas por m<sup>2</sup> en el 2024

$$\text{S/. } 16.800 \text{ M} + \text{S/. } 3.050 \text{ M} = \text{S/. } 19.850 \text{ M}$$

Paso 4: Se estima que la participación de mercado de SPSA por metro cuadro es de 36,5%, la cual se calculó de la siguiente manera:

$$(270 \text{ M m}^2 \text{ que posee SPSA}) \div (740 \text{ M m}^2 \text{ que existen en Perú}) = 36,5\%$$

Luego, se estima que para el 2024 la participación de mercado por metro cuadrado ascendería a 37,5%, por lo que se incrementó en solo 1% respecto del 2014. Cabe indicar que se ha utilizado un supuesto conservador, ya que la información de medios especializados indica que una de las amenazas que afrontará la expansión de este sector es la dificultad para conseguir terrenos o locales de tamaño adecuado, sumado al encarecimiento de estos.

**Paso 5:** Se obtiene que los metros cuadrados que SPSA obtendrá en el 2024 ( $37,5\% \times 1.245 \text{ M m}^2 = 467 \text{ M m}^2$ ).

**Paso 6:** Finalmente, las ventas para el 2024 estarían alrededor de S/. 9,3 MM ( $467 \text{ M m}^2 \times \text{S/. } 19,850 \text{ M}$ ).

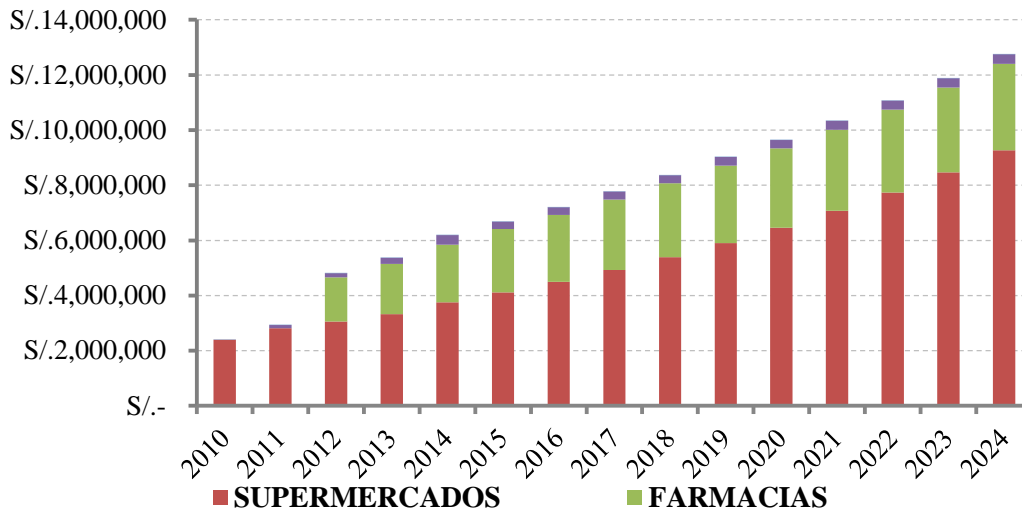
### 1.2.2 Farmacias

En los últimos tres años, se han inaugurado más de cien farmacias por año. No obstante, dada la agresiva competencia en este segmento y a anuncios recientes de la compañía en los que ha manifestado que en algunas de las zonas, donde hay espacio, pero que no se ve una demanda importante aún, la decisión ha sido en definitiva no invertir (Gestión 2015). Por lo tanto, se estima conveniente hacer un supuesto conservador al crearse cincuenta locales por año hasta el 2019 y veinticinco por año hasta el 2024.

### 1.2.3 Centros comerciales

Al igual que en el punto anterior, se toma en cuenta lo manifestado por la compañía, ya que, hasta el cierre 2014, solo se conoce un proyecto oficial que es la construcción de un centro comercial Real Plaza en Puruchoco. Se estima que InRetail construirá un centro comercial cada dos años.

**Gráfico 13. Ventas históricas proyectadas de InRetail Perú Corp., expresado en miles de soles**



Elaboración propia, 2015.

### 1.2.4 Otros métodos de estimación de ventas

Además del método descrito para la proyección de ventas, también se utilizaron modelos econométricos como el método arima, el método regresión con log lineal, el PBI nominal y los métodos de suavizamiento exponencial mediante Eviews.

No obstante, los dos primeros métodos fueron descartados, debido a que presentan una mayor volatilidad en las series proyectadas por la insuficiente data que se tiene para proyectar. Asimismo, en el tercer caso se descartó porque se trata de un modelo poco robusto y requiere una reducida cantidad de datos (ver anexo 6).

### **1.2.5 Supuesto de Capex**

Por otra parte, la proyección del Capex fue realizada bajo los siguientes supuestos:

- Supermercados: Esta proyección fue realizada tomando como inductor la inversión por metro cuadrado histórica, requerida en cada uno de los rubros del activo fijo. Es así que el crecimiento anual en metros cuadrados de supermercados ha sido asociado al crecimiento de Capex.
- Farmacias: La proyección fue realizada tomando como inductores la inversión promedio histórica por local (S/. 231 M o USD 72 M) y el crecimiento en número de locales.
- Centros comerciales: De forma similar a farmacias, la proyección de Capex en centros comerciales fue realizada tomando como inductores la inversión promedio histórica por local (S/. 92.683 M) y el crecimiento en número de locales, según publicaciones de la gerencia y estimaciones realizadas.

Cabe tener en cuenta que los locales para farmacias son alquilados, por lo que su inversión en activos fijos se centra principalmente en mobiliario, a diferencia de los supermercados y centros comerciales, que requieren compra de terrenos y construcciones, demandando mayor Capex.

La proyección de Capex acumulada, desarrollada en esta investigación, señala una mayor inversión en supermercados con una participación del 78%, en los próximos diez años, considerando las oportunidades de crecimiento que ofrece este segmento en relación con la región. Para financiar su proceso de expansión (que incluye al Capex), la empresa ha realizado la siguiente emisión de bonos (financiamiento de largo plazo):

**Tabla 4. Emisiones de InRetail**

Bono	Senior notes	Cupón	Importe	Frecuencia	Fecha emisión	Fecha vencimiento
Bono 1	InRetail Shopping Malls	6,500%	USD 350.000.000	Semestral	Jul-14	Jul-21
Bono 2	InRetail Shopping Malls	7,875%	S/. 141.000.000	Semestral	Jul-14	Jul-34
Bono 3	Inretal Consumer	6,813%	S/. 250.000.000	Semestral	Oct-14	Oct-21
Bono 4	Inretal Consumer	5,250%	USD 300.000.000	Semestral	Oct-14	Oct-21

Elaboración propia, 2015.

Por lo tanto, el supuesto, que se plantea en este trabajo, es que se espera nuevas emisiones de deuda a partir del año 2019 para solventar su crecimiento y, de esta manera, contar con flujos que le permitan continuar con la expansión del negocio.

Asimismo, se estima que los niveles de apalancamiento sigan incrementándose producto de este proceso de expansión (58% en el 2014). También, se espera que los mayores niveles de ventas permitan mejorar los niveles de rotación del activo fijo.

## 2. Costo de capital

Para un mayor detalle sobre la metodología utilizada en este punto, ver el anexo 7.

**Tabla 5. Estimación del costo del WACC**

Unidades de negocio	Beta	Proporción EBITDA (e)
Beta Supermercados Peruanos	0,6	38%
Beta Inkafarma	0,6	35%
Beta Real Plaza	0,7	27%
<b>Beta promedio</b>	<b>0,64</b>	
Beta apalancado	0,83	
Prima mercado (al cierre de Dic 2014)	3,1%	
Libre de riesgo (al cierre de Dic 2014)	2,8%	
Prima riesgo país (al cierre de Dic 2014)	2,9%	
<b>Estimación del Ke (Modelo CAPM)</b>	<b>8,5%</b>	
<b>Costo de la Deuda - Kd</b>	<b>6,3%</b>	
D/V	30,2%	
E/V	69,8%	
Tasa impositiva	28,0%	
<b>WACC</b>	<b>7,3%</b>	

Elaboración propia, 2015.

### 3. Métodos de valoración

- Método contable: Este modelo fue descartado, porque proporciona el valor de una empresa desde una perspectiva estática y, por lo tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa.
- Método del flujo de caja libre: Trata de determinar el valor de la firma a través de la estimación de dinero (*cash flows*) que se generarán en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Este método fue utilizado para determinar el precio de la acción de InRetail Perú Corp. Asimismo, bajo esta metodología, también se valorizó cada unidad de negocio; no obstante, en este último caso se descartó, ya que no se cuenta con suficiente información. Por ejemplo, no se puede distinguir la deuda de cada negocio, debido a que la deuda de InRetail ha sido emitida a nivel de sus dos grupos: (i) InRetail Consumer (agrupa a supermercados y farmacias) e (ii) InRetail Real Estate Corp. (administra los centros comerciales).

- Método basado en múltiplos: En este método, se tiene el ratio valor de la empresa/EBITDA, para utilizar este método, es preciso utilizar múltiplos de empresas comparables. Asimismo, este múltiplo fue elegido por ser aplicable a empresas del mismo sector, que cotizan en bolsa, independientemente de su grado de apalancamiento. En el análisis de este ratio con las empresas comparables, se observa que InRetail se encuentra por debajo (10,57 veces) de la media de sus comparables (12,07 veces).

Este método, además de utilizarlo para valorizar a InRetail Perú Corp., también se utilizó para valorizar cada unidad de negocio, en se recurrieron a comparables tanto para supermercados, farmacias y centros comerciales.

### 4. Justificación y uso del método de valoración escogido

La metodología utilizada en la valoración fue el método del flujo de caja libre, el cual se explicará a continuación:

- Estimación del flujo de caja libre (FCF): El flujo proyectado para los próximos diez años (hasta el 2024) fue calculado en base a la utilidad operativa menos el impuesto a la renta. El resultado obtenido es el dinero que se quedará en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos (suponiendo que no existe deuda financiera).

Posteriormente, se adicionó la depreciación y amortización del período, puesto que no representan una salida de dinero y luego se restaron las inversiones necesarias para la continuidad del negocio (variación del capital de trabajo y Capex)

- Perpetuidad (g): Para el año 2024, se consideró una tasa de crecimiento constante de 2,00%, la cual toma como base la inflación proyectada por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP 2015) para el período 2015–2017, ya que el supuesto, que se maneja en este trabajo, es que el crecimiento perpetuo de InRetail será igual o similar a dicho indicador macroeconómico.
- Para la tasa libre de riesgo, se consideró el rendimiento del bono del tesoro americano a treinta años. Cabe indicar que el rendimiento al cierre de 2014 se ubicó en 2,8%.
- Luego, se calculó el rendimiento exigido por los accionistas utilizando la fórmula del CAPM, ya que el total de las operaciones de InRetail están en el Perú, por lo que todas sus empresas tienen igual exposición al riesgo país ( $k_e = r_f + \beta \times r_m + r_p$ ).
- El coste de la deuda se obtuvo mediante las emisiones de los bonos de Consumer y Shopping Mall (ver resultados de esta valorización en el capítulo IX).
- Múltiplos: Bajo la metodología de múltiplos se halla el precio de la acción del *holding* InRetail y también se calculan los múltiplos de cada unidad de negocio por separado, en las que cada uno de los negocios fue comparado con empresas similares en supermercados, farmacias y centros comerciales. Este último método fue utilizado, debido a que utilizar el FCF por cada unidad de negocio conllevaba a utilizar varios supuestos dado que información para cada negocio es limitada.

## Capítulo VII. Análisis de riesgos

### 1. Análisis de sensibilidad

Con el objetivo de evaluar las variaciones que sufriría el precio de la acción ante cambios en el WACC y la tasa de crecimiento “g” se realizó la siguiente sensibilidad:

**Tabla 6. Sensibilidad del precio de la acción ante cambios en el WACC y g**

		Tasa de crecimiento ( g )		
		1,50%	2,00%	2,50%
WACC	6,8%	USD 19,52	USD 21,51	USD 23,97
	7,3%	USD 16,97	USD 18,57	USD 16,12
	7,8%	USD 14,84	USD 16,12	USD 17,63

Elaboración propia, 2015.

### 2. Análisis de escenarios

En un escenario base el precio de la acción de InRetail Perú Corp podría llegar a USD 18,57, esto se daría si InRetail mantiene un crecimiento perpetuo de 2,00% (g) y una tasa de descuento de 7,3% (WACC en soles). Para mayor detalle de la conversión del WACC de soles a dólares ver anexo Nro.7.

