

**UNIVERSIDAD PERUANA DE CIENCIAS APLICADAS**

Facultad de Negocios

Área Académica de Administración

**MEDICIÓN DE LA GESTIÓN EJECUTIVA EN LA  
CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA**

Trabajo de Suficiencia Profesional para optar el título de licenciado en  
Administración

Presentado por los bachilleres:

Pacherre Osorio, Cynthia Elizabeth  
Quintana Conde, María Cristina

Asesor:

Prof. Remezzano, Andrés

**Lima, 23 de noviembre de 2016**

*DEDICATORIA:*

*A nuestros padres por el apoyo y motivación constante en mi carrera profesional y a las personas que en algún momento les será útil lo mencionado en este trabajo.*

# Resumen

La presente tesis realiza el análisis y evaluación del desempeño de la gestión ejecutiva de los gerentes de Corporación Lindley en los años 2014 y 2015. Se analizan dichos periodos debido al cambio organizacional que sufre la compañía al cambiar de ser una empresa familiar a formar una empresa liderada por una persona externa al núcleo familiar Lindley, por primera vez en la historia de la compañía.

En el primer capítulo se muestra las diversas teorías frente la creación de valor y sus conceptos. Se explica la importancia de la gestión basada en valor y los indicadores utilizados usualmente para calcular el valor agregado, sus beneficios y deficiencias aplicadas al retorno para el accionista.

En el segundo capítulo, se plantea la problemática de la medición del valor para los accionistas y se defiende la hipótesis de la presente tesis. Adicionalmente, se establece el objetivo general y objetivos específicos así como los alcances de las mismas.

El capítulo siguiente se detalla la metodología a utilizar para evaluar el valor generado por cada gerente, de modo que en el capítulo IV, se presentarán los resultados del último año de la gestión de Jhonny Lindley y el primer año de José Borda en la Corporación.

En el capítulo V se analizan los principales hallazgos de la comparación de las dos gestiones mencionadas y se evalúa la creación o destrucción de valor para los accionistas.

Por último, se redactan las conclusiones y recomendaciones para mejorar el desempeño de Corporación Lindley con respecto a la generación de valor agregado.

## **Palabras Claves:**

Gestión basada en Valor; Economic Value Added; Valor agregado; Gestión Ejecutiva; Accionistas.

## Abstract

This thesis analyzes and evaluates the performance of the executive management of Lindley Corporation managers in the years 2014 and 2015. These periods are analyzed because is the first time in the company's history that the company changed from being a family company to being a company lead by a person outside the family.

The first chapter shows the various theories regarding value creation and its concepts. It explains the importance of value-based management and the indicators usually used to calculate the value added, its benefits and deficiencies applied to the return for the shareholder.

In the second chapter, the problem of value measurement for shareholders and the hypothesis of the thesis are established. In addition, it arises the general objective and specific objectives as well as the scope of the same ones.

The following chapter details the methodology to be used to assess the value generated by each manager. In such a way, in Chapter IV, shows the results of the last year of Jhonny Lindley's management and the first year of José Borda in the Corporation.

Chapter V analyzes the main discoveries of the comparison of the two managements and evaluates the creation or destruction of value for shareholders.

Finally, conclusions and recommendations are written to further enhance Lindley's Corporation performance with respect to value-added generation.

### **Keywords:**

Value-Based Management; Economic Value Added; Value added; Executive Management; shareholder.

# Índice

Introducción .....	1
Capítulo I. Marco Teórico.....	4
1.1. Creación de Valor.....	4
1.2. Gestión Basada en Valor .....	6
1.2.1 Modelo Rappaport (1981) .....	8
1.2.2 Modelo Slater & Olson (1996).....	9
1.2.3 Modelo Knight (1999).....	11
1.3. Indicadores para calcular la creación de valor de la gestión ejecutiva.....	13
1.3.1 ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) o valor económico agregado.....	14
1.3.2 CFROI: Cash Flow Return on investment (CFROI).....	15
1.3.3 Rentabilidad total de Accionista TSR .....	15
Capítulo II. Plan de Investigación .....	18
2.1. El problema .....	18
2.2 .Hipótesis.....	19
2.3. Objetivos .....	21
2.3.1. Objetivo General .....	21
2.3.2. Objetivos Específicos .....	21
Capítulo III. Metodología.....	22
3.1. Tipo y Nivel de investigación .....	22
3.2. Nivel de Diseño en la investigación .....	23
Capítulo IV. Desarrollo .....	24
4.1. Aplicación .....	24
4.1.1 Gestión ejecutiva de Jhonny Lindley (2014).....	27
4.1.2 Gestión ejecutiva de José Borda (2015).....	33
Capítulo V. Análisis .....	37
Capítulo VI. Conclusiones y Recomendaciones .....	40
6.1. Conclusiones .....	40
6.2. Recomendaciones.....	41
BIBLIOGRAFÍA.....	42

Anexos..... 44

# Introducción

La evolución de una compañía o empresa empieza cuando ésta nace producto de una idea de negocio aparentemente atractiva, rentable y sostenible. Durante todo su proceso, para que deje ser un proyecto necesita ser dirigido y guiado por un agente responsable y dedicado a cumplir el objetivo final de su creación: generar mayores ingresos económicos lo que se traduce a, que durante su crecimiento y desarrollo pueda multiplicar beneficiosamente la inversión realizada por los fundadores o creadores.

El agente en cuestión puede ser uno de los miembros fundadores o puede ser algún externo que cuente con las habilidades y capacidades necesarias para planificar, organizar, dirigir y controlar. Existen muchas denominaciones para hacerse referencia a él: Country Manager, CEO, Regional Manager, etc.; sin embargo por efectos prácticos, en este trabajo de investigación, se le denominará como el Gerente General.

El Gerente General elegido debe tener la capacidad de tomar las mejores decisiones no para su propio beneficio; sino para el de la empresa, por ello para él es sumamente importante conocer el estado de la empresa, los valores y la etapa en que se encuentra; pues el nivel de gestión aumenta según la evolución de la empresa; es decir, si se trata de una empresa internacional, los retos que el Gerente General debe enfrentar serán mayores. Esto último se debe a que empiezan a surgir factores con mayor impacto en la creación de valor y por ende en la utilidad; pues los costos y gastos aumentan mientras que aparecen nuevos competidores que complican lograr la diferenciación total o “irrepetible”.

Además, se enfrenta a retos más complejos como la adaptación a los cambios culturales, las tendencias y modas de su macroentorno. Es así, que es realmente imperante ajustarse a los nuevos modelos de hacer negocios y realizar cambios estructurales si es que las empresas desean sobrevivir y ganar rentabilidad.

Por otro lado, el Gerente General debe tener una buena relación con sus stakeholders, llámense clientes, gobierno, comunidades, proveedores, etc, quienes tienen influencia directa o indirectamente en el desempeño del negocio y con según el crecimiento de la empresa, van

ganando presencia e importancia. Uno de los grupo de interés más relevantes dentro de la empresa son los accionistas, también conocidos como shareholder, quienes depositan su confianza pero sobretodo su inversión en la empresa, esperando definitivamente la mayor rentabilidad posible.

Por ello, hoy en día, es sumamente importante ser eficientes y eficaces, para poder ser atractivos a los inversores y generar en ellos la confianza para que inviertan o mantengan su inversión en nuestra empresa.

Entonces, ¿Cómo es posible determinar si la gerencia está llevando a cabo una buena gestión ejecutiva en la empresa ya sea en un sector, ciudad, país o región? ¿Es posible medir y evaluar dicha gestión, así como estimar el valor agregado que genera traduciéndolo a mayores beneficios económicos para los accionistas?

Ésta búsqueda constante por crear valor para los accionistas no es reciente y ha tomado mayor fuerza en los últimos años, tal como lo predijo Rappaport en 1998 *“En los próximos 10 años la creación de valor para el accionista se convertirá en la norma global para la medición del desempeño de los negocios”*, es así que en la actualidad y gracias a diversos estudios e investigaciones existen muchas maneras de evaluar el desempeño del ejecutivo a cargo de la gestión general de la empresa.

Uno de los indicadores más conocidos y usados es el EVA, Estimación del valor agregado económico por sus siglas en inglés, que se deriva luego de algunos cálculos matemáticos y da como resultado un valor basado en los estados financieros.

Las preguntas formuladas en las líneas anteriores, serán respondidas en el desarrollo del presente trabajo de suficiente profesional y se demostrará la posibilidad de medir la eficiencia del máximo ejecutivo de la empresa mediante un ejemplo actual y real de la empresa Corporación Lindley.

Corporación Lindley es una empresa de origen peruano, socia y embotelladora oficial de The Coca-Cola Company en el Perú, además de manejar otras líneas de negocio. Desde su creación ha sido manejada por los propios miembros de la familia Lindley; sin embargo en marzo del 2014 anunció que como parte del plan de sucesión de la compañía, sería José Borda Noriega el único responsable de la gerencia general desde el 1 de enero del 2015.



El último miembro que ocupó un cargo gerencial de la corporación fue Johnny Lindley Suárez, hijo de Johnny Lindley Taboada, fundador de la empresa. Jhonny Lindley tuvo como gerente adjunto a José Borda por su amplia experiencia en la industria y desde la sucesión se dedicará exclusivamente a sus labores como presidente del directorio.

En el presente trabajo de investigación desarrollaremos el caso de sucesión gerencial ocurrido en la Corporación Lindley. Se analizará el beneficio o no beneficio para el accionista producto de uno de los más importantes cambios de gerencia de la compañía: deja de ser una empresa familiar para ser gerenciada por primera vez por un profesional externo a la familia.

Para ello, el trabajo se basará en el método explicativo y descriptivo. Se tomará como modelo la gestión basada en valor y se hará uso de indicadores financieros tales como el ROIC, WACC y EVA que analizados y comparados de manera conjunta pueden confirmar una verdadera creación o destrucción de valor.

Los años en estudio serán, los ya mencionados, 2014 y 2015, momento en el que ocurre el cambio gerencial.

# Capítulo I. Marco Teórico

Dado que el fin académico del presente trabajo es analizar la gestión basada en valor generado por la persona que ocupa el mayor rango gerencial de una empresa y demostrar la importancia del cálculo de dicho desempeño para futuras decisiones, es indispensable contar con algunos parámetros que ayuden a comprender conceptualmente los términos a mencionar en los próximos párrafos.

## 1.1. Creación de Valor

En primer lugar, es importante definir los conceptos: valor y creación de valor, ya que estos conceptos tienden a causar confusión. El valor de las empresas se puede medir en un periodo determinado, pero solo sabremos si se está creando valor o no si se le compara con otras empresas del sector o respecto a sus valores contables<sup>1</sup>.

El significado de “Creación de Valor” para el accionista es claramente definido por Tim Koller en “Measuring and Managing the Value of Companies” en colaboración con Marc Goedhart y David Wessels:

*“Las empresas crean valor mediante la inversión de capital en las tasas de rendimiento que superan su costo de capital. Cuanto más capital se puede invertir a tasas de retorno atractivas, más valor se creará, y siempre y cuando la rentabilidad del capital esté por encima del coste de dicho capital”*

---

<sup>1</sup> ALTAIR-CONSULTORES, Estrategias y medición de la creación de valor para el accionista : página 12.

Los autores parten de tal concepto para resaltar la importancia del correcto cálculo de la creación de valor o valor agregado de la gestión ejecutiva, pues no sólo basta hallar el rentabilidad de lo inversión realizada, sino también es necesario comparar este resultado frente al costo de capital. De manera que si el primero es mayor al último da origen, finalmente, a la Creación de Valor principalmente para los accionistas, quienes son los que exigen la maximización de los beneficios económicos por su inversión.

Asimismo, de manera sencilla y en términos financieros se puede afirmar que se está dando origen a la creación de valor cuando una decisión tomada, estrategia, acción, inversión o transacción realizada retorna dinero en cantidades superiores a la inversión inicial y además cubre todos los costos generados sin obviar el costo de oportunidad (Vera: 2000).

Sin embargo, dicha consecuencia anhelada por los accionistas no se da de la misma manera en todas las empresas o compañías debido a que se encuentran en diferentes etapas de desarrollo, es por ello que primero deben basarse en una evaluación real del entorno del mercado tanto interno como externo (Koller y otros: 1990) para definir las estrategias a llevar a cabo y cumplir con el pedido principal de los accionistas: maximizar el beneficio económico.

Con ello, queda implícito que no existe una fórmula precisa para la creación de valor. Es así que los planes de acción, estrategias y actividades a realizar con el objetivo de generar valor a los accionistas deben ser evaluados y basados según el contexto, situación real y actual del negocio, de manera que el resultado final obtenido se ajuste a la realidad y permita una mejor visión de la situación de la empresa y el retorno real de lo invertido.

De todo lo mencionado, salta una interrogante: ¿Por qué es importante generar valor para los accionistas? y la respuesta la tienen mismos autores afirmando de una manera sencilla y responsabilizando directamente a los gerentes de la organización:

*“Los gerentes que se centran en el valor del accionista crean empresas más saludables, cosa que a su vez proporcionan beneficios indirectos, como la economía más fuerte. Nuestro mensaje central: las empresas prosperan cuando crean valor económico real por su accionista”*

En otras palabras, se concreta de la siguiente manera: el estilo de gestión utilizado por la gerencia de empresa y las consecuencias positivas o negativas de las decisiones tomadas son los factores que determinan el crecimiento y sostenibilidad del negocio en el tiempo, pues dichos factores extienden el tiempo de vida de la organización ya que, en caso de tener consecuencias positivas, hacen que el negocio se vuelva más atractivo tanto para los accionistas como futuros inversionistas.

Entonces, se puede determinar la existencia de valor cuando el accionista percibe realmente la maximización de sus beneficios económicos: el retorno de su dinero invertido es mayor a la inversión inicial pero ¿La gestión del Gerente general contribuye al crecimiento de la riqueza del accionista?

## **1.2. Gestión Basada en Valor**

Hoy en día existen empresas que como parte de su cultura mantienen una gestión basada en valor, donde el agente importante es el gerente o “manager” de la organización, pues en empresas donde se aplica este modelo de gestión, es considerado la persona responsable de la creación de valor para los accionistas.

Por tal motivo, tiene el reto de identificar cuáles son las medidas necesarias para cumplir su objetivo tal como lo menciona Tim Koller “Una gestión basada en valor mejor se puede entender como una unión entre un modo de pensar la creación de valor y los procesos y sistemas que son necesarios para traducir esa forma de pensar en medidas de gestión”.

Se trata básicamente de alinear los objetivos propios de las áreas de una organización de manera que contribuyan al cumplimiento del objetivo principal del modelo: Maximización de beneficios económicos de los accionistas.

El Gerente General debe tener la capacidad de integrar los procesos de toda la empresa para trabajar por un resultado general, ello implica, además de liderar la organización, mantener una correcta gestión del capital humano, tener la capacidad de controlar y medir el desempeño

de sus colaboradores basado en los correctos indicadores, mantener un sueldo acorde a sus resultados en beneficio de la creación de valor.

Ello se resume en el siguiente cuadro, donde se observa el objetivo fundamental y la responsabilidad del manager por generar el mismo interés en todas las áreas de la empresa.

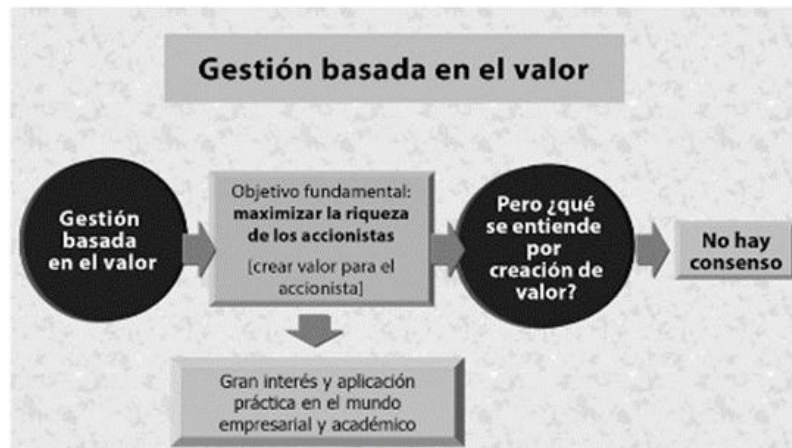


Figura 1.1. Gestión basada en el valor

**Fuente:** MILLA, Artemio (2010) Creación del Valor para el accionista

Asimismo, se puede rescatar algunas de las definiciones que brinda el libro *Creación de Valor para el accionista* de Artemio Milla Gutiérrez, para entender mejor el concepto de Gestión Basada en Valor.