### 3. Riesgos no consideración en la valorización

- Riesgo estratégico: Son riesgos que surgen derivados de la posición estratégica de InRetail como organización que desarrolla su actividad en el sector *retail* y las decisiones estratégicas sobre los productos o servicios que ofrece InRetail.
- Riesgo cambiario: La posibilidad que InRetail incurra en pérdidas por variaciones del tipo de cambio por el descalce de sus activos y pasivos en dólares.

Cabe destacar, que el financiamiento mediante bonos por parte de InRetail está emitido en dólares mientras sus ingresos por sus tres líneas de negocios se encuentran en moneda nacional, una subida brusca del tipo de cambio podría afectar significativamente las ganancias de la empresa (ver anexo 10 para la posición de cambio global de InRetail).



- Riesgo político: InRetail está expuesta a cambios y decisiones políticas por parte del gobierno. Existe la posibilidad que ante estos cambios no se pueda alcanzar las metas planeadas por InRetail para incursionar en nuevos objetivos u otra acción económica.
- Riesgo país: InRetail concentra todas sus líneas de negocio en Perú, por lo que está expuesto a cualquier evento externo que afecta al país, un desastre natural, un retiro de la inversión privada, etc.
- Riesgo de liquidez en el mercado financiero: Debido a la poca profundidad del mercado bursátil peruano, se podría afectar la cotización de la acción de la empresa, por lo que no reflejaría fielmente su valor fundamental.

## Capítulo VIII. Resumen de inversión

### 1. Resultados

#### 1.1 Valorización de Holding InRetail Perú Corp.

Los resultados obtenidos a través de los métodos flujo de caja libre y múltiplos son los siguientes:

**Tabla 7. Valorización de InRetail por FCL**

Valor de InRetail Perú Corp. ( Valor actual del FCL descontados con el WACC )	S/. 7.868 MM
( - ) Deuda	S/. 2.446 MM
( + ) Efectivo	S/. 285 MM
( - ) Interés minoritario	S/. 6 MM
Valor fundamental del <i>equity</i> (VFE)	S/. 5.702 MM
Nº acciones <i>outstanding</i> al 2014	103 MM
TC al cierre 2014 (Fuente: SBS)	S/. 2,989
Valor de la acción USD (VFE ÷ Nº acciones <i>outstanding</i> al 2014) / TC cierre 2014	USD 18,57
Recomendación	Comprar

Elaboración propia, 2015.

**Tabla 8. Valorización de InRetail por múltiplos**

Valorización por EV/EBITDA	
EBITDA (millones)	S/. 593
Múltiplo	12,07
Valor de la empresa (millones)	S/. 7.164
Deuda (millones)	S/. -2.446
Interés minoritario (millones)	S/. -6
Valor fundamental del <i>equity</i> (millones)	S/. 4.712
Acciones en circulación (millones)	S/. 103
Tipo de cambio	S/. 2,989
<b>Valor de la acción ( EV/EBITDA )</b>	<b>USD 15,33</b>

Elaboración propia, 2015.

**Tabla 9. Empresas comparables a InRetail**

Empresas	País	Capit. Bursatil (Billones US\$.)	EV / EBITDA
InRetail Perú Corp.	Perú	1,9 B	10,57
SACI Falabella	Chile	16,33 B	16,02
Walmart México	México	37,65 B	12,29
Soriana	México	4,92 B	10,06
Almacenes Éxito	Colombia	5,5 B	10,65
Walmart Chile	Chile	5,48 B	12,85
Promedio		11,96 B	12,07

Fuente: Bloomberg, 2015.

## 1.2 Valorización por múltiplos para cada unidad de negocio del Holding InRetail Perú Corp

**Tabla 10. Valorización por múltiplos de cada unidad de negocio**

Valorización por múltiplos - Supermercados Peruanos				
Valorización por EV/EBITDA		Empresas	País	EV / EBITDA
EBITDA (miles S/.) año 2015E	S/. 243.205	SACI Falabella (FALAB CI)	Chile	15,61
Múltiplo	12,86	Grupo Comercial Chedraui SA de CV (CHDRAUIB MM)	México	10,37
Valor de la empresa (miles S/.)	S/. 3.127.151	Cencosud S.A. (CENCOSUD CI)	Chile	9,04
		Wal-Mart de México SAB de CV (WALMEX* MM)	México	16,42
		Promedio		12,86

Valorización por múltiplos - Farmacias				
Valorización por EV/EBITDA		Empresas	País	EV / EBITDA
EBITDA (miles S/.) año 2015E	S/. 180.566	Aarti Drugs Ltd (ARTD IN)	India	9,45
Múltiplo	16,67	Brasil Pharma S.A. (BPHA3 BZ)	Brasil	35,99
Valor de la empresa (miles S/.)	S/. 3.009.954	Farmacol S.A. (FCL PW)	Polonia	9,90
		Hypermarcas S.A. (HYPE3 BZ)	Brasil	12,03
		Drogasil S.A. (RADL3 BZ)	Brasil	19,50
		Strides Arcolab Ltd. (STR IN)	India	13,15
		Promedio		16,67

Valorización por múltiplos - Centros comerciales				
Valorización por EV/EBITDA		Empresas	País	EV / EBITDA
EBITDA (miles S/.) año 2015E	S/. 143.850	Aeon Mall Co Ltd. (8905 JT)	Japan	8,55
Múltiplo	11,75	BR Malls Participações S.A. (BRML3 BZ)	Brasil	9,17
Valor de la empresa (miles S/.)	S/. 1.690.290	Emaar Malls Group PJSC (EMAARMLS UH)	Dubai	18,73
		Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A. (IGTA3 BZ)	Brasil	10,75
		Lippo Malls Indonesia Retail Trust (LMRT SP)	Indonesia	11,06
		Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A. (MULT3 BZ)	Brasil	12,48
		Sonae Sierra Brasil S.A. (SSBR3 BZ)	Brasil	11,51
		<b>Promedio</b>		<b>11,75</b>

Elaboración propia, 2015.

**Tabla 11. Consolidado de valorización por múltiplos de cada negocio**

Valor de la empresa 2015E	S/. 7.827.395
WACC	7,30%
Valor de la empresa 2014	S/. 7.295.090
( - ) Deuda	2.445.503
( + ) Efectivo	284.998
( - ) Interés minoritario	6163
Valor fundamental del <i>equity</i>	5.128.422
Acciones <i>outstanding</i> al cierre 2014	102.807.319
Tipo de cambio al cierre 2014	2,989
Valor de la acción USD	<b>16,69</b>
Valor de la acción soles	<b>49,88</b>

Elaboración propia, 2015.

**Tabla 12. Precio de la acción según la metodología usada**

Metodologías	Precio de la Acción
FCL	USD 18,57
Múltiplos (comparables de Inretail)	USD 15,33
Múltiplos (comparables por cada unidad de negocio)	USD 16,69
<b>Promedio</b>	<b>USD 16,86</b>

Elaboración propia, 2015.

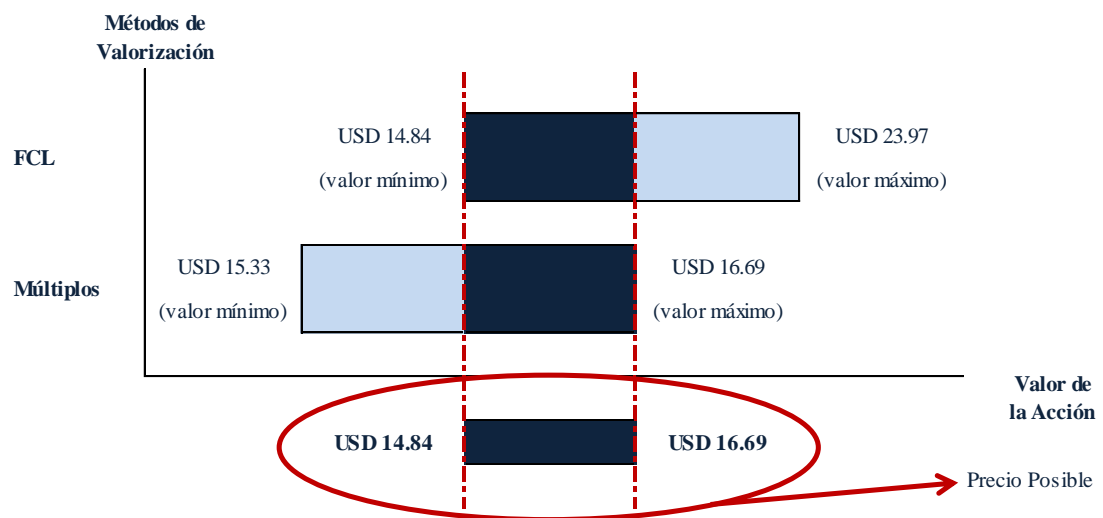
**Tabla 13. Precio objetivo según el consenso de los analistas**

Empresa	Analista	Precio objetivo	Fecha de análisis
JPMorgan	Andrea Teixeira	USD 21,00	Dic-14
Credicorp Capital	Christopher Disalvatore	USD 24,30	Dic-14
Banco BTG Pactual S.A.	Alonso Aramburú	USD 21,00	Nov-14
Larrain Vial Corredores de Bolsa	Miguel Moreno Rodríguez	USD 18,40	Nov-14
Kallpa Securities SAB	Marco Contreras	USD 17,50	Oct-14
Promedio		USD 20,44	

Fuente: Bloomberg, 2015.

Mediante el método del FCL, se determina que el precio de la acción de InRetail podría ascender a USD 18,57, valor cercano al estimado por los analistas que prestan cobertura a la acción de la compañía (USD 20,44); mientras que el método de múltiplos señala que el precio de la acción podría ubicarse entre USD 15,33 y USD 16,69.

**Gráfico 14. FCL versus múltiplos**



Elaboración propia, 2015.

Por otra parte, también se utilizó el método del FCL para obtener el valor de cada línea de negocio. Sin embargo, se descartó por los motivos explicados en el capítulo 7 (ver resultados en el anexo 15).

## 2. Recomendaciones

Luego del análisis de valorización efectuado a InRetail Perú Corp, se recomienda comprar la acción por los siguientes motivos:

- La baja penetración del *retail* formal en el Perú, que es la razón principal del potencial de crecimiento que tiene este sector económico.
- Potencial crecimiento de la clase media emergente, la cual ha sido uno de los pilares para sustentar el crecimiento del sector en los últimos años.
- El BCRP ha estimado que para el 2016 y 2017 el PBI crecerá 5,3% y 5,8%, respectivamente (*Reporte de inflación*, mayo 2015).
- El liderazgo que tiene en los negocios que desarrolla: (i) número dos en supermercados, (ii) número uno en farmacias y (iii) número uno en centros comerciales. Este contexto ayudará a que las ventas sigan creciendo.

## Bibliografía

AT Kearney (2015). *The Global Retail Development Index*. [En línea]. At Kearney. Fecha de consulta: 16/11/2015.

<<https://www.atkearney.com/documents/10192/4600212/Full+Steam+Ahead+for+Global+Retailers+2014+Global+Retail+Development+In....pdf/6f55a59b-e855-4236-96cb-464c2ca01e91>>

Banco Central de Reserva (2015). *Reporte de inflación. Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2015-2017*. [En línea]. Lima: Banco Central de Reserva. Fecha de consulta: 16/11/2015.