“VBM es un modelo de gestión que sitúa a la creación de valor para el accionista en el centro de la filosofía de la empresa. La maximización de la riqueza para el accionista guía la estrategia de la compañía, su estructura, sus procesos, la retribución de sus directivos y establece qué medidas deben ser utilizadas para evaluar el resultado empresarial”.

(KPMG 1999, p.4)

*“VBM es un proceso continuo que involucra a la estrategia, la planificación financiera, las medidas de rendimiento empresarial (internas y externas) y los sistemas de compensación a la dirección. Comienzas con la planificación estratégica para alcanzar ventajas competitivas que permitan lograr un crecimiento superior en los beneficios económicos y en la rentabilidad para los accionistas”.*

(Weaver y Weston 2003, p.2)

“VBM es básicamente una filosofía que guía a la gerencia a tomar mejores decisiones y posibilita que entre las múltiples opciones estratégicas cuya ejecución es susceptible de realización se seleccionen aquellas que en mayor medida contribuyen a la riqueza de los accionistas, en consecuencia, proporciona una orientación clara a la misión de la gerencia y centraliza la atención en la maximización de la riqueza de los accionistas”

(Morin y Jarell, 2001, p.27)

Dicho de otro modo, el Gerente debe mantenerse enfocado en la creación de valor para el accionista y es quien realiza estrategias, planes de acción y toma las decisiones en beneficio de los mismos para generar beneficios a los accionistas y como consecuencia a todos los miembros de la organización.

Existen tres modelos principales que muestra cómo se debe implementar la Gestión en Valor de manera exitosa a una empresa:

### **1.2.1 Modelo Rappaport (1981)**

El Modelo se basa en la gerencia del valor del accionista y afirma que cuando se puede planificar y medir el desempeño se puede crear valor a largo plazo, sin utilizar los beneficios

contables en el corto plazo. El modelo presenta cuatro fases que según el mismo permiten, finalmente, una correcta medición de la gestión.

**Fases:**

- *Definición de los objetivos de implementación.*

Etapa en la que se establecen los objetivos y se busca la comprensión de los mismos.

- *Concertar el compromiso con la creación de valor.*

El ejecutivo que dirige la empresa es el responsable de comunicar a todos los niveles operativos la importancia del compromiso para cumplir el objetivo.

- *Introducir la creación de valor como estándar de todos los procesos y actividades.*

Es necesario establecer parámetros dentro de la organización que permita educar al personal, enseñar la metodología, desarrollar estrategias basadas en la generación de valor y evaluar si estas se están realizando.

- *Reforzar la utilización del criterio creación de valor.*

Contar con una planificación estratégica es indispensable para motivar el apoyo de los empleados a la gerencia en alcanzar el objetivo. Ejemplos: presupuestos anuales, incentivo por cumplimiento, etc.

### **1.2.2 Modelo Slater & Olson (1996)**

Los autores presentan un sistema que debe ser implementado en cinco fases y que a diferencia del anterior, no solo debe integrar a todo el personal; sino también debe motivar y recompensar justamente.

## **Fases:**

- *Análisis de la creación de valor:*

Mediante la utilización de ciertos indicadores evalúa el desempeño actual y planifica acciones a futuro e incluso puede compararse con el desarrollo de la competencia.

- *Compromiso de la gerencia y fijación de metas ambiciosas:*

Lograr el compromiso no sólo de las áreas claves de la empresa, sino también de todos los niveles; asimismo, motivar el cumplimiento de metas mediante un sistema eficiente de recompensa.

- *Adiestramiento en VBM y amplia disponibilidad de información:*

Capacitación de los empleados con la finalidad de que cada acción realizada o decisión tomada por ellos contribuya de alguna manera a la creación de valor.

- *Delegación y entrenamiento centrado en las tareas:*

Ya con el personal entrenado, se permite a los empleados a tomar ciertas decisiones, se empodera especialmente a los que cumplen actividades en las áreas claves como las que tienen contacto con los clientes.

- *Repartición de los beneficios alcanzados:*

Después del correcto seguimiento a las actividades realizadas y basándose en los resultados obtenidos se debe efectuar cumplir el sistema de recompensas armado previamente.



### 1.2.3 Modelo Knight (1999)

El presente modelo resalta elementos claves como el liderazgo y compromiso, alineación con los procesos, entrenamiento o capacitación constante, comunicación de resultados, definición de metas y designación de “campeones”, también llamados líderes que promueven el proceso de implementación; los cuales no pueden faltar y deben estar integrados para una correcta y exitosa implementación de VBM.

#### Fases:

- *Identificación de medidas de desempeño y diseño del sistema de compensación.*

Determinar cómo se medirá el desempeño del gerente y cuál será el sistema de compensación adecuado para motivar en la mejora de la toma de sus decisiones.

- *Identificación de los generadores de valor.*

Son las estrategias en términos operativos (Vera, 2000); es decir, son las actividades claves que generan valor en cada nivel operativo. De esta manera el personal cuenta con información y procesos reales a desarrollar.

- *Gerencia de los generadores de valor.*

Hacer uso de las actividades claves, llamados anteriormente como generadores de valor para ello Knight propone implementar un sistema de reporte de resultados para tener un mejor control sobre su desarrollo y ejecución.

- *Comunicación*

Implica la comprensión de todo el personal no sólo sobre los generadores de valor sino también sobre la medición del desempeño, sistema de compensación, entre otros elementos mencionados y relacionados. Además de implementar canales de comunicación constante.

En los tres modelos mencionados se presentan elementos en común como el compromiso tanto de la gerencia como de todo el personal con la creación de valor, uso de indicadores apropiados, relación real y justo entre el sistema de remuneración entre el desempeño con el valor creado, capacitación al personal y comunicación constante.

Asimismo, es necesario resaltar, que según lo expuesto, se manifiesta cierta evolución de modelo a modelo, pues con el paso de los años se van considerando la presencia de nuevos factores y elementos dejando en claro que si no se encuentran totalmente integrados entre sí, no será posible implementar de manera exitosa en Value Based Management (VBM).

Por consecuencia, la generación de valor está sumamente relacionada y comprometida con las decisiones que los directores y altos ejecutivos realicen para establecer estrategias que maximicen los beneficios para el accionista. Estas decisiones usualmente están relacionadas a las estrategias madres de dirección de la empresa.

Altair consultores plantea la importancia de las siguientes decisiones estratégicas:

**Decisiones Estratégicas:**

a. Elección de la estrategia a seguir:

- Liderazgo en costos
- Diferenciación
- Estrategias mixtas.

b. Selección de los mercados en los que operar:

- Mercado Total
- Mercado de nicho.

c. Identificación y evaluación de los proyectos de inversión.

d. Selección de la estructura financiera objetivo en términos de relación entre recursos propios y ajenos.

e. Determinación del nivel de retribución exigido al capital.

#### **Decisiones operativas:**

- Utilizar en mayor o menor medida la capacidad productiva.
- Aumentar los precios de venta de determinadas líneas de producto.
- Modificar la estructura de costes (relación costes fijos y variables).
- Incorporar mejoras en la productividad o cambios en la disposición de la fábrica.
- Contratar más o menos personal

### **1.3. Indicadores para calcular la creación de valor de la gestión ejecutiva**

Luego de comprender qué es la creación de valor y entender cómo la gestión basada en valor ayuda a la maximización de beneficios económicos de una empresa, es necesario conocer cuáles son las herramientas que permiten el cálculo del valor real creado debido al desempeño del gerente.

Para ello, volvemos a la publicación de Richard J. Benson-Armer, Richard F. Dobbs y Paul Todd, quienes afirman lo siguiente:

“Como los gerentes se centraron en la creación de valor y el verdadero costo económico del capital desplegado en el negocio, los defensores VBM introdujeron métricas para medir el valor de una de programa de trabajo o, incluido el retorno sobre el capital invertido (ROIC), el beneficio económico, el retorno del flujo de caja de la inversión (CFROI), o el valor económico

añadido (EVA). Las ventajas de diferentes medidas varían, pero todos ellos en su intento de reconocer el costo de capital en los puntos de referencia gerentes utilizan para medir el valor de sus decisiones crean”

Tal como lo mencionan, se consideran diversos indicadores o sistemas de medición tanto contables como financieros; a continuación la definición de los indicadores más usados en el ámbito empresarial para medir resultados.

### **1.3.1 ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) o valor económico agregado.**

En un indicador muy utilizado, pues su función radica en calcular la creación de valor de una empresa durante un periodo determinado, lo resaltante del EVA es que considera en su cálculo el costo de capital.

Para calcularlo es imprescindible saber los siguientes conceptos y hallarlos:

- NOPAT es el beneficio antes de intereses pero después de impuestos.
- WACC es el coste medio ponderado del capital y el capital (en cada ejercicio).

La multiplicación entre el capital y el coste medio del mismo nos da la retribución que esperan los inversores obtener por aporte invertido.

Esto quiere decir que el EVA se calcula de la siguiente manera:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} \times (\text{WACC} \times \text{CAPITAL})$$

### **1.3.2 CFROI: Cash Flow Return on investment (CFROI)**

El Cash Flow Return On Investment (CFROI) es un indicador parecido a la tasa interna de retorno (TIR); sin embargo, este adiciona la inflación de los flujos de caja.

Este indicador toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo, es decir que refleja la rentabilidad real de los proyectos en un tiempo, evitando así distorsiones de los cálculos ejercicio a ejercicio. Además, tiene en cuenta el coste de oportunidad de utilizar dichos activos.

**CFROI = Flujo de caja - Amortización Capitalizada / Activo Bruto Total Actualizado**

No se recomienda el uso de este indicador debido a que la información es recolectada se encuentra en base a datos históricos. Además, otra desventaja del CFROI es la falta de consideración del riesgo y estimaciones del futuro.

### **1.3.3 Rentabilidad total de Accionista TSR**

Este indicador no es más que la rentabilidad del accionista y, por consiguiente, el TSR mide bien lo que el ROE deja de medir. El TSR se debe comparar con la rentabilidad exigida a las acciones ( $K_e$ ). Una empresa crea valor si el TSR es superior al  $K_e$ .

Por otro lado, Artemio Milla Gutiérrez, nos comenta en su libro *Creación del valor para el accionista* otras perspectivas para calcular el valor del accionista: La perspectiva interna, y la perspectiva externa.

- Desde la perspectiva interna menciona a tres autores:
  - Martín y Petty (2001) podemos observar que el valor se mide a través de la tasa interna de retorno de los flujos de efectivo (IRR<sub>fcf</sub>), si esta excede al coste medio de ponderado del capital (WACC), es decir,  $IRR_{fcf} - WACC > 0$  se habrá creado valor.

- Schneider (1978) este es uno de los métodos más utilizados en las empresas, donde se calcula el VAN o valor actual neto. Si el VAN es mayor a cero se habrá creado valor.
- Fernández (2000) menciona que cuando la rentabilidad total del negocio (TBR) excede la tasa de rentabilidad que se exige a las mismas (Ke) se crea valor.
- Desde la perspectiva externa se puede expresar el valor de la siguiente manera:

$SVC [Pe] = MVe(t-1) (TSR(t) - Ke(t))$ ; donde  $MVe(t-1)$  es el valor de mercado de las acciones en el período t-1, TSR es la rentabilidad en periodo t y Ke es la rentabilidad exigida a las acciones en el periodo t.

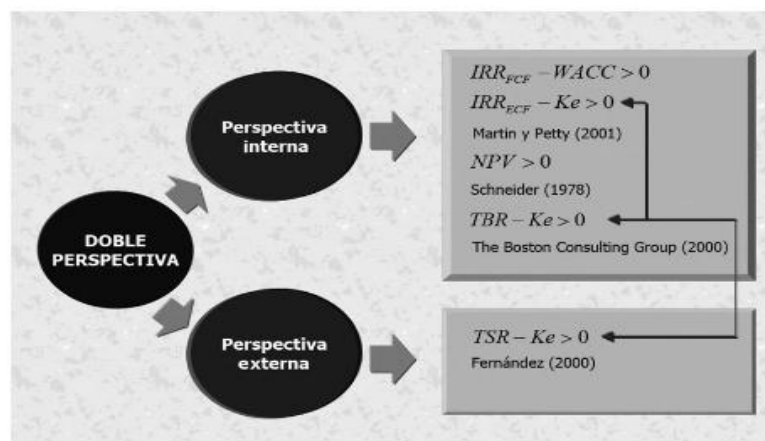


Figura 1.2. La doble perspectiva de la creación de valor

**Fuente:** MILLA, Artemio (2010) Creacion del Valor para el accionista

De la misma manera existen más autores que expresan su definición de valor y metodología para su cálculo, entre ellos por ejemplo, podemos mencionar a los siguientes: Koller y Mateache (1997), Rappaport (1998), López (1999), Stewart (2000), Copeland, Koller y Murrin (2004), Shiely y Ross (2002) etc.

En conclusión, existen varios métodos de medición del valor. Para determinar el más adecuado se debe considerar 3 elementos: la rentabilidad económica esperada, el tiempo en que esta se pueda mantener y el riesgo inherente a esta rentabilidad económica esperada (Martín y Petty, 2001).

En el presente trabajo, se tomará como indicador principal al Valor Económico Agregado (EVA) el cual fue creado por Stern & Company con la finalidad de compensar a los gerentes que maximicen el valor de los accionistas y permite identificar la creación de valor durante un período en específico (Chu: 2011,35).

Además el buen uso y cálculo del EVA ayuda a seleccionar el sistema de compensación adecuado que motive a los directivos, tal como lo menciona Artemio Milla Gutiérrez:

“Fijar el sistema de retribución o de compensación a los directivos en base al EVA significaría que los empleados recibirían más porque ofrecen más EVA y cuanto más EVA más valor para el accionista, lo que estaría plenamente justificado”

Es así que en la sección de aplicación se utilizará el ROIC y el EVA de los dos años específicos y se realizará una comparación entre ellos que finalmente permita determinar la existencia de creación o destrucción de valor.

# Capítulo II. Plan de Investigación

## 2.1. El problema

La mayoría de empresas mide de manera parcial la creación valor debido a que considera como único criterio la utilidad percibida.

En la actualidad, diversas empresas u organizaciones que cotizan en bolsa, tienen como administrador del negocio a un agente externo al directorio; es decir, la cabeza gerencial no pertenece al grupo de accionistas necesariamente, por ende no comparten los mismos intereses.

Por un lado, se encuentran los gerentes que tienen el conocimiento necesario y control de la empresa y por otro lado están los accionistas que tienen la propiedad de los activos de la compañía y no se encuentran involucrados en las decisiones diarias y operativas de la organización, ya que son externos a ella. Es así, que la separación entre propiedad y control genera, muchas veces, conflicto de intereses entre los involucrados.

Asimismo, es conocido que el objetivo principal de una empresa y, por consiguiente, el de la gerencia, es maximizar la riqueza de los propietarios o accionistas, con el propósito de realizar mayores inversiones, tener mayores ganancias y convertirse en una empresa sostenible en el tiempo.

Sin embargo, en la práctica no se puede garantizar una gestión ética y alineada con los objetivos ya descritos. Los gerentes o directores podrían perseguir objetivos particulares o personales en lugar de cumplir con el objetivo principal.

Para evitar estos conflictos, las empresas tradicionalmente han contratado firmas auditoras y contadores que fijan indicadores que son aceptados por el sistema financiero. Por ejemplo, usualmente se utiliza como indicador la utilidad neta, la misma que se visualiza en el estado de resultados o también llamado BPA (Beneficio por Acción). Sin embargo, este criterio de evaluación no determina el valor real, debido a que los contadores efectúan operaciones en el estado de ganancias y pérdidas que distorsionan la realidad económica.



Aquí volvemos al conflicto de intereses, a los contadores les interesa contabilizar el valor de activos y de la compañía de manera conservadora, de esta forma poder proteger los intereses de los prestamistas y obligacionistas en caso la empresa quiebre y determinar el valor de liquidación, más no es el valor para el accionista.

Otra dificultad en la que caen las empresas es plantearse, como ya mencionamos, el objetivo de incrementar los beneficios del accionista a través del incremento del BPA, por ello incentivan a su directorio con bonificaciones por las mejoras en la utilidad. Sin embargo, esto es altamente manipulable. No siempre una alta utilidad es significado de mejorar en el valor de la acción.

Por último, existen otros indicadores que son utilizados frecuentemente en las empresas para controlar la gestión de los directores, como el ROE y el ROI; sin embargo, tienen el mismo problema, se puede manipular o no estima un resultado real.

La finalidad de este trabajo de investigación es plantear una forma más efectiva de medir la gestión ejecutiva de la empresa a través del cálculo del valor agregado y así determinar el verdadero impacto de la misma en el beneficio económico para el accionista.