Bolsa de Valores de Lima (2014). “Estado financiero anual consolidado del año 2014 en miles de nuevos soles”. En: *Portal de la Bolsa de Valores de Lima*. Fecha de consulta: 16/11/2015. <[http://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF\\_new.jsp?Ano=2014&Trimestre=A&Rpj=OE5087&RazoSoci=&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=C&Dsc\\_Correlativo=0000&Secuencia=1](http://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2014&Trimestre=A&Rpj=OE5087&RazoSoci=&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=C&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1)>

Bolsa de Valores de Lima (2015). “Empresas con valores listados”. En: *Portal de la Bolsa de Valores de Lima*. Fecha de consulta: 16/11/2015. <[http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa74222\\_SU5SRVRDMQ.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa74222_SU5SRVRDMQ.html)>

Equilibrium (2015). *Análisis del sector retail: supermercados, tiendas por departamento y mejoramiento*. Lima: Equilibrium. Fecha: 16/11/2015. <<http://www.equilibrium.com.pe/sectorialretailmar15.pdf>>

Euromonitor Internacional (2015). *Las principales tendencias de retail en América: 2015*. Euromonitor Internacional. Fecha: 16/11/2015. <<http://go.euromonitor.com/rs/euromonitorinternacional/images/WP-0219-Principales-RT-Americas.pdf>>

Fernández, Pablo (2008). *Métodos de valoración de empresas*. [En línea] Madrid: Universidad de Navarra. Fecha de consulta: 16/11/2015. <<http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>>

Gestión (2015). “InRetail con cautela sobre expansión en 17 terrenos de su portafolio”. En: *Diario Gestión*. 11 de mayo de 2015. Fecha de consulta: 16/11/2015. <<http://gestion.pe/impresainretail-cautela-sobre-expansion-17-terrenos-su-portafolio-2131426>>

Instituto Nacional de Estadística e Informática (2014). *11 de julio. Día Mundial de la Población*. [En línea]. Lima: Instituto Nacional de Estadística e Informática. Fecha: 16/11/2015. <[http://www.inei.gov.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones\\_digitales/Est/Lib1157/libro.pdf](http://www.inei.gov.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1157/libro.pdf)>

InRetail Perú Corp (2015). “Presentaciones”. En: *Portal InRetail Perú Corp*. Fecha de consulta: 16/11/2015. <[http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER\\_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=88](http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=88)>

InRetail Perú Corp (2015). “Conferencias telefónicas”. En: *Portal InRetail Perú Corp*. Fecha de consulta: 16/11/2015. <[http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER\\_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=93](http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=93)>

InRetail Perú Corp (2015). “Ventajas competitivas”. En: *Portal InRetail Perú Corp*. Fecha de consulta: 16/11/2015. <[http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER\\_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=72](http://www.inretail.pe/1/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=72)>

Kallpa Securities (2015). “Reportes de valorización”. En: *Portal de Kallpa Securities*. Fecha: 16/11/2015. <<http://www.kallpasab.com/reporte-valorizaciones-inretail.aspx>>

Portafolio (2014). “Supermercados: con espacio para crecer”. En: *Diario Portafolio*. 2 de diciembre de 2014. Fecha de consulta: 16/11/2015. <<http://www.portafolio.co/negocios/supermercados-negocio-colombia>>

Naciones Unidas (2015). *Perspectivas económicas de América Latina 2015. Educación, competencias e innovación para el desarrollo*. [En línea]. Naciones Unidas. Fecha de consulta: 16/11/2015. <[http://www.clacso.org.ar/libreria\\_cm/archivos/pdf\\_371.pdf](http://www.clacso.org.ar/libreria_cm/archivos/pdf_371.pdf)>

Wiki EOI (2015). “Análisis Porter de las cinco fuerzas en competitividad”. En: *Portal Wiki EOI*. Fecha de consulta: 16/11/2015. <[http://www.eoi.es/wiki/index.php/An%C3%A1lisis\\_Porter\\_de\\_las\\_cinco\\_fuerzas\\_en\\_Competitividad](http://www.eoi.es/wiki/index.php/An%C3%A1lisis_Porter_de_las_cinco_fuerzas_en_Competitividad)>



## **Anexos**

## Anexo 1. Reorganización en el 2014 a nivel de las subsidiarias de InRetail Perú Corp

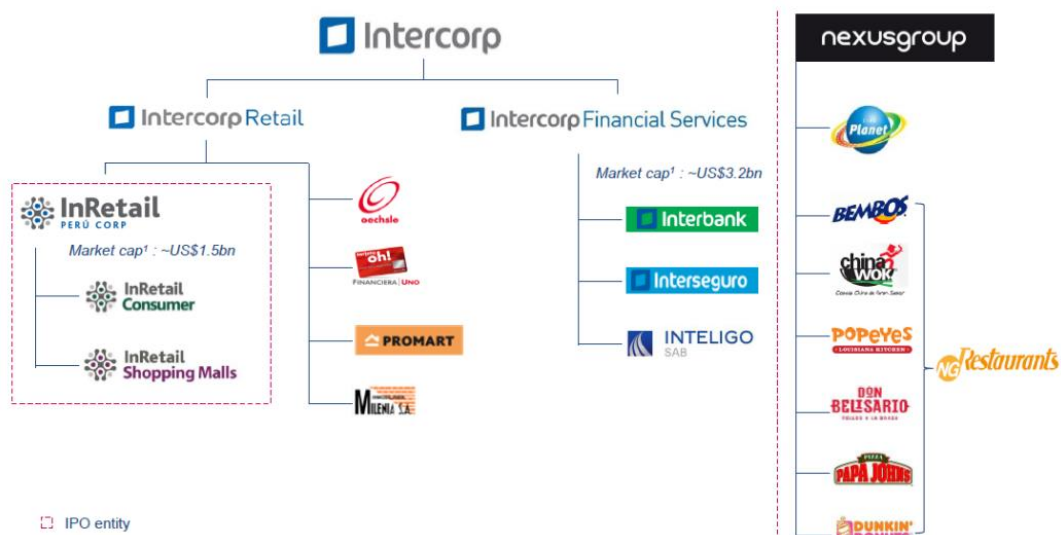
Por Escritura Pública del 22 de mayo de 2014 extendida ante el Notario Público Dr. Eduardo Laos de Lama, la subsidiaria de InRetail, InRetail Real Estate Corp. constituyó un fideicomiso denominado Patrimonio en Fideicomiso D.S. N° 093-2002-EF – INRETAIL SHOPPING MALLS (en adelante “SHOPPING MALLS”) al cual aportó el íntegro de sus participaciones en:

- Patrimonio en Fideicomiso D.S. N° 093-2002-EF – Interproperties Holding
- Patrimonio en Fideicomiso D.S. N° 093-2002-EF – Interproperties Holding II
- InRetail Properties Management S.R.L.
- Real Plaza S.R.L.

Por otro lado, por Escrituras Públicas del 21 de agosto de 2014 y 15 de setiembre de 2014 extendidas ante el Notario Público Dr. Eduardo Laos de Lama, InRetail Perú Corp. Se constituyó un fideicomiso denominado Patrimonio en Fideicomiso D.S. N° 093-2002-EF – INRETAIL CONSUMER (en adelante “CONSUMER”), al cual se le aportó todas las acciones de propiedad de InRetail en Eckerd Perú S.A. y Supermercados Peruanos S.A., por un valor patrimonial neto de S/. 833'260,773.75.

1. Patrimonio en Fideicomiso D.S. N° 093-2002-EF – INRETAIL CONSUMER CONSUMER
2. Patrimonio en Fideicomiso D.S. N° 093-2002-EF – INRETAIL SHOPPING MALLS

## Anexo 2. Estructura corporativa de Intercorp



### Anexo 3. Gobierno corporativo

Como parte de esta gestión InRetail Perú Corp. emitió el siguiente documento:

Denominación: InRetail Perú Corp.

Domicilio, Número de Teléfono y Fax: El domicilio legal de la sociedad se encuentra ubicado en la calle 50 y calle 74, San Francisco Edificio P.H. 909, Piso 16, Ciudad de Panamá, República de Panamá. El número telefónico para inversionistas en el Perú es + (511) 618-8000 Anexo 5424 y el número de Fax es: +(511) 476-0105.

Constitución e inscripción en los Registros Públicos: InRetail fue constituida el 7 de enero de 2011. Su constitución consta en la Escritura Pública No. 404, extendida ante la Notaria Pública Segunda del Circuito de Panamá, Licenciada Tania Chen Guillén, inscrita en la Ficha No. 723570, Documento Redi No. 1905852 de la Sección Mercantil del Registro Público de Panamá.

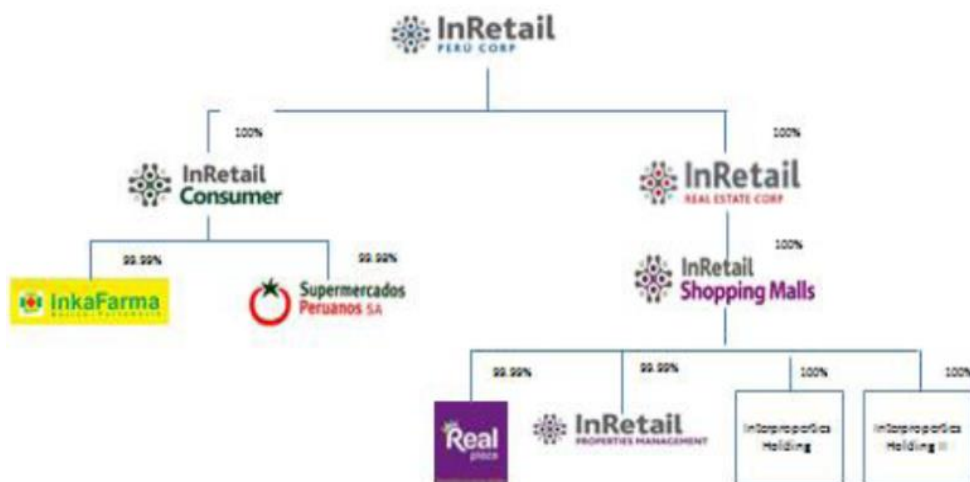
Capital social, acciones creadas y emitidas y número y valor nominal de las acciones: Al 31 de diciembre de 2014 el capital social se encuentra representado por 102'807,319 acciones sin valor nominal y con un valor de emisión de USD 10.00 (Diez y 00/100 Dólares Americanos) cada una. Esto implica que la sociedad tiene un capital pagado de USD 1'028,073,190.00 (Mil Veintiocho Millones Setenta y Tres Mil Ciento Noventa y 00/100 Dólares Americanos).

Al 31 de diciembre de 2014 el 71.37% de las acciones emitidas por InRetail eran de titularidad de las empresas de su mismo grupo económico.

Objeto social: InRetail pertenece al CIU 6719, correspondiente a empresas de “Actividades Auxiliares de la Intermediación Financiera N.C.P.”. InRetail es una sociedad cuyo objeto social es servir de holding de la División de Retail del Grupo InterCorp.

Plazo de duración del negocio: El plazo de duración de la sociedad es indefinido.

Reorganización en el 2014 a nivel de las Subsidiarias de InRetail Perú Corp.



Administración  
Directores

**CARLOS RODRÍGUEZ PASTOR PERSIVALE**  
Bachiller en Ciencias Sociales – Universidad de California, Berkeley  
Master of Business Administration – Dartmouth College  
Presidente del Directorio  
Desde el 07/01/11

**RAMÓN BARÚA ALZAMORA**  
Ingeniero Industrial – Universidad Nacional de Ingeniería  
Licenciatura en Economía Pura – Université Catholique de Louvain, Lovaina, Bélgica  
Desde el 07/01/11

**JULIO LUQUE BADENES**  
Bachiller en Ingeniería Mecánica – Universidad Simón Bolívar (Caracas- Venezuela)  
Maestría en Economía y Administración –Iese Business School- Universidad de Navarra  
Desde el 10/08/12

**PABLO TURNER GONZALEZ**  
Bachiller en Negocios – Universidad Católica de Chile  
Master of Business Administration – University of Chicago  
Desde el 10/08/12

**LUIS CARRANZA UGARTE**  
Bachiller en Economía – Pontificia Universidad Católica del Perú  
PHD en Economía – Universidad de Minnesota  
Desde el 10/08/12

Principales Funcionarios

**JUAN CARLOS VALLEJO BLANCO**  
Gerente General

**AUGUSTO REY VALLARINO**  
Gerente Financiero

**GIANINA GOTUZZO OLIVA**  
Gerente Legal

**GONZALO ROSELL RAMIREZ GASTÓN**  
Gerente Corporativo de Finanzas y Relaciones con Inversionistas

**JORGE GILBERTO ARÉVALO FLORES**  
Contador General

Grado de vinculación

Entre los miembros del directorio, la plana gerencial y los principales funcionarios de la empresa no existe grado de vinculación por afinidad o consanguinidad. Con excepción del señor Carlos Rodríguez Pastor Persivale, quien se encuentra relacionado con los principales accionistas de InRetail, los demás directores, plana gerencial y principales funcionarios del emisor no guardan entre sí o con los accionistas de la empresa, grado de vinculación alguno.