## **2.2 .Hipótesis**

En el presente trabajo de investigación, se pretende demostrar la importancia del cálculo del Valor Agregado generado por la gestión ejecutiva para la maximización del beneficio económico del accionista. Por tal motivo, la hipótesis será la siguiente:

**La importancia del cálculo del Valor Agregado de la gestión ejecutiva en la maximización del beneficio económico para el accionista.**

Basado en lo mencionado, se plantea identificar de manera diferente y completa el valor agregado de la empresa.

De esta manera, el centro de la investigación es el rol que cumplen los ejecutivos en la creación de valor para el accionista, por lo tanto se resalta la importancia que tiene la toma de decisiones de los directores, las estrategias de inversión o desinversión en la operatividad día a día de los ejecutivos en la creación de valor para la organización.

Es así que de una evaluación de estados de resultados (Estado de Ganancias y Pérdidas) que muestran solo cifras que miden la utilidad del ejercicio más no el valor real, se procederá a enfocarse en un cambio organizacional basado en la maximización del valor: Gestión basado en valor - GBV (VBM por sus siglas en inglés).

La Gerencia Basada en Valor es una propuesta de gerencia que asegura que todos los administrativos estén conectados con los objetivos corporativos, con el empleo de recursos, con la estrategia de desarrollo, con la medición del desempeño y la remuneración, originando como consecuencia: la creación de valor.

De acuerdo con Snyder (p. 13), El cambio se inicia por la cabeza de la organización, sin este apoyo y compromiso, se corre el riesgo de fracasar en la implementación del sistema.

Para comprobar la hipótesis se evaluará la generación o destrucción de valor en la compañía Corporación Lindley tras el cambio de una gerencia familiar (periodos 2014 y 2015) de uno de los hijos de la familia Lindley, Jhonny Lindley, a ser dirigida por un gerente externo a la familia, el gerente actual, José Borda.

## **2.3. Objetivos**

### **2.3.1. Objetivo General**

Evaluar la generación o destrucción de valor para el accionista de la gestión de José Borda tras el cambio gerencial en la compañía Corporación Lindley mediante la aplicación de indicadores financieros.

### **2.3.2. Objetivos Específicos**

- Identificar la estrategia competitiva y el perfil de la actual gerencia de Corporación Lindley.
- Calcular el Valor Económico Agregado (EVA) del último periodo de Jhonny Lindley Suárez, previo a la sucesión gerencial.
- Calcular el Valor Económico Agregado (EVA) del primer año de gestión de José Borda.
- Comparar ambos periodos gerenciales e identificar las causas de la creación o destrucción de Valor para los accionistas.
- Determinar la implementación de mejoras en la gestión ejecutiva (gerencial)

# Capítulo III. Metodología

## 3.1. Tipo y Nivel de investigación

Se considera que la mencionada investigación es del tipo descriptivo y explicativo.

En primer lugar, es descriptivo porque se expone tanto el perfil como el comportamiento de los altos directivos dentro de la empresa en estudio.

De acuerdo con Hernández (2002) los estudios descriptivos pretenden medir información de manera independiente o conjunta sobre las variables a las que se refieren, es posible que integren estas mediciones para decir cómo es y cómo se manifiesta el fenómeno de interés, sin embargo, su objetivo no es indicar cómo se relacionan las variables medidas.

En el primer apartado se describe como es el la estrategia de Corporación Lindley y cuál es el perfil de cada uno de los gerentes ejecutivos de la misma.

Adicionalmente, la investigación en mención es explicativa, ya que se basa en ilustrar como la toma de decisiones de los gerentes es fundamental para la creación de valor o su destrucción. Esto se demostrará a través de la comparación de indicadores de gestión que son resultados de las decisiones de la gestiones de cada uno de los directivos.

El presente estudio reúne las condiciones metodológicas de una investigación de nivel aplicativo debido a que se utilizarán los conceptos desarrollados a lo largo de la Carrera de Administración y Negocios Internacionales y se aplicarán con la finalidad de demostrar la hipótesis planteada en el estudio.

Asimismo, es una investigación cualitativa y cuantitativa. Se recurre al análisis cualitativo para comparar los perfiles gerenciales de ambos ejecutivos y la estructura organizacional en cada año de sus gestiones. Por otro lado, se empleará el análisis cuantitativo para sustentar numéricamente la hipótesis, tomando como base los indicadores de gestión.

### **3.2. Nivel de Diseño en la investigación**

El diseño de la investigación no es experimental, debido a que las variables no son manipuladas y describe hechos reales de la empresa en estudio.

Además podemos afirmar que tiene un diseño transversal, ya que los datos son tomados en un momento único; es decir son de un periodo de tiempo estático. Los datos son recolectados de información pública de la SMV, de las memorias publicadas a través de la página web de Corporación Lindley y por información de entrevistas a profundidad con el director de la empresa.

# Capítulo IV. Desarrollo

## 4.1. Aplicación

En esta sección del presente trabajo se comprobará mediante cálculos matemáticos y financieros la creación o destrucción de valor para el accionista de la Corporación Lindley tras el cambio gerencial de la compañía. Con tal finalidad, se tomará como referencia dos períodos: el último año de gestión de Jhonny Lindley (2014) y el primer periodo del actual gerente de la empresa, José Borda (2015).

En primer lugar, se empezará identificando la estrategia competitiva y el perfil de la actual gerencia de Corporación Lindley, compañía peruana que se dedica a la fabricación y distribución de bebidas carbonatadas y bebidas no carbonatadas.

Se fundó en 1910 con Joseph Robinson Lindley en el Rímac. En 1935 crearían Inca Kola, su producto estrella que sería reconocida por los consumidores como la bebida de sabor nacional. El éxito de esta bebida fue impresionante y no fue desplazada por el ingreso de Coca Cola al Perú. El Perú fue uno de los pocos países cuya participación de mercado de Coca Cola no era el mayor. Muchas instituciones internacionales como Harvard dedicaron casos de estudio de esta situación.

En 1969, The Coca-Cola Company se asocia con Corporación Lindley y obtiene el 49% de las acciones. Desde entonces, Corporación Lindley es la distribuidora oficial del sistema Coca Cola en el Perú.

Arca Continental, empresa mexicana dedicada a la producción, distribución y venta de las marcas de The Coca-Cola Company y snacks de las marcas Bokados en México, Ecuador, Argentina y Brasil; se interesa en el mercado peruano y en el 2015, decide comprar 47% de las acciones de Corporación Lindley.

El portafolio de productos que maneja la compañía en análisis se divide en dos: Bebidas carbonatadas y no carbonatadas. Entre las marcas de las bebidas carbonatadas o gaseosas figuran: Inca Kola (tradicional y zero), Coca Cola (tradicional y zero), Sprite (tradicional y

zero), Fanta (naranja, kola inglesa, zero), Crush y Schweppes. Las bebidas no carbonatadas aparecen las categorías de aguas: San Luis, néctares y jugos: Frugos y Aquarius, rehidratantes y energizantes: Powerade y Burn.

Adicionalmente, al core de su negocio de venta de bebidas retail, Corporación Lindley desde el 2010 se dedica a la exportación de pulpas de maracuyá, mango y durazno para el sector industrial de países como Estados Unidos, España, Holanda, Francia, Alemania, etc.

Para el desarrollo del trabajo de investigación nos centraremos principalmente en la evolución del core del negocio, es decir en la venta de bebidas en el mercado retail nacional.

Para identificar la estrategia genérica que Corporación Lindley ha definido para sus operaciones, se hará referencia a los estudios de Michael Porter, quien afirma que las empresas pueden basar sus actividades y operaciones en una de los tres tipos de estrategias genéricas: Diferenciación, Liderazgo en Costos o de Enfoque en el mercado.

Lindley maneja una estrategia de diferenciación debido a que sus productos son consumidos por el público en general, no está segmentado o direccionado a un mercado en específico. Las gaseosas del portafolio de Lindley pueden ser encontradas a lo largo del Perú, desde la venta por ambulantes hasta en un supermercado, sin embargo, gozan de una reputación exclusiva y los precios de dichos productos lo reflejan, ya que son más elevadas que las marcas competidoras.

Asimismo, se debe mencionar como parte del estudio, las principales decisiones que el nuevo gerente general tomó para incrementar significativamente el valor de la empresa durante el primer año de su gestión ejecutiva en el 2015<sup>2</sup>.

Entre sus decisiones más resaltantes, se encuentran las siguientes:

- Inauguración de macro planta en la localidad de Pucusana e inicio de operaciones en la categoría gaseosas en PET y botellas retornables.