## Anexo 4. Retail Development Index (GRDI)

■ On the radar   
 ■ To consider   
 ■ Lower priority

2014 rank	Country	Market attractiveness (25%)	Country risk (25%)	Market saturation (25%)	Time pressure (25%)	GRDI score	Change in rank compared to 2013
1	Chile	100.0	100.0	13.2	47.3	65.1	+1
2	China	60.9	52.5	44.5	100.0	64.4	+2
3	Uruguay	93.4	57.5	70.3	32.4	63.4	—
4	United Arab Emirates	98.5	82.3	17.5	43.8	60.5	+1
5	Brazil	99.4	59.8	48.7	33.2	60.3	-4
6	Armenia	26.4	35.3	81.5	86.7	57.5	+4
7	Georgia	32.4	32.8	79.6	78.8	55.9	+1
8	Kuwait	78.8	72.6	32.9	31.7	54.0	+1
9	Malaysia	66.7	68.7	32.2	43.5	52.8	+4
10	Kazakhstan	45.4	38.5	72.7	54.3	52.7	+1
11	Turkey	83.6	50.2	46.5	30.2	52.6	-5
12	Russia	94.0	38.4	30.7	46.4	52.4	+11
13	Peru	46.0	43.0	61.9	51.3	50.6	-1
14	Panama	56.2	46.9	52.7	41.3	49.3	+8
15	Indonesia	46.2	33.4	57.7	59.6	49.2	+4
16	Saudi Arabia	72.3	67.3	29.5	27.4	49.1	—
17	Oman	75.1	79.1	27.0	11.1	48.1	—
18	Sri Lanka	6.3	36.7	78.8	67.3	47.3	-3
19	Nigeria	39.6	6.6	92.3	48.0	46.6	N/A
20	India	26.4	39.0	72.3	43.4	45.3	-6
21	Colombia	50.6	43.0	53.5	29.4	44.2	-3
22	Jordan	49.8	43.7	65.6	15.2	43.6	-2
23	Philippines	33.0	33.2	55.8	50.5	43.1	N/A
24	Costa Rica	62.1	45.9	40.4	21.5	42.5	N/A
25	Mexico	80.0	54.4	2.9	31.8	42.3	-4
26	Botswana	26.1	60.7	34.8	44.1	41.4	-1
27	Morocco	24.1	35.5	69.5	35.7	41.2	—
28	Vietnam	3.8	21.9	75.0	55.7	39.1	N/A
29	Namibia	8.6	57.9	27.2	58.8	38.1	-3
30	Azerbaijan	22.0	29.5	82.3	18.6	38.1	-1

0 = low attractiveness

100 = high attractiveness

0 = high risk, 100 = low risk

0 = saturated, 100 = not saturated

0 = no time pressure, 100 = urgency to enter

Sources: Euromoney, Population Data Bureau, International Monetary Fund, World Bank, World Economic Forum, Economist Intelligence Unit, Planet Retail; A.T. Kearney analysis

Fuente: AT Kearney, 2015.

## Anexo 5. Política de dividendos y precio de la acción

La Política de Dividendos, aprobada por la junta general de accionistas el 31 de marzo de 2015, señala lo siguiente:

«Nuestra política de dividendos consiste en lo siguiente: Es intención de la sociedad reinvertir sustancialmente todas las actividades futuras, si las hubiere, generadas por nuestras operaciones, para el desarrollo y crecimiento de nuestro negocio. Por lo tanto, no se anticipa pagos significativos de dividendos en el corto plazo. Dado que somos una compañía holding, dependemos de los dividendos que nos paguen nuestras subsidiarias para fondear las obligaciones de deuda que podamos contraer y los pagos de futuros dividendos, si los hubiere, a nuestros accionistas. Nuestra capacidad para obtener suficientes fondos a través de dividendos podría estar limitada por las restricciones que se establecen en los contratos que regulan la deuda de nuestras subsidiarias. De conformidad con la ley panameña los dividendos sólo se pueden declarar de las reservas de libre disposición disponibles.»

Este cambio ratifica la decisión de la empresa de no otorgar dividendos.

## Anexo 6. Estimación de ventas por unidad de negocio (métodos matemáticos)

Para proyectar las ventas se utilizó los siguientes métodos:

Econométrico:

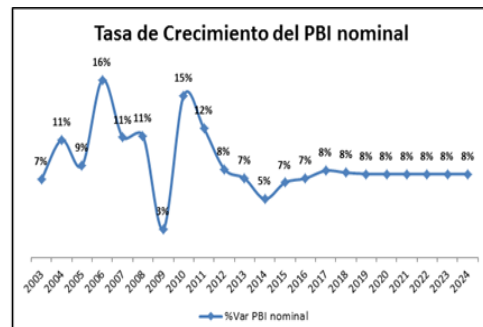
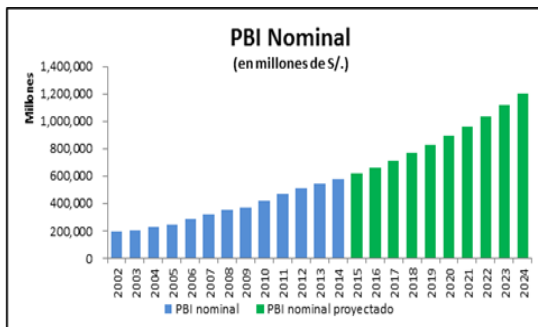
Método arima:

Significa un modelo autorregresivo integrado de media móvil o Arima (*autoregressive integrated moving average*), que utiliza variaciones y regresiones de datos estadísticos con el fin de encontrar patrones para una predicción hacia el futuro. Se trata de un modelo dinámico de series temporales, es decir, las estimaciones futuras vienen explicadas por los datos del pasado y no por variables independientes.

Sin embargo, no es recomendable que se utilice este modelo con menos de cincuenta observaciones en la serie de tiempo. En este estudio, se cuenta con datos anuales de las ventas de cada línea de negocio que no alcanzan los requisitos mínimos para modelar con precisión las ventas, razón por la cual descartó este método.

### Método regresión con el PBI usando doble logaritmo LOG-LOG

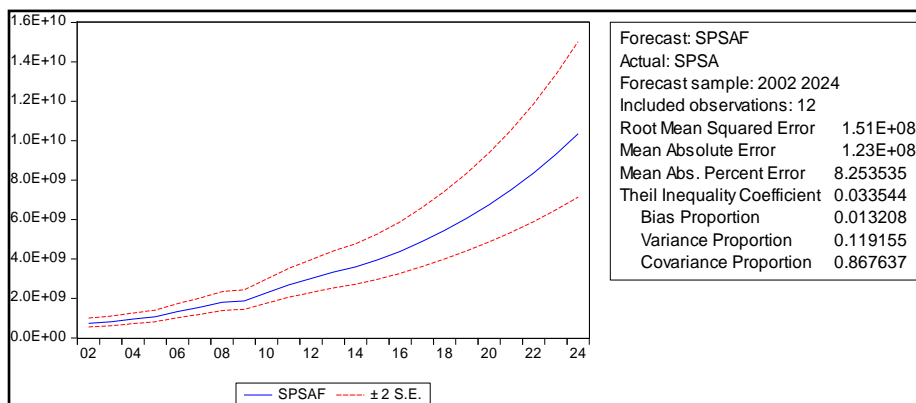
Se utilizó la serie del PBI anual junto a las proyecciones del 2015 y 2018 del Marco Macroeconómico Multianual, para los datos del año 2019 hasta el 2024. Se asumió un crecimiento constante del 7,7% anual.



Elaboración propia, 2015.

### Estimación de Supermercados Peruanos mediante regresión con el PBI

Dependent Variable: LOG(SPSPA)				
Method: Least Squares				
Date: 08/29/15 Time: 10:04				
Sample (adjusted): 2003 2014				
Included observations: 12 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-16.79690	2.894663	-5.802713	0.0002
LOG(PBI_1)	1.432933	0.108805	13.16974	0.0000
R-squared	0.945487	Mean dependent var	21.32207	
Adjusted R-squared	0.940036	S.D. dependent var	0.513646	
S.E. of regression	0.125780	Akaike info criterion	-1.157556	
Sum squared resid	0.158206	Schwarz criterion	-1.076739	
Log likelihood	8.945338	Hannan-Quinn criter.	-1.187478	
F-statistic	173.4421	Durbin-Watson stat	0.801714	
Prob(F-statistic)	0.000000			



Elaboración propia, 2015.

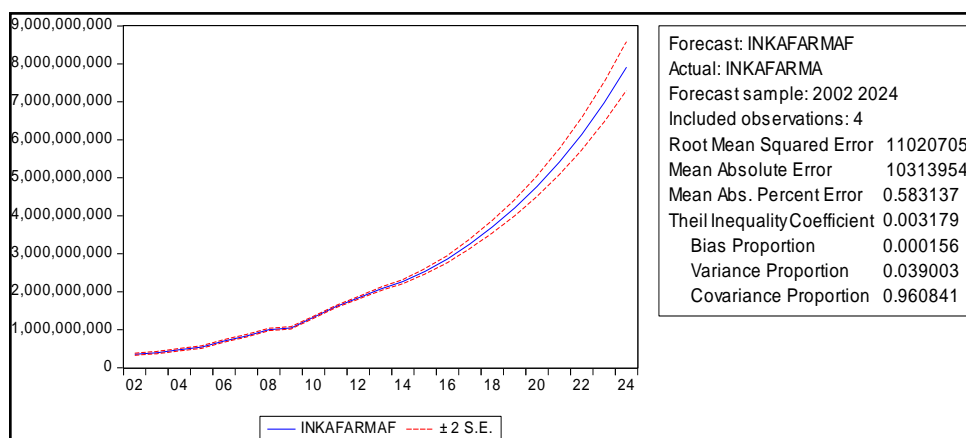
### Estimación de Inkafarma mediante regresión con el PBI

Dependent Variable: LOG(INKAFARMA)  
Method: Least Squares  
Date: 08/29/15 Time: 10:06  
Sample (adjusted): 2010 2013  
Included observations: 4 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-24.38152	1.171571	-20.81096	0.0023
LOG(PBI_1)	1.695940	0.043545	38.94656	0.0007

Statistic	Value	Mean dependent var	S.D. dependent var
R-squared	0.998683	21.24686	0.190837
Adjusted R-squared	0.998025		
S.E. of regression	0.008481		
Sum squared resid	0.000144		
Log likelihood	14.79006		
F-statistic	1516.835		
Prob(F-statistic)	0.000659		

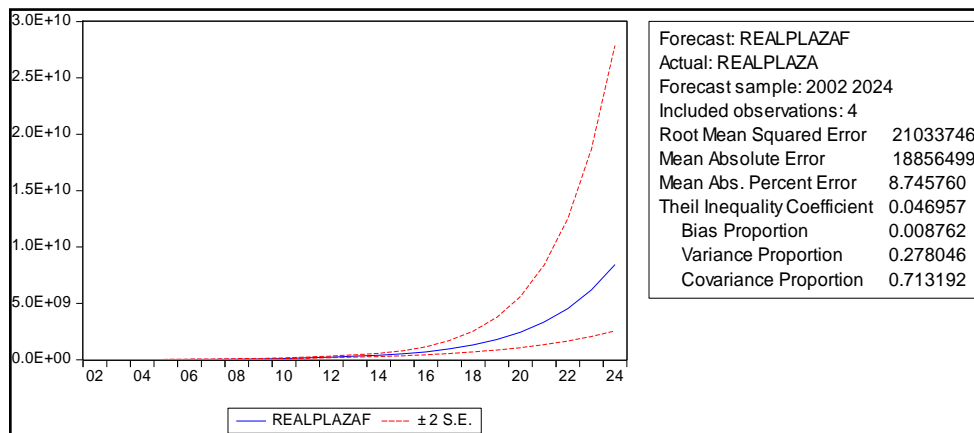
Forecast Metric	Value
Forecast	INKAFARMAF
Actual	INKAFARMA
Forecast sample	2002 2024
Included observations	4
Root Mean Squared Error	11020705
Mean Absolute Error	10313954
Mean Abs. Percent Error	0.583137
Theil Inequality Coefficient	0.003179
Bias Proportion	0.000156
Variance Proportion	0.039003
Covariance Proportion	0.960841



Elaboración propia, 2015.

## Estimación de Real Plaza mediante regresión con el PBI

Dependent Variable: LOG(REALPLAZA)				
Method: Least Squares				
Date: 08/29/15 Time: 10:11				
Sample (adjusted): 2010 2013				
Included observations: 4 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-92.75798	17.17373	-5.401155	0.0326
LOG(PBI_1)	4.156471	0.638318	6.511598	0.0228
R-squared	0.954956	Mean dependent var		19.06973
Adjusted R-squared	0.932434	S.D. dependent var		0.478298
S.E. of regression	0.124326	Akaike info criterion		-1.024958
Sum squared resid	0.030914	Schwarz criterion		-1.331811
Log likelihood	4.049917	Hannan-Quinn criter.		-1.698324
F-statistic	42.40091	Durbin-Watson stat		1.984821
Prob(F-statistic)	0.022782			



Elaboración propia, 2015.

## Resultados bajo regresión

Año	Ventas de SPSA	Ventas Inkafarma	Ventas Real Plaza
2002	744,333,884		
2003	822,883,848		
2004	953,891,268		
2005	1,072,453,580		
2006	1,333,904,705		
2007	1,551,366,777		
2008	1,807,784,813		
2009	1,876,240,276		
2010	2,291,321,840		
2011	2,693,672,149	1,333,428,000	114,351,000
2012	3,015,231,026	1,600,573,000	155,229,000
2013	3,336,588,473	1,823,879,000	216,268,000
2014	3,598,695,501	2,086,087,000	349,390,000
2015f	<b>3,961,603,561</b>	<b>2,537,817,772</b>	<b>519,806,045</b>
2016f	<b>4,383,463,425</b>	<b>2,860,703,868</b>	<b>697,132,594</b>
2017f	<b>4,896,502,575</b>	<b>3,261,100,689</b>	<b>961,051,547</b>
2018f	<b>5,456,811,434</b>	<b>3,707,263,519</b>	<b>1,315,927,413</b>
2019f	<b>6,071,519,493</b>	<b>4,206,498,335</b>	<b>1,793,505,171</b>
2020f	<b>6,755,474,217</b>	<b>4,772,962,091</b>	<b>2,444,405,951</b>
2021f	<b>7,516,476,222</b>	<b>5,415,708,105</b>	<b>3,331,532,324</b>
2022f	<b>8,363,204,858</b>	<b>6,145,008,847</b>	<b>4,540,615,533</b>
2023f	<b>9,305,317,204</b>	<b>6,972,520,121</b>	<b>6,188,500,489</b>
2024f	<b>10,353,558,203</b>	<b>7,911,467,346</b>	<b>8,434,437,583</b>

Elaboración propia, 2015.



Se descartó este método, debido a que presenta una mayor volatilidad en las series proyectados por la insuficiente data con que se contó para proyectar.

### Métodos de suavizamiento exponencial mediante Eviews

Las técnicas más usadas para realizar la suavización son el método de medias móviles, suavización exponencial simple, suavización exponencial doble (método de Brown) y el método de suavización con tendencia.

Estos métodos de pronóstico son utilizados frecuentemente, debido a su simplicidad y por la reducida cantidad de datos que requiere. En la suavización exponencial, se asignan pesos a los datos pasados tal que los pesos disminuyen al hacerse los datos más antiguos, esto es que los datos recientes son más validos que los datos antiguos. Este método solo necesita el pronóstico más reciente, una constante de suavización (es un valor arbitrario entre 0 y 1) y el último dato real, por lo que así se elimina la necesidad de almacenar grandes cantidades de datos pasados.

Al seleccionar el método de pronóstico se ha tenido en cuenta la exactitud de este, se busca que los errores de predicción sean lo más pequeño posible. Se ha utilizado tomar como medida el error media cuadrático (EMC) o *mean squared error* (MSE). El ECM se calcula de la siguiente manera:

$$ECM = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (\hat{Y}_i - Y_i)^2.$$

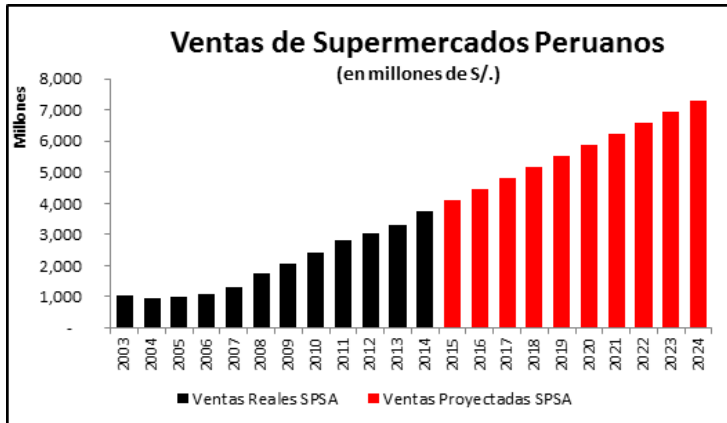
Donde:

$\hat{Y}$  es un vector de n pronósticos  
 $Y$  es el vector de los ventas reales

### Ventas de Supermercados Peruanos

#### Método doble exponencial

Date: 07/29/15 Time: 20:23		
Sample: 2003 2014		
Included observations: 12		
Method: Double Exponential		
Original Series: PLAZAVEA		
Forecast Series: PLZAVSM2		
Parameters:	Alpha	0.7040008
Sum of Squared Residuals		3.27E+17
Root Mean Squared Error		165002457
End of Period Levels:	Mean	3744215272
	Trend	355579532

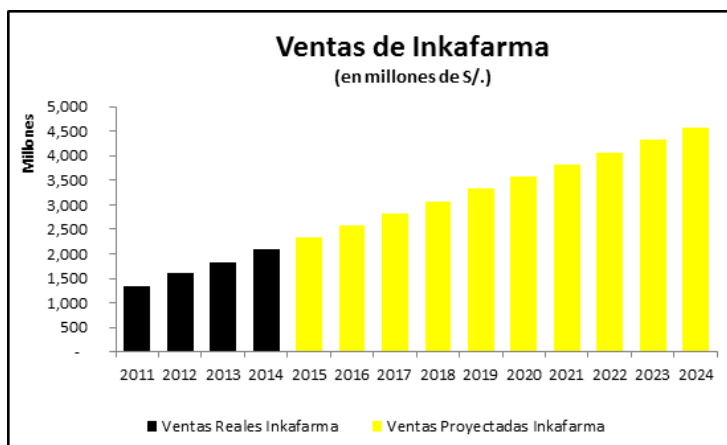


## Ventas de Inkafarma

### Método *holt winters* no estacional

#### Resultados de Eviews

Date:	07/29/15	Time:	21:31
Sample:	2011 2014		
Included observations:	4		
Method:	Holt-Winters No Seasonal		
Original Series:	INKAFARMA		
Forecast Series:	INKAFASM3		
Parameters:	Alpha		0.159965
	Beta		1
Sum of Squared Residuals			6.0545E+14
Root Mean Squared Error			12302994.1
End of Period Levels:	Mean		2078772801
	Trend		249002883

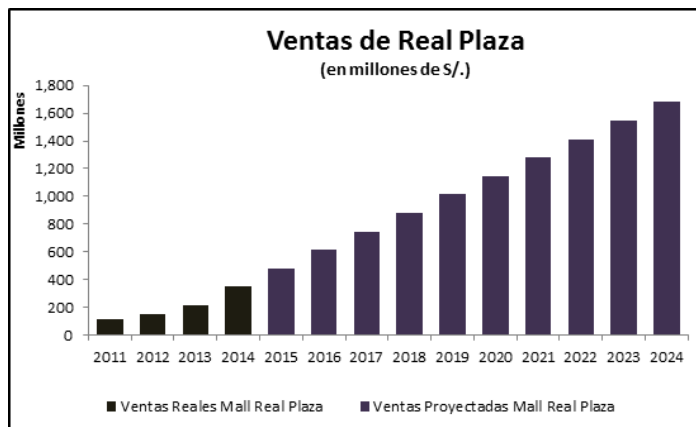


## Ventas de Real Plaza

### Método doble exponencial

#### Resultados de Eviews

Date: 07/29/15 Time: 21:43		
Sample: 2011 2014		
Included observations: 4		
Method: Double Exponential		
Original Series: REALPLAZA		
Forecast Series: REALPLSM2		
Parameters:	Alpha	0.999
Sum of Squared Residuals		5.60824E+15
Root Mean Squared Error		37,444,090
End of Period Levels:	Mean	349389927.9
	Trend	132977845.6



#### Resumen de resultados por método de suavización exponencial

AÑO	PLAZAVEA	INKAFARMA	REAL PLAZA
2003	1,058,245,000		
2004	956,837,000		
2005	985,810,000		
2006	1,078,872,000		
2007	1,313,389,000		
2008	1,762,317,000		
2009	2,055,597,000		
2010	2,398,530,000		
2011	2,815,759,000	1,333,428,000	114,351,000
2012	3,054,522,000	1,600,573,000	155,229,000
2013	3,325,104,000	1,823,879,000	216,268,000
2014	3,756,624,000	2,086,087,000	349,390,000
2015	<b>4,099,794,804</b>	<b>2,327,775,685</b>	<b>482,367,774</b>
2016	<b>4,455,374,336</b>	<b>2,576,778,568</b>	<b>615,345,619</b>
2017	<b>4,810,953,868</b>	<b>2,825,781,451</b>	<b>748,323,465</b>
2018	<b>5,166,533,399</b>	<b>3,074,784,334</b>	<b>881,301,310</b>
2019	<b>5,522,112,931</b>	<b>3,323,787,218</b>	<b>1,014,279,156</b>
2020	<b>5,877,692,463</b>	<b>3,572,790,101</b>	<b>1,147,257,002</b>
2021	<b>6,233,271,995</b>	<b>3,821,792,984</b>	<b>1,280,234,847</b>
2022	<b>6,588,851,527</b>	<b>4,070,795,867</b>	<b>1,413,212,693</b>
2023	<b>6,944,431,058</b>	<b>4,319,798,751</b>	<b>1,546,190,539</b>
2024	<b>7,300,010,590</b>	<b>4,568,801,634</b>	<b>1,679,168,384</b>

## Anexo 7. Costo de capital

- Beta de la acción ( $\beta$ ):  
Los betas de cada unidad de negocio se obtuvieron de Damodaran<sup>4</sup>. Se utilizaron los betas de mercados emergentes. Para el caso de centros comerciales, se usó el beta de *Real Estate (General/Diversified)*, debido a que los ingresos de Real Plaza provienen del alquiler de locales, por lo que se tipifican dentro del segmento Real Estate. Asimismo, para el caso de supermercados y farmacias, se utilizó el beta de *retail (distributors)*, debido a que ambos negocios son negocios de intermediación (distribución).  
Posteriormente, el beta de cada negocio se ponderó por la participación EBITDA de cada negocio en InRetail. Esto dio como resultado un beta ponderado de 0,64.
- Prima de mercado (RM):  
Se tomó la diferencia del promedio geométrico entre el mercado de acciones (S&P 500) y el mercado de bonos (T.Bonds) para el período 1965 y 2014. Dicha prima es de 3,1%.
- Libre de riesgo (RF):  
Se tomó la tasa del tesoro americano, treinta años al cierre 2014 (Department of The Treasury of United States 2015): 2,8%.
- Prima por riesgo país (RP):  
Se consideró la tasa de 2,9% proporcionada por Damodaran.
- Estimación del CAPM ( $K_e$ ):  
Es la rentabilidad exigida a las acciones que refleja el riesgo de estas.

$$PM \times \beta + RF + RP = 8.5\%$$

- Costo de la deuda ( $K_d$ ):  
Se obtuvo a través del promedio ponderado del costo de financiamiento y la participación de cada uno de los importes en el total de la deuda financiera,  $K_d = 6,3\%$ .
- Equity a Valor de Mercado (E):  
Número de acciones en circulación (103 MM de acciones) por el precio de la acción al cierre 2014 (USD 18,40): S/. 5.654.156 M.
- Deuda financiera (V):  
Se consideró la deuda financiera contable mostrada en los estados financieros auditados al 2014. El criterio por el cual se escogió la deuda contable es porque aproximadamente el 90% de la deuda financiera es ocupada por cuatro *senior notes*, emitidos entre julio y octubre de 2014, por lo que su valor no difiere mucho con el valor de mercado a diciembre 2014 (Bloomberg):
  - Deuda financiera contable: S/. 2.446 MM.
  - Deuda financiera a valor de mercado: S/. 2.500 MM (Bloomberg)

Variación: 2%

- Tasa impositiva: 28%

WACC: Se calcula ponderando el costo de la deuda ( $K_d$ ) y el costo de las acciones ( $K_e$ ), en función a la estructura financiera de InRetail. Esta tasa es relevante para la valorización, ya que como se está valorando a la empresa en su conjunto (deuda más acciones), se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en la proporción que financian a InRetail. Los

---

<sup>4</sup> Portal web Damodaran <[www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)>