---

<sup>2</sup> Información recopilada de la Memoria Anual 2015 Corporación Lindley.

- Planta Rímac, la fábrica más antigua de Corporación Lindley, dejó de operar en la segunda mitad del año 2015 y logrando producir 10MM CU más que en el año 2014.
- Se lanzaron los productos Coca Cola 300ml e Inca Kola 300ml para provincias.
- Se aligeraron los envases PET Coca Cola 500ml, San Luis sin gas 625ml y San Luis sin gas 500 ml.
- Se aligeraron las Tapas San Luis sin gas 2.5L y San Luis sin gas 625ml y empezamos a usar la Tapa CAF en San Luis sin gas, lo cual permitió obtener un ahorro anualizado de S/. 3,4 MM.
- Activaciones por los aniversarios de Inca Kola 80 años y Coca Cola 100 años.
- En términos de resultados, la campaña logró que Inca Kola crezca +4.5% en volumen de ventas al cierre del 2015, capturando +1.2pp de participación de mercado. La campaña digital además fue reconocida por el equipo Twitter Global como caso de éxito.
- En el caso de Coca Cola 100 años, las presentaciones individuales de Coca-Cola crecieron en +2% vs el mismo periodo del año anterior. Se mejoró significativamente la conexión con el segmento juvenil, incrementándose los indicadores que Corporación Lindley maneja en las redes sociales: “Marca que yo amo” en +5pp y “Para alguien como yo” en +6pp Tendencia en redes sociales a nivel nacional con el hashtag #mibotellaunica.
- Se discontinúa la marca ON como parte de la estrategia para enfocar todos los esfuerzos en la categoría de Isotónicos detrás de Powerade.
- Mejoras en la productividad de los almacenes en un 13%, medido por cantidad de cajas movidas por persona por hora.
- Mantenimiento y mejoras en los equipos industriales para optimizar las mermas de azúcar, concentrado y CO2, lo cual permitió obtener un ahorro de S/ 1,3 MM.



A continuación, con el conocimiento de la estrategia de diferenciación de la empresa y las acciones que ha realizado es necesario hacer una evaluación de la gestión del ex gerente general: Jhonny Lindley vs el actual, José Borda.

En las siguientes líneas, se calculará el Valor Económico Agregado (EVA) del último periodo de Jhonny Lindley Suárez, año 2014, previo a la sucesión gerencial. Se utilizará como sustento la información de los Estados Financieros publicados en la Bolsa de Valores de Lima (Ver Anexo 01 y 02)<sup>3</sup>.

#### **4.1.1 Gestión ejecutiva de Jhonny Lindley (2014)**

Primero, es necesario hallar el Beneficio Operativo después de impuestos, conocido por sus siglas en inglés como NOPAT (Net Operating Profit after Tax). Es uno de los indicadores financieros más utilizados, pues su utilidad radica en el cálculo del margen operativo resultante para los accionistas en caso la empresa no tuviera deuda alguna.

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1-t)$$

$$\text{UTILIDAD OPERATIVA} = 171,177$$

$$\text{NOPAT} = 171,177 * (1-0.30) = \text{s/. } \mathbf{119,824}$$

La interpretación del resultado aplicada al caso en estudio determina que si los accionistas de Corporación Lindley no hubieran tomado la decisión de apalancamiento, podrían contar con un margen operativo de s/. 119,824.00 nuevos soles.

El segundo paso es hallar el COT (Costo de las Operaciones Totales), que representa el valor invertido en las operaciones de la empresa, en otras palabras, hace referencia a la suma de los fondos propios y ajenos, excluyendo aquellos que no representan un costo explícito.

---

<sup>3</sup> BVL: Memoria Anual 2015 Corporación Lindley

Cabe resaltar la importancia de incluir en este cálculo solo las cuentas que tienen relación directa con el negocio central de la compañía, ya que solo así se puede asegurar un adecuado costo operativo. Es así que para el presente cálculo, las cuentas de Efectivo y equivalentes de efectivo, cuentas por cobrar comerciales, neto e Inventarios neto están incluidas en lo que será considerado como Activo Corrientes Operativo. Mientras que el Pasivo Corriente Operativo incluye las cuentas por pagar comerciales y algunas cuentas por pagar relacionadas (Ver Anexo 03).

$$\mathbf{COT = ACo - PCo + AFno}$$

Donde:

ACo son los Activos Corrientes operativos

PCo son los Pasivos Corrientes operativos

AFno son los Activos Fijos

Activo Corriente = s/. 567,135.00

Pasivo Corriente = s/. 362,935.00

Activo Fijo = s/. 2,385,481.00

**COT = 567,135 - 362,935 + 2,385,481 = s/. 2,589,681.00**

Asimismo, otro indicador tan mencionado como el ROE y ROA es el ROIC, el cual muestra el retorno sobre el capital invertido y a diferencia de los mencionados previamente, este último considera el margen operativo más el impuesto excluyendo el gasto financiero.

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{COT}$$

$$\text{NOPAT} = 119,824.00$$

$$\text{COT} = 2,589,681.00$$

$$\text{ROIC} = 4.63\%$$

La cifra obtenida se interpreta como la rentabilidad obtenida por los accionistas, la cual es de 4.63% por la inversión que realizaron en la compañía.

El siguiente paso es determinar el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC) y para hallarlo es imprescindible contar con datos y cálculos previos como el porcentaje de la deuda que presenta la compañía, la razón de deuda, el costo de oportunidad del capital, entre otros que serán detallados en las próximas líneas.

$$\Rightarrow \text{Porcentaje de la Deuda} = \text{Pasivo Total financiero} / \text{Activo Total}$$

El Pasivo considerado para este cálculo, es en principio financiero, por lo que incluye las cuentas de obligaciones financieras, factoring con proveedores, algunas cuentas por pagar relacionadas, provisiones e instrumentos financieros derivados (Ver Anexo 04)

$$\text{Pasivo Fin.} = \text{s/. } 2,344,916.00$$

$$\text{Activo Total} = \text{s/. } 3,366,549.00$$

$$\%D = \mathbf{69.65\%}$$

**⇒ Razón de Deuda (Rd) = Gasto financiero / Deuda Total**

El gasto financiero se obtiene del Estado de Ganancias y Pérdidas y la Deuda Total es la deuda financiera (pasivo financiero) que mantiene la compañía.

Gasto Financiero = s/. 90,639.00

DT = Pasivo Total (deuda financiera) = s/. 2,344,916.00

Rd = **3.87%**

**⇒ %E = 1-Rd**

Rd = 3.87%

E = 1-0.0387 = **96.13%**

Para el cálculo del costo de oportunidad (COK) se utilizará el modelo de precios activos de capital (CAPM), para necesitaremos los siguientes datos:

- **Riesgo País<sup>4</sup>**: Se refiere al riesgo que proviene de préstamos o deudas públicamente garantizadas por el gobierno o tomadas directamente por el gobierno o agentes del gobierno. En general, el “riesgo país” trata de medir la probabilidad de que un país sea incapaz de cumplir con sus obligaciones financieras en materia de deuda externa.

---

<sup>4</sup> BCR (<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Estudios-Economicos/03/Estudios-Economicos-3-7.pdf>)

- Tasa Libre de Riesgo (Rf): Es el rendimiento que se puede obtener libre del riesgo de incumplimiento. Se consideró el rendimiento ofrecido por los bonos del tesoro americano.
- Rentabilidad del Mercado (Rm): Es la tasa de rendimiento esperado de acuerdo información histórica del mercado en el sector de la industria de interés.
- $R_m - R_f^5$ : Retorno del mercado en exceso al activo libre de riesgo (Prima por riesgo de mercado). Promedio del rendimiento de S&P 500 menos el promedio del YTM de bonos del Tesoro Norteamericano a diez años. Esta información puede ser recopilada de la página web de Damodaran.
- Beta<sup>6</sup>: Mide la sensibilidad del retorno de la acción ante variaciones en el mercado; es decir que mide el riesgo de endeudamiento de una empresa sin apalancamiento en el mercado.

$$\text{COK} = R_f + B (R_m - R_f) + R_p$$

$$R_f = 5.0\%$$

$$B = 0.70$$

$$R_m = 8.43\%$$

---

<sup>5</sup> BCR (<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/moneda-151/moneda-151-04.pdf>)

<sup>6</sup> BCR (<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/moneda-151/moneda-151-04.pdf>)

$$R_p = 1.14$$

$$COK = 5.0\% + 0.7(8.43\% - 5.0\%) + 1.14 = 1.21401 = \mathbf{1.21}$$

Una vez con todas las variables identificadas, finalmente, es posible realizar el cálculo del WACC de la siguiente manera:

$$\mathbf{WACC = \%D (1-t) R_d + \%E COK}$$

$$WACC = 69.65\% (1-0.30) (3.87\%) + 96.13\% (1.21)$$

$$WACC = \mathbf{1.19\%}$$

Una vez hallados el WACC y el ROIC se procede a calcular el EVA. Esta última fórmula nos permitirá conocer el grado de creación o destrucción de valor.

$$\mathbf{EVA = COT * (ROIC - WACC)}$$

$$EVA = 2,589,681.00 * (4.63\% - 1.19\%)$$

$$EVA = \mathbf{s/. 89,112.08}$$

Con el resultado del EVA se concluyen los cálculos del año 2014, periodo previo al cambio gerencial.