*papers* investigados, como el del profesor Pablo Fernández, indican que la fórmula del WACC es la siguiente (ver anexo 9):

$$WACC_{USD} = \frac{D}{D+E} K_d (1 - t) + \frac{E}{D+E} K_e$$

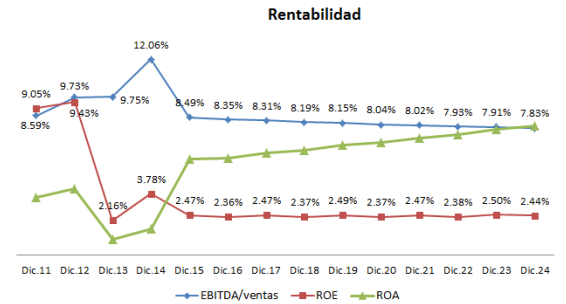
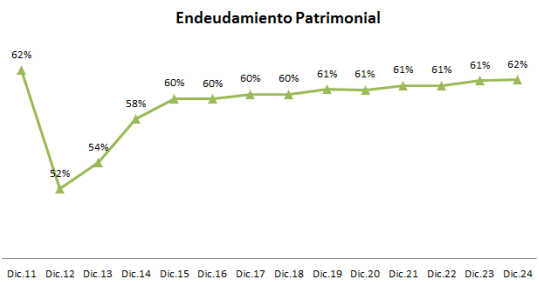
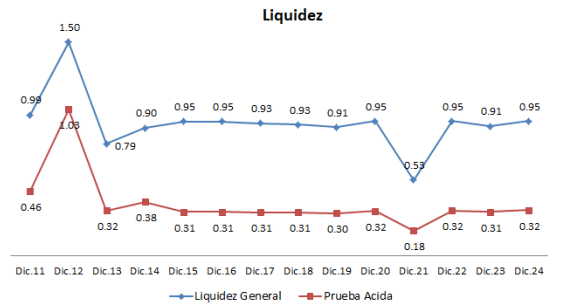
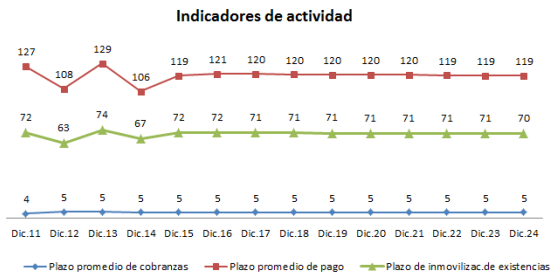
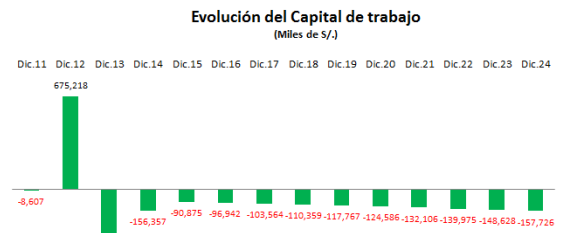
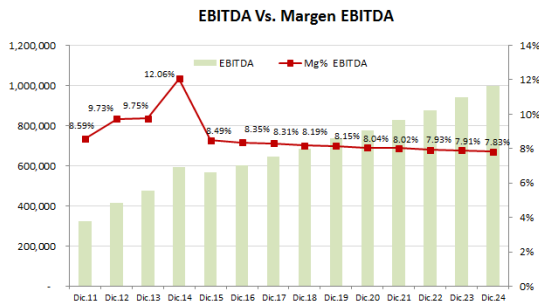
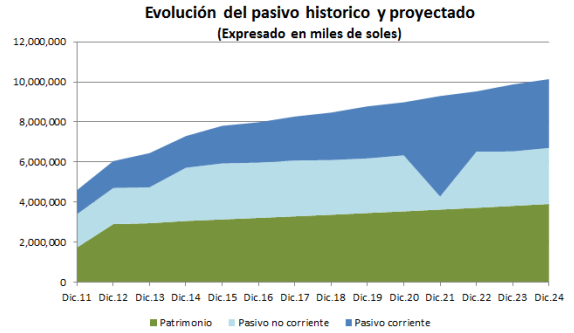
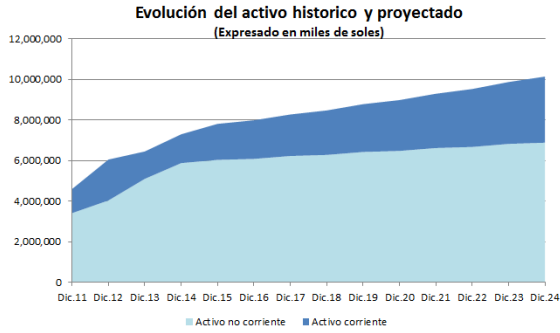
Asimismo para la conversión del WACC de dólares a soles se utilizó la siguiente formula, que se detalla a continuación:

$$WACC_{PEN} = (1 + WACC_{USD}) \frac{1 + \Pi_{PERU}}{1 + \Pi_{USD}} - 1$$

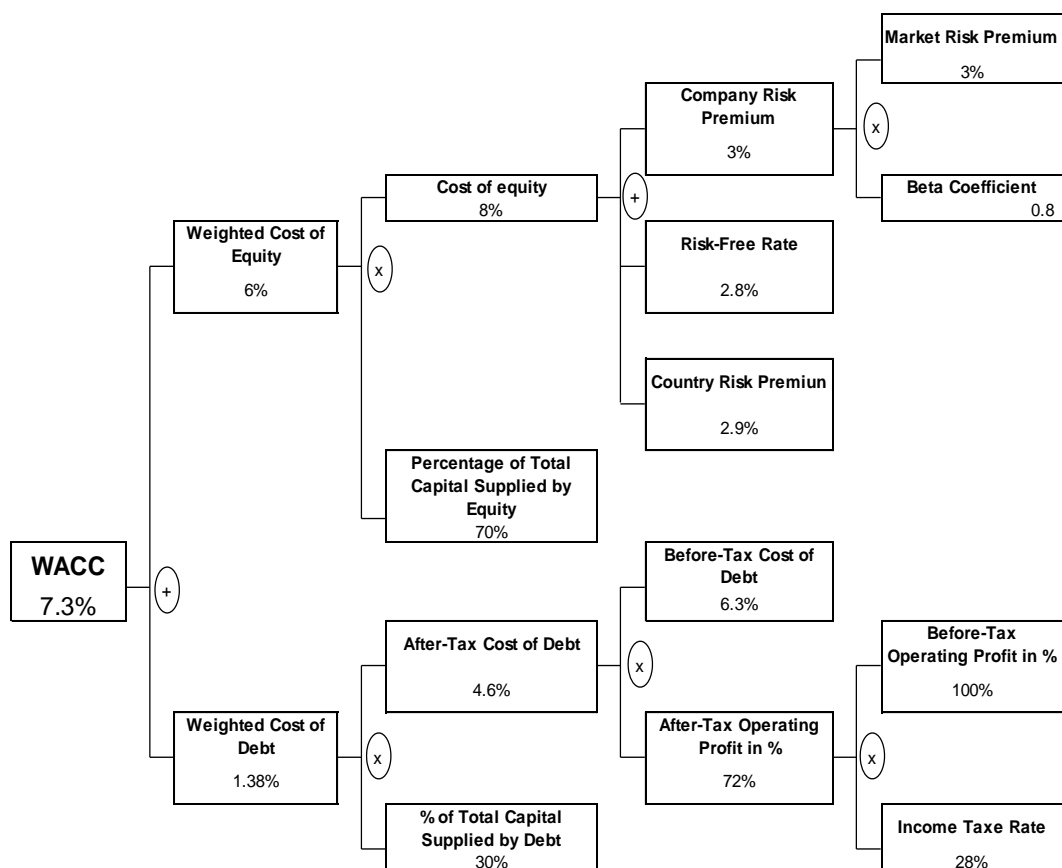
<b>MODELO CAPM</b>	<b>2015-2024</b>
Libre de riesgo (al cierre de Dic 2014)	2.8%
Beta apalancado	0.84
Prima mercado (al cierre de Dic 2014)	3.1%
Prima riesgo país (al cierre de Dic 2014)	2.9%
<b>Costo del Equity</b>	<b>8.2%</b>

<b>CÁLCULO DEL WACC</b>	
% Participación Deuda	30.2%
% Participación Equity	69.8%
Tasa de Inflación PERU/Tasa de Inflación USA	0.23%
<b>WACC ajustado</b>	<b>7.3%</b>

## Anexo 8. Gráficos de principales cuentas contables e indicadores financieros



## Anexo 9. Cálculo WACC



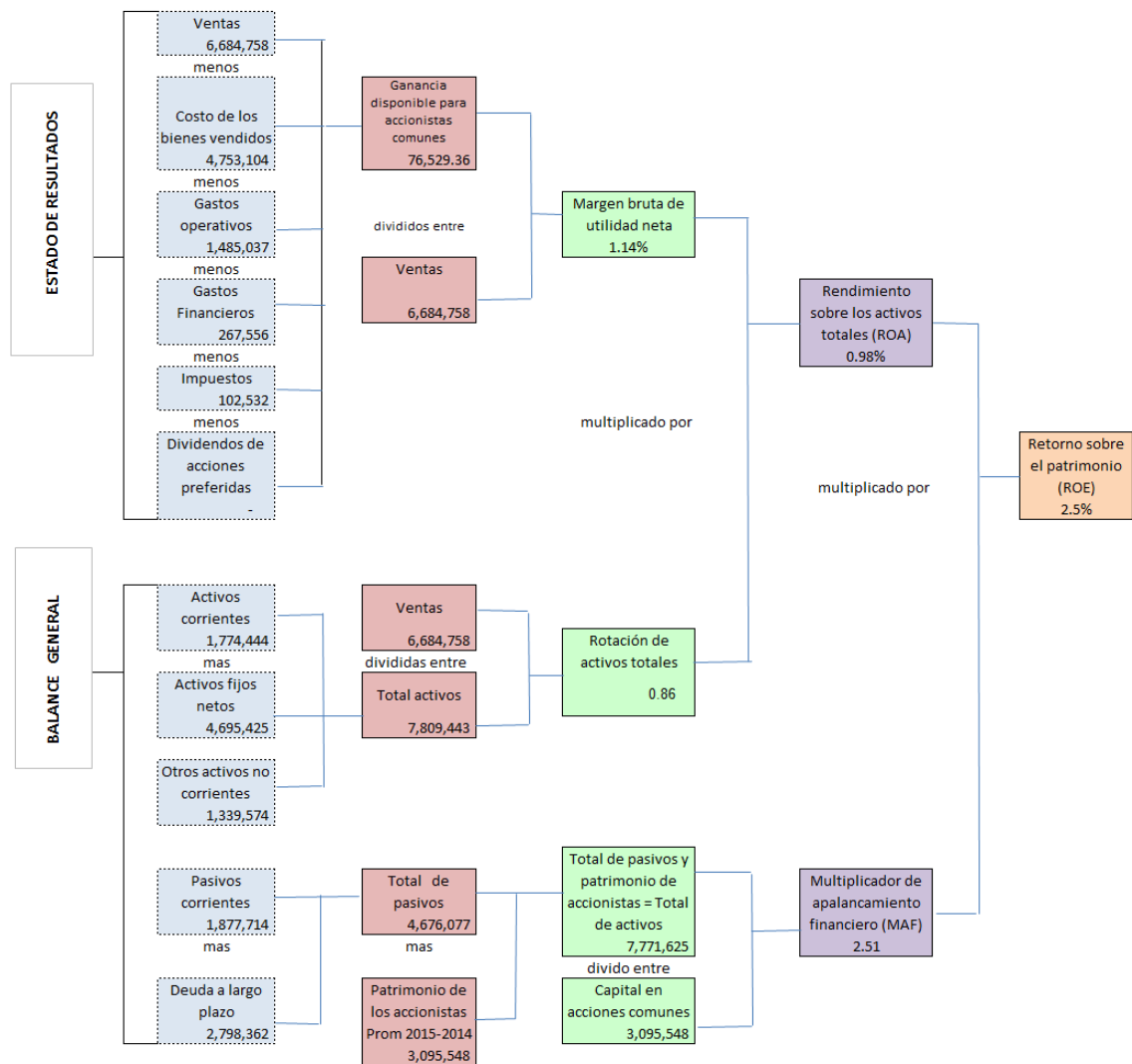
Elaboración propia, 2015.