En el próximo capítulo se analizan y comparan los resultados obtenidos en conjunto con los cálculos del periodo de José Borda, con la finalidad de cumplir el principal objetivo del estudio: Evaluar la generación o destrucción de valor para el accionista de la gestión de José Borda tras el cambio gerencial en la compañía Corporación Lindley mediante la aplicación de indicadores financieros.

#### **4.1.2 Gestión ejecutiva de José Borda (2015)**

Se realizará el mismo proceso de cálculo para el primer año de gestión (2015) del actual Gerente General: José Borda.

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT}(1-t)$$

$$\text{UTILIDAD OPERATIVA} = \text{s/. } 222,287.00$$

$$\text{NOPAT} = 222,287 * (1-0.30) = \text{s/. } 155,600.90$$

$$\text{COT} = \text{ACo} - \text{PCo} + \text{AFno}$$

Donde:

ACo son los Activos Corrientes operativos

PCo son los Pasivos Corrientes operativos

AFno son los Activos Fijos

$$\text{Activo Corriente} = \text{s/. } 708,982.00$$

$$\text{Pasivo Corriente} = \text{s/. } 338,496.00$$

$$\text{Activo Fijo} = \text{s/. } 2,433,307.00$$

$$\text{COT} = 708,982 - 338,496 + 2,433,307 = \text{s/. } \mathbf{2,803,793.00}$$

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{COT}$$

$$\text{NOPAT} = \text{s/} .155,600.90$$

$$\text{COT} = \text{s/} . 2,803,793.00$$

$$\text{ROIC} = \mathbf{5.55\%}$$

$$\Rightarrow \text{Porcentaje de la Deuda} = \text{Pasivo Total} / \text{Activo Total}$$

El Pasivo incluye las cuentas de obligaciones financieras, factoring con proveedores, algunas cuentas por pagar relacionadas, provisiones e instrumentos financieros derivados (Ver Anexo 04)

$$\text{Pasivo Fin.} = \text{s/} . 2,555,670.00$$

$$\text{Activo Total} = \text{s/} . 3,478,346.00$$

$$\%D = \mathbf{73.47\%}$$

$$\Rightarrow \text{Razón de Deuda (Rd)} = \text{Gasto financiero} / \text{Deuda Total}$$

El gasto financiero se obtiene del Estado de Ganancias y Pérdidas y la Deuda Total es el pasivo financiero hallado previamente.

$$\text{GF} = \text{s/} . 149,371.00$$

$$\text{DT} = \text{Pasivo Total (deuda financiera)} = \text{s/} . 2,555,670.00$$

$$\text{Rd} = \mathbf{5.84\%}$$



$$\Rightarrow \%E = 1 - R_d$$

$$R_d = 3.87\%$$

$$E = 1 - 0.0387 = \mathbf{94.16\%}$$

$$\mathbf{COK = R_f + B (R_m - R_f) + R_p}$$

$$R_f = 5.78\%$$

$$B = 1.04$$

$$R_m = 8.43\%$$

$$R_p = 1.14$$

$$COK = 5.78\% + 1.04 * (8.43\% - 5.78\%) + 1.14 = 1.22536 = 1.23$$

$$\mathbf{WACC = \%D (1-t) R_d + \%E COK}$$

$$WACC = 73.47\% (1 - 0.30) (5.84\%) + 94.16\% (1.23)$$

$$WACC = 1.18\%$$

Del mismo modo que el año anterior, con la información calculada se puede determinar que la empresa ha generado un valor de 4.37 soles por cada sol invertido en el año 2015, se afirma como consecuencia de que el ROIC es superior al WACC en 4.37 puntos porcentuales.

El contexto positivo recientemente mencionado se corrobora con el EVA o Valor Económico Agregado resultante, también favorable para la compañía y los accionistas.

$$\text{EVA} = \text{COT} * (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

$$\text{EVA} = 2,803,793.00 * (5.55\% - 1.18\%)$$

$$\text{EVA} = \text{s/. } \mathbf{122,409.55}$$

## Capítulo V. Análisis

Este capítulo se dedicará a analizar los resultados hallados en el capítulo anterior y se explicará cada uno mediante una comparación de valor de un año a otro.

Donde:

Periodo 2014: última gestión de Jhonny Lindley Suárez

Periodo 2015: primera gestión de José Borda

**Tabla 1.1 Comparación de Indicadores 2015 -2014**

	2014	2015
<b>NOPAT</b>	S/.119,824.00	S/.155,600.90
<b>ROIC</b>	4.63%	5.55%
<b>WACC</b>	1.19%	1.18%
<b>EVA</b>	<b>S/. 89,112.08</b>	<b>S/. 122,409.55</b>

Según el cuadro comparativo, se deduce que el año 2015 obtuvo mejores resultados frente al anterior, no sólo porque la utilidad operativa después de impuestos (NOPAT) es mayor; sino también por los otros indicadores como el ROIC, que supera al del año precedente en 0.92 puntos porcentuales; mientras que el WACC disminuye en 0.01 punto.

Este último indicador no presenta variaciones significativas debido a que su cálculo se realiza con factores del mercado americano que durante los periodos en estudio no presentaron cambios.

Como se puede demostrar, ambos períodos analizados muestran números favorables. En ambos casos vemos que el Retorno del Capital Invertido es mayor al Costo Promedio Ponderado del mismo, cifras que pronostican la creación de valor real.

Sin embargo, si se utilizan los datos por separado no se puede afirmar si se existe realmente creación o destrucción de valor generada por la nueva gestión de José Borda. Es por ello que, a continuación, se realizará una comparación de ratios e indicadores de ambos periodos.

Lo resaltante a simple vista, no solo es el resultado positivo o a favor del Valor Económico Agregado (EVA) en ambos periodos, sino también el incremento en s/. 332,973.48 nuevos soles de un periodo a otro, que finalmente concluye la generación de valor.

**Tabla 1.2. Comparación EVA 2015 vs 2014**

2014	2015	Variación
S/.89,112.08	S/.122,409.55	<b>37%</b>

Dicho de otro modo, el accionista de Corporación Lindley, en el año 2015, bajo la gestión de José Borda, experimentó la creación de valor real de su inversión, pues ésta aumentó en 37% respecto al año 2014.

Por otro lado, el ROIC (retorno sobre capital invertido) es mayor al WACC (Costo promedio ponderado de capital - CCPP) en ambos periodos y demuestra, de cierta forma, la estabilidad de la compañía y una correcta asignación de las inversiones.

Adicionalmente a ello, se debe rescatar un dato interesante: la diferencia entre el ROIC y WACC de cada año que corrobora la creación de valor para los accionistas.

Es así, que gracias a la diferencia de ambos ratios, se puede afirmar que Corporación Lindley en el año 2014 ha creado 3.44 soles por cada sol invertido. Mientras que en el 2015, el retorno creció a 4.37 nuevos soles, 27% más que el año pasado, crecimiento positivo para la empresa y para los accionistas.

**Tabla 1.3. Retorno 2015 vs 2014**

2014	2015	Variación
Retorno Real	Retorno Real	2014-2015
3.44	4.37	<b>27%</b>

Como resultado final de la diferencia de ratios (WACC y ROIC) en el año 2015 se crea valor de 0.92 nuevos soles por cada sol invertido.

Con esta información y comparación realizada, se afirma la existencia de valor creado para el accionista de la compañía en estudio en el periodo 2014-2015, a pesar de sufrir un cambio de gerencia importante en la historia de la compañía, con el cual Corporación Lindley deja de ser una empresa familiar y una persona externa a la familia asume la responsabilidad general.