## Anexo 10. Posición de cambio global de InRetail Perú Corp., en miles de USD

Activo	2014	2013
Efectivo y equivalentes de efectivo	5.364	2.041
Inversiones financieras disponible para la venta		6.141
Cuentas por cobrar comerciales	1.119	614
Otras cuentas por cobrar, neto	2.826	3.239
Otras cuentas por cobrar a partes relacionadas	19.519	6.255
<b>Total activo en USD</b>	<b>28.828</b>	<b>18.290</b>
Pasivo		
Cuentas por pagar comerciales	20.474	17.603
Otras cuentas por pagar	20.390	11.648
Otras cuentas por pagar a partes relacionadas	349	4.851
Obligaciones financieras	584.256	485.720
<b>Total pasivo en USD</b>	<b>625.469</b>	<b>519.822</b>
Swap de moneda - Posición de compra		7.005
<b>Posición de cambio global (Total activo en USD - Total pasivo en USD)</b>	<b>-596.641</b>	<b>-494.527</b>

Elaboración propia, 2015.

## Anexo 11. Análisis Dupont proyectado para el año 2015



Elaboración propia, 2015.



**Anexo 12. Estados financieros proyectados de InRetail Perú Corp. en miles de soles**

InRetail Perú Corp. y subsidiarias														
BALANCE GENERAL (miles de S/.)														
	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Dic.15E	Dic.16E	Dic.17E	Dic.18E	Dic.19E	Dic.20E	Dic.21E	Dic.22E	Dic.23E	Dic.24E
<b>ACTIVO</b>														
<b>Activo corriente</b>														
Efectivo y equivalentes de efectivo	325.722	541.864	284.171	284.998	490.608	528.639	570.494	614.175	662.213	707.911	758.607	812.413	871.984	935.504
Cuentas por cobrar comerciales. neto	46.596	72.313	77.786	83.749	90.813	97.852	105.600	113.685	122.577	131.036	140.420	150.380	161.406	173.164
Existencias. neto	614.822	601.962	778.988	803.821	946.741	1.018.755	1.097.931	1.180.397	1.271.000	1.356.867	1.452.063	1.552.941	1.664.542	1.783.363
Otros activos de corrientes	202.520	802.676	208.221	250.805	246.282	259.100	272.918	286.601	301.332	313.535	326.835	340.103	354.526	368.976
<b>Total activo corriente</b>	<b>1.189.660</b>	<b>2.018.815</b>	<b>1.349.166</b>	<b>1.423.373</b>	<b>1.774.444</b>	<b>1.904.346</b>	<b>2.046.943</b>	<b>2.194.858</b>	<b>2.357.123</b>	<b>2.509.349</b>	<b>2.677.925</b>	<b>2.855.837</b>	<b>3.052.459</b>	<b>3.261.007</b>
<b>Activo no corriente</b>														
Inmueble. maq. y equipo. neto	1.515.172	1.763.538	2.090.549	2.272.901	2.311.154	2.350.866	2.392.120	2.435.002	2.479.605	2.520.834	2.563.983	2.609.161	2.656.482	2.706.067
Propiedades de inversión	761.069	1.104.261	1.707.103	2.291.588	2.384.271	2.384.271	2.476.953	2.476.953	2.569.636	2.569.636	2.662.318	2.662.318	2.755.001	2.755.001
Activos intangibles. neto	1.116.578	1.136.720	1.170.963	1.176.492	1.176.492	1.176.492	1.176.492	1.176.492	1.176.492	1.176.492	1.176.492	1.176.492	1.176.492	1.176.492
Otros activos no corrientes	13.746	27.041	129.836	133.413	163.082	171.569	180.720	189.780	199.535	207.615	216.422	225.208	234.758	244.327
Total activo no corriente	3.406.565	4.031.560	5.098.451	5.874.394	6.034.999	6.083.198	6.226.284	6.278.227	6.425.267	6.474.576	6.619.216	6.673.179	6.822.733	6.881.886
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>4.596.225</b>	<b>6.050.375</b>	<b>6.447.617</b>	<b>7.297.767</b>	<b>7.809.443</b>	<b>7.987.545</b>	<b>8.273.227</b>	<b>8.473.086</b>	<b>8.782.390</b>	<b>8.983.925</b>	<b>9.297.141</b>	<b>9.529.016</b>	<b>9.875.192</b>	<b>10.142.893</b>
<b>PASIVOS</b>														
<b>Total pasivo corriente</b>														
Cuentas por pagar comerciales	965.321	1.035.307	1.307.919	1.268.713	1.619.037	1.742.189	1.877.589	2.018.615	2.173.558	2.320.400	2.483.196	2.655.709	2.846.560	3.049.757
Deudas y préstamos que devengan intereses	58.775	73.938	82.060	75.438	960	-	31.473	54.101	110.779	-	-	-	126.176	-
Bonos emitidos	20.907	9.771	84.449		0	0	0	0	0	0	2.192.850	0	0	0
Otros pasivos a corto plazo	153.264	224.581	232.457	235.579	257.718	271.130	285.590	299.909	315.324	328.093	342.011	355.895	370.988	386.108
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>1.198.267</b>	<b>1.343.597</b>	<b>1.706.885</b>	<b>1.579.730</b>	<b>1.877.714</b>	<b>2.013.320</b>	<b>2.194.652</b>	<b>2.372.626</b>	<b>2.599.660</b>	<b>2.648.493</b>	<b>5.018.057</b>	<b>3.011.604</b>	<b>3.343.724</b>	<b>3.435.865</b>
<b>Total pasivo no corriente</b>														
Deudas y préstamos que devengan intereses	1.352.365	1.319.417	1.518.657	249.039	464.512	431.747	455.236	397.684	127.164	127.164	127.164	127.164	988	988
Bonos emitidos	129.009	264.422	36.670	2.121.026	2.333.850	2.333.850	2.333.850	2.333.850	2.601.260	2.670.520	525.101	2.675.462	2.721.121	2.802.010
Otros pasivos de largo plazo	184.754	222.318	240.134	290.242										
<b>Total pasivo no corriente</b>	<b>1.666.128</b>	<b>1.806.157</b>	<b>1.795.461</b>	<b>2.660.307</b>	<b>2.798.362</b>	<b>2.765.597</b>	<b>2.789.086</b>	<b>2.731.534</b>	<b>2.728.424</b>	<b>2.797.684</b>	<b>652.265</b>	<b>2.802.626</b>	<b>2.722.109</b>	<b>2.802.998</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>2.864.395</b>	<b>3.149.754</b>	<b>3.502.346</b>	<b>4.240.037</b>	<b>4.676.077</b>	<b>4.778.916</b>	<b>4.983.738</b>	<b>5.104.160</b>	<b>5.328.084</b>	<b>5.446.177</b>	<b>5.670.322</b>	<b>5.814.229</b>	<b>6.065.833</b>	<b>6.238.863</b>
<b>PATRIMONIO</b>														
Patrimonio atribuible a InRetail Perú Corp.:	1.731.830	2.900.621	2.945.271	3.057.730	3.133.366	3.208.628	3.289.489	3.368.926	3.454.305	3.537.749	3.626.819	3.714.787	3.809.359	3.904.030
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>4.596.225</b>	<b>6.050.375</b>	<b>6.447.617</b>	<b>7.297.767</b>	<b>7.809.443</b>	<b>7.987.545</b>	<b>8.273.227</b>	<b>8.473.086</b>	<b>8.782.390</b>	<b>8.983.925</b>	<b>9.297.141</b>	<b>9.529.016</b>	<b>9.875.192</b>	<b>10.142.893</b>

InRetail Perú Corp. y subsidiarias

ESTADO RESULTADOS (miles de S/.)

	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Dic.15E	Dic.16E	Dic.17E	Dic.18E	Dic.19E	Dic.20E	Dic.21E	Dic.22E	Dic.23E	Dic.24E
TOTAL INGRESOS	4.242.166	4.783.919	5.322.265	6.146.650	6.684.758	7.202.948	7.773.242	8.368.408	9.022.954	9.645.608	10.336.361	11.069.495	11.881.172	12.746.662
Costo de ventas y servicios	-3.087.382	-3.436.919	3.814.790	-4.337.078	-4.753.104	-5.128.018	-5.534.189	-5.964.370	-6.430.950	-6.881.607	-7.374.804	-7.904.343	-8.483.758	-9.107.534
<b>UTILIDAD (PERDIDA) BRUTA</b>	<b>1.154.784</b>	<b>1.347.000</b>	<b>1.507.475</b>	<b>1.809.572</b>	<b>1.931.654</b>	<b>2.074.930</b>	<b>2.239.053</b>	<b>2.404.037</b>	<b>2.592.004</b>	<b>2.764.001</b>	<b>2.961.557</b>	<b>3.165.152</b>	<b>3.397.414</b>	<b>3.639.128</b>
Gastos de ventas	-778.875	-868.020	1.018.084	-1.178.436	-1.263.427	-1.365.608	-1.475.441	-1.592.969	-1.719.600	-1.843.176	-1.977.592	-2.123.194	-2.281.721	-2.453.711
Gastos administrativos	-151.939	-163.194	-153.954	-166.724	-221.610	-235.693	-252.851	-268.801	-288.004	-303.864	-323.188	-341.728	-363.985	-385.736
Otros ingresos y gastos	39.638	51.428	74.641	147.857	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>UTILIDAD DE OPERACION</b>	<b>263.608</b>	<b>367.214</b>	<b>410.078</b>	<b>612.269</b>	<b>446.617</b>	<b>473.630</b>	<b>510.761</b>	<b>542.267</b>	<b>584.400</b>	<b>616.962</b>	<b>660.777</b>	<b>700.230</b>	<b>751.708</b>	<b>799.681</b>
Ingresos financieros	24.727	98.094	23.677	19.661	54.195	58.396	63.020	67.845	73.152	78.200	83.800	89.744	96.324	103.341
Gastos financieros	-101.992	-156.066	-172.223	-316.505	-243.576	-262.457	-283.237	-304.924	-328.774	-351.462	-376.631	-403.344	-432.920	-464.456
Diferencia de cambio	0	0	-125.170	-114.511	-78.176	-84.236	-90.905	-97.865	-105.520	-112.802	-120.880	-129.453	-138.946	-149.067
Utilidad antes de impuesto a la renta	186.343	309.242	136.362	200.914	179.061	185.334	199.638	207.323	223.258	230.898	247.066	257.175	276.167	289.499
Impuesto a la renta	-62.772	-90.931	-73.187	-87.465	-102.532	-110.480	-119.227	-128.356	-138.395	-147.946	-158.540	-169.785	-182.235	-195.510
<b>Utilidad neta</b>	<b>123.571</b>	<b>218.311</b>	<b>63.175</b>	<b>113.449</b>	<b>76.529</b>	<b>74.854</b>	<b>80.411</b>	<b>78.968</b>	<b>84.863</b>	<b>82.953</b>	<b>88.526</b>	<b>87.390</b>	<b>93.932</b>	<b>93.989</b>

Elaboración propia. 2015.

**Anexo 13. Estado de resultados proyectados de cada unidad de negocio (miles de soles)**

<b>Supermercados Peruanos S.A.</b>														
Estado de resultados	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Dic.15E	Dic.16E	Dic.17E	Dic.18E	Dic.19E	Dic.20E	Dic.21E	Dic.22E	Dic.23E	Dic.24E
<b>TOTAL INGRESOS</b>	2.820.121	3.059.358	3.328.787	3.756.653	4.111.777	4.500.507	4.925.987	5.391.692	5.901.425	6.459.349	7.070.019	7.738.422	8.470.017	9.270.776
<b>Costo de ventas y servicios</b>	-2.089.834	-2.254.289	-2.480.034	-2.794.066	-3.049.587	-3.333.396	-3.643.611	-3.982.689	-4.353.312	-4.758.417	-5.201.211	-5.685.197	-6.214.209	-6.792.432
<b>UTILIDAD (PERDIDA) BRUTA</b>	730.287	805.069	848.753	962.587	1.062.190	1.167.110	1.282.375	1.409.003	1.548.113	1.700.931	1.868.808	2.053.225	2.255.808	2.478.344
<b>Gastos de ventas</b>	-555.567	-610.761	-666.406	-753.843	-819.787	-897.290	-982.121	-1.074.971	-1.176.599	-1.287.836	-1.409.588	-1.542.851	-1.688.713	-1.848.365
<b>Gastos administrativos</b>	-73.311	-71.796	-83.924	-83.972	-99.739	-109.169	-119.489	-130.786	-143.151	-156.684	-171.497	-187.711	-205.457	-224.881
<b>Otros ingresos y gastos</b>	-10.094	-986	28.137	11.427										
<b>UTILIDAD DE OPERACIÓN</b>	<b>91.315</b>	<b>121.526</b>	<b>126.560</b>	<b>136.199</b>	<b>142.663</b>	<b>160.651</b>	<b>180.765</b>	<b>203.246</b>	<b>228.363</b>	<b>256.412</b>	<b>287.723</b>	<b>322.663</b>	<b>361.638</b>	<b>405.098</b>

<b>Eckerd</b>														
Estado de resultados	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Dic.15E	Dic.16E	Dic.17E	Dic.18E	Dic.19E	Dic.20E	Dic.21E	Dic.22E	Dic.23E	Dic.24E
<b>TOTAL INGRESOS</b>	1.333.428	1.600.573	1.823.879	2.086.087	2.296.633	2.426.093	2.555.554	2.685.015	2.814.476	2.879.206	2.943.936	3.008.667	3.073.397	3.138.127
<b>Costo de ventas y servicios</b>	-963.910	-1.138.540	-1.267.479	-1.430.520	-1.616.194	-1.707.298	-1.798.403	-1.889.507	-1.980.612	-2.026.164	-2.071.716	-2.117.269	-2.162.821	-2.208.373
<b>UTILIDAD (PERDIDA) BRUTA</b>	369.518	462.033	556.400	655.567	680.439	718.795	757.151	795.507	833.864	853.042	872.220	891.398	910.576	929.754
<b>Gastos de ventas</b>	-223.498	-277.847	-374.666	-450.290	-437.784	-462.462	-487.140	-511.818	-536.496	-548.834	-561.173	-573.512	-585.851	-598.190
<b>Gastos administrativos</b>	-66.043	-64.079	-49.223	-56.794	-82.551	-87.204	-91.857	-96.511	-101.164	-103.491	-105.818	-108.144	-110.471	-112.798
<b>Otros ingresos y gastos</b>	-3.145	-226	537	8.388										
<b>UTILIDAD DE OPERACION</b>	<b>76.832</b>	<b>119.881</b>	<b>133.048</b>	<b>156.871</b>	<b>160.104</b>	<b>169.129</b>	<b>178.154</b>	<b>187.179</b>	<b>196.204</b>	<b>200.716</b>	<b>205.229</b>	<b>209.741</b>	<b>214.254</b>	<b>218.766</b>

<b>Centros comerciales</b>														
Estado de Resultados	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Dic.15E	Dic.16E	Dic.17E	Dic.18E	Dic.19E	Dic.20E	Dic.21E	Dic.22E	Dic.23E	Dic.24E
<b>TOTAL INGRESOS</b>	114.351	159.837	214.688	349.390	276.348	276.348	291.701	291.701	307.053	307.053	322.406	322.406	337.759	337.759
<b>Costo de ventas y servicios</b>	-33.875	-44.090	-75.817	-118.348	-87.323	-87.323	-92.174	-92.174	-97.026	-97.026	-101.877	-101.877	-106.728	-106.728
<b>UTILIDAD (PERDIDA) BRUTA</b>	80.476	115.747	138.871	231.042	189.025	189.025	199.526	199.526	210.028	210.028	220.529	220.529	231.031	231.031
<b>Gastos de ventas</b>	-3.706	-1.122	-5.654	-6.633	-5.855	-5.855	-6.180	-6.180	-6.506	-6.506	-6.831	-6.831	-7.156	-7.156
<b>Gastos administrativos</b>	-23.185	-32.764	-20.552	-22.944	-39.320	-39.320	-41.504	-41.504	-43.689	-43.689	-45.873	-45.873	-48.058	-48.058
<b>Otros ingresos y gastos</b>	62.701	78.495	43.821	149.170										
<b>UTILIDAD DE OPERACION</b>	<b>116.286</b>	<b>160.356</b>	<b>156.486</b>	<b>350.635</b>	<b>143.850</b>	<b>143.850</b>	<b>151.842</b>	<b>151.842</b>	<b>159.833</b>	<b>159.833</b>	<b>167.825</b>	<b>167.825</b>	<b>175.817</b>	<b>175.817</b>

Elaboración propia. 2015.

**Anexo 14. FCL de InRetail Perú Corp.**

Flujo de Caja Libre (miles de S/.)														
	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Dic.15E	Dic.16E	Dic.17E	Dic.18E	Dic.19E	Dic.20E	Dic.21E	Dic.22E	Dic.23E	Dic.24E
<b>EBIT</b>	263.608	367.214	410.078	612.269	446.617	473.630	510.761	542.267	584.400	616.962	660.777	700.230	751.708	799.681
<b>EBIAT</b>	200.836	276.283	336.891	524.804	344.085	363.150	391.534	413.911	446.005	469.016	502.237	530.444	569.473	604.171
<b>(+) Depreciación y amortización</b>	100.587	98.323	108.995	128.956	121.005	127.883	135.149	142.824	150.934	158.924	167.974	177.535	187.635	198.306
<b>(-) Variación KW</b>		-159.013	347.806	-70.829	-5.270	6.068	6.621	6.795	7.408	6.819	7.520	7.869	8.653	9.098
<b>(-) CAPEX</b>	-408.926	-632.658	-363.657	-767.668	-251.940	-167.595	-269.085	-185.707	-288.219	-200.153	-303.806	-222.713	-327.639	-247.891
<b>Flujo de Caja Libre</b>	-107.503	-417.065	430.035	-184.737	207.880	329.506	264.219	377.824	316.128	434.605	373.925	493.135	438.123	563.685
														10.854.906
<b>Flujo de Caja Libre + Valor Terminal</b>					<b>207.880</b>	<b>329.506</b>	<b>264.219</b>	<b>377.824</b>	<b>316.128</b>	<b>434.605</b>	<b>373.925</b>	<b>493.135</b>	<b>438.123</b>	<b>11.418.591</b>

Unidades de Negocio	Beta	Proporción
Beta Supermercados Peruanos	0,6	38%
Beta Inkafarma	0,6	35%
Beta Real Plaza	0,7	27%

Beta promedio	0,64
---------------	------

Beta apalancado	0,83
Prima mercado (al cierre de Dic 2014)	3,1%
Libre de riesgo (al cierre de Dic 2014)	2,8%
Prima riesgo país (al cierre de Dic 2014)	2,9%
Ke (Modelo CAPM)	8,5%

Acciones outstanding al cierre 2014	102.807.319
Precio de la acción al cierre 2014	USD 18,40
Tipo de Cambio al cierre 2014	S/. 2,989
Equity a valor de mercado (miles S/.)	S/. 5.654.155.81
Deuda Financiera (miles S/.)	S/. 2.445.503.00

Costo de la Deuda - Kd	6,3%
Estimación del CAPM - Ke	8,5%
D/V	30%
E/V	70%

WACC	7,3%
------	------

VAN (miles de S/.)	7.868.338
--------------------	-----------

Valorización	
WACC	7.3%
Crecimiento de largo plazo	2.0%
Valor de la empresa	7.868.338
(-) Deuda (miles S/.)	2.445.503
(+) Efectivo (miles S/.)	284.998
(-) Interés minoritario (miles S/.)	6.163
Valor fundamental <i>equity</i> (miles S/.)	5.701.670
Acciones <i>outstanding</i> al cierre 2014	102.807.319
Tipo de cambio al cierre 2014	S/. 2.989
<b>Valor de la acción USD</b>	<b>18.6</b>
<b>Valor de la acción Soles</b>	<b>55.5</b>

Elaboración propia. 2015.

**Anexo 15. Comparativo de la valorización consolidada y suma de partes individuales (método FCL)**

INRETAIL (Consolidado)	INRETAIL ( Suma de partes = S + F CC)	Supermercados ( S )	Farmacias ( F )	Centros comerciales ( CC )
<b>Valorización</b>	<b>Valorización</b>	<b>Valorización</b>	<b>Valorización</b>	<b>Valorización</b>
WACC 7.3%	WACC 7.3%	WACC 6.4%	WACC 7.0%	WACC 7.5%
Crecimiento de largo plazo 2.00%	Crecimiento de largo plazo 2.00%	Crecimiento de largo plazo 2.00%	Crecimiento de largo plazo 2.00%	Crecimiento de largo plazo 2.00%
Valor de la empresa 7.868.338	Valor de la empresa 9.668.099	Valor de la empresa 5.535.643	Valor de la empresa 2.498.835	Valor de la empresa 1.633.621
( - ) Deuda 2.445.503	( - ) Deuda 2.877.154	( - ) Deuda 1.703.963	( - ) Deuda 61.804	( - ) Deuda 1.111.387
( + ) Efectivo 284.998	( + ) Efectivo 266.112	( + ) Efectivo 122.662	( + ) Efectivo 32.681	( + ) Efectivo 110.769
( - ) Interés minoritario 6.163	( - ) Interés minoritario -	( - ) Interés minoritario -	( - ) Interés minoritario -	( - ) Interés minoritario -
Valor fundamental del <i>equity</i> 5.701.670	Valor fundamental del <i>equity</i> 7.057.057	Valor fundamental del <i>equity</i> 3.954.342	Valor fundamental del <i>equity</i> 2.469.712	Valor fundamental del <i>equity</i> 633.003
Acciones <i>outstanding</i> al cierre 2014 102.807.319	Acciones al cierre 2014	Acciones al cierre 2014 320.332.671	Acciones al cierre 2014 13.783.428	Acciones al cierre 2014 568.201.000
Tipo de cambio al cierre 2014 2.99	Tipo de cambio al cierre 2014 2.99	Tipo de cambio al cierre 2014 2.99	Tipo de cambio al cierre 2014 2.99	Tipo de cambio al cierre 2014 2.99
Valor de la acción USD <b>18.57</b>	Valor de la acción USD <b>22.97</b>	Valor de la acción USD <b>4.13</b>	Valor de la acción USD <b>59.95</b>	Valor de la acción USD <b>0.37</b>
Valor de la acción soles <b>55.5</b>	Valor de la acción soles <b>68.64</b>	Valor de la acción soles <b>12.34</b>	Valor de la acción soles <b>179.18</b>	Valor de la acción Soles <b>1.11</b>

Elaboración propia. 2015.

## **Nota biográfica**

### **Aldo Lezama Benavides**

Nació en Lima el 3 de enero de 1982. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Cuenta con un diploma en Economía de la Regulación por la Universidad Esan y una especialización en Gestión Integral de Riesgos por la Universidad del Pacífico.

Tiene más de seis años de experiencia laboral en áreas de inteligencia comercial, riesgos crediticios, cobranzas en el sector bancario y dos años trabajando en temas de regulación e interconexión en el sector telecomunicaciones. Actualmente, desempeña el cargo de especialista de Modelos Analíticos y Desarrollo Comercial en Banco Interbank S.A.

### **Pedro Salinas Ríos**

Nació en la ciudad de Chiclayo el 14 de junio de 1979. Egresado de la carrera de Economía en la Universidad Nacional Pedro Ruíz Gallo (Lambayeque). Cuenta con la certificación internacional Chartered Risk Analyst (CRA), otorgada por la American Academy of Financial Management; una Especialización en Gestión Integral de Riesgos por el Tecnológico de Monterrey y una diplomatura internacional en Riesgos Financieros por la Universidad Esan. Asimismo, ha cursado el programa de Analista de Inversiones en el Centro de Estudios Bursátiles de la Bolsa de Valores de Lima (Bursen) y el Programa Ejecutivo de Especialización en Finanzas en el Centro de Negocios de la Pontificia Universidad Católica del Perú (Centrum).

Cuenta con más de nueve años de experiencia en el sector financiero en temas relacionados con la gestión de riesgos crediticios, evaluación y seguimiento de carteras de crédito, gestión de servicios financieros y evaluaciones económico-financieras en operaciones de crédito en banca corporativa y minorista. Conocimiento de normativas de supervisión bancaria y de Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo (PLAFT).

Actualmente, desempeña el cargo de jefe (e) de Evaluación de Cartera de Créditos en la Gerencia de Riesgos del Banco de la Nación.

**William Koo Quispe**

Nació en Lima, el 5 de noviembre de 1979. Contador público colegiado, egresado de la Universidad Nacional de Mayor de San Marcos. Especialista en Costos por el Colegio de Contadores Públicos de Lima, donde ocupó el primer puesto en orden de mérito. Asimismo, cursó una diplomatura en Finanzas por la Universidad Esan.

Cuenta con más de diez años de experiencia en Contabilidad y Finanzas, y tres en el área de costos industriales dentro del sector privado. Actualmente, se desempeña como contador general de la empresa Grupo Klaus SAC.