Es necesario resaltar el gran trabajo realizado por José Borda, quien asumió el reto de la Gerencia General de la empresa a inicios del 2015 y tuvo como principal dificultad la alta depreciación de la moneda nacional (nuevo sol) traducida a un tipo de cambio que pasó de s/2.99 a s/3.41, afectando principalmente sus pasivos con denominación en moneda extranjera.

# Capítulo VI. Conclusiones y Recomendaciones

## 6.1. Conclusiones

A lo largo de la presente investigación logró demostrarse que el cambio de gerencia, de una empresa dirigida íntegramente por sucesores de la familia Lindley a una dirección externa, por un gerente general que no pertenece al árbol genealógico de los fundadores de Corporación Lindley ha permitido incrementar el valor de la compañía.

Se observó que para determinar la generación de valor de un periodo a otro, usualmente se ha utilizado diferentes indicadores aceptados tradicionalmente por la contabilidad como lo son el BPA, TSR, u otros. Dichos indicadores se centran en estados de resultados que muestran cifras estáticas o fotos del momento que miden la utilidad del ejercicio más no el valor real.

Para la sustentación del presente trabajo se usó la metodología de la Gestión basada en valor – GBV, la cual toma importante consideración la toma de decisiones de los gerentes a cargo de las operaciones de la empresa, el liderazgo y la estructura organizacional. Estos factores son determinantes para la creación o destrucción de valor para una empresa.

El GBV asegura que todos los administrativos estén conectados con los objetivos corporativos, con el empleo de recursos, con la estrategia de desarrollo y con la medición del desempeño y la remuneración, las cuales darán frutos en la creación de valor.

Por último, los principales hallazgos de la investigación aplicada a la gerencia de Corporación Lindley ofreció el siguiente resultado:

La evaluación del primer año del gerente general, José Borda, en el 2015 presentó un EVA del S/. 122,409.55 esta cifra está por encima del año anterior en 37%. Adicionalmente, se manifestó que las inversiones mejoraron su rendimiento, en el 2015 por cada sol invertido se recibe 4.37 nuevos soles; es decir 27% más que el año pasado.

Con ello, se demuestra la existencia de valor generado y aumentado gracias a la última gestión, a pesar de dificultades económicas con alto impacto como la depreciación de la moneda nacional. Por eso que se destaca la importancia de comparar periodos y de esta manera obtener resultados más confiables.

## **6.2. Recomendaciones**

Se propone a la empresa en estudio utilizar esta metodología para medir la eficiencia de sus gerentes, directores, jefes y supervisores, debido a la importancia de cada uno de estos actores y de sus decisiones para maximizar los beneficios para los accionistas.

Se sugiere invertir en programas de capacitación y programas de liderazgo en cada una de las plantas del país para así asegurar la adecuada gestión de cada uno de los responsables de planta y mantener la misma filosofía enfocada en valor.

Mantener una correcta asignación de inversiones para continuar con la estabilidad de la compañía.

Emplear mecanismo de remuneración o bonificación basada en la creación de valor. De esta manera se buscará incentivar a los directivos y mantener una meta en común que maximiza los beneficios del accionista como de los directivos.

## BIBLIOGRAFÍA

- RAPPAPORT, Alfred (1999). La Creación de Valor para el Accionista. Bilbao: Deusto.
- FERNANDEZ, Pablo (2000). Creación de Valor para los Accionistas: Conceptos Básicos. Estrategia Financiera nº 84. Barcelona: Ediciones 2000
- MILLA GUTIERREZ, Artemio (2002). Estrategias y medición de la Creación de valor para el accionista. Recuperado de [http://www.altair-consultores.com/images/stories/publicaciones/LIBRO\\_CREACION\\_DE\\_VALOR.pdf](http://www.altair-consultores.com/images/stories/publicaciones/LIBRO_CREACION_DE_VALOR.pdf)
- MILLA GUTIÉRREZ, Artemio (2010). Creación de valor para el Accionista. Madrid: Díaz de Santos.
- RAPPAPORT, Alfred (2006). Diez maneras de crear valor para los accionistas. Harvard Business School Publishing Corporation. Recuperado de <http://www.docentes.fcefa.edu.bo/imorales/wp-content/uploads/sites/9/2013/09/CREACI%C3%93N-DE-VALOR-HARVARD-BUSINESSSimulaci%C3%B3n-Financiera-1314.pdf>
- MARTIN, J. y PETTY, W. (2001). La gestión basada en el valor. Barcelona: Gestión 2000.
- KNIGHT, J. (1999). Value based management: developing a systematic approach to create shareholder value. New York: McGraw Hill.
- EVA®.com, página sobre la metodología del Economic Value Added (<http://www.eva.com/>)
- LI BONILLA, Federico (2010). EL VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA) EN EL VALOR DEL NEGOCIO. Costa Rica.: Escuela de Ciencias de la Administración Universidad Estatal a Distancia.
- STERN, J y SHIELY, J (2001). El desafío del EVA: Cómo implementar el cambio del valor agregado en la organización. Editorial: Norma
- CHU RUBIO, Manuel (2011): La creación de valor en las finanzas - Mitos y paradigmas. Lima: Editorial UPC.
- VERA COLINA, Mary (2000): Gerencia basada en Valor. Nariño: Universidad de Nariño
- VERA COLINA, Mary (2000): “EVA y CVA como medidas de la creación de valor de un negocio. Una introducción”. En Tendencias, Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad de Nariño (Colombia). Vol. I No. 1. Mayo. 65 - 85.
- KNIGHT, James (1998): Value Based Management: developing a systematic approach to create shareholder value. New York: McGraw-Hill.



KOLLER, Timothy (1994): What is value-based management?. En The Mckinsey Quarterly. Recuperado de <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/what-is-value-based-management>

RAPPAPORT, Alfred (1998): Creating shareholder value, a guide for managers and investors. 2nd edition. New York: The Free Press

SLATER, Stanley Y OLSON, Eric (1996): "A Value-Based Management System". En Business Horizons. September-October. 48-52.

HILLMAN, Amy J. Hillman and Gerald D. Keim (2001) Shareholder Value, Stake holder Management and Social Issues: What's the Bottom Line? New Jersey: John Wiley & Sons, Ltd.

MCKINSEY & COMPANY (2005) Valuation: Measuring and Managing the Value of companies. New Jersey: John wiley & Sons, inc

# Anexos

## Anexo 01

### Corporación Lindley S.A. y Subsidiarias

#### ESTADO CONSOLIDADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

ACTIVO	Al 31 de diciembre de		PASIVO Y PATRIMONIO	Al 31 de diciembre de					
	2015	2014		2015	2014				
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>			<b>PASIVO CORRIENTE</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	S/.	283,835.00	S/.	99,167.00	S/.	3,280.00	S/.	40,422.00	
Cuentas por cobrar comerciales, neto	S/.	160,079.00	S/.	217,299.00	S/.	284,257.00	S/.	273,324.00	
Cuentas por cobrar relacionadas	S/.	10,151.00	S/.	161,594.00	S/.	275,398.00	S/.	268,738.00	
Otros activos financieros y reclamos, neto	S/.	73,966.00	S/.	62,385.00	S/.	81,045.00	S/.	102,696.00	
Inventarios, neto	S/.	265,068.00	S/.	250,669.00	S/.	-	S/.	11,685.00	
Crédito por impuesto a las ganancias	S/.	41,656.00	S/.	29,446.00	S/.	152,109.00	S/.	126,238.00	
Cargas diferidas	S/.	11,240.00	S/.	3,613.00	S/.	22,132.00	S/.	23,137.00	
Activos financieros disponibles para la venta	S/.	-	S/.	3,300.00	S/.	23,562.00	S/.	39,624.00	
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	S/.	<b>845,995.00</b>	S/.	<b>827,473.00</b>	S/.	<b>841,783.00</b>	S/.	<b>885,864.00</b>	
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>			<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>						
Cuentas por cobrar comerciales, neto	S/.	4,903.00	S/.	29,570.00	S/.	1,976,486.00	S/.	1,739,200.00	
Otros activos financieros y reclamos, neto	S/.	128,695.00	S/.	72,491.00	S/.	607.00	S/.	-	
Propiedades de inversión, neto	S/.	43,918.00	S/.	44,482.00	S/.	69,401.00	S/.	77,410.00	
Propiedades, planta y equipo, neto	S/.	2,127,752.00	S/.	2,079,926.00	S/.	6,496.00	S/.	17,062.00	
Plusvalía mercantil	S/.	305,555.00	S/.	305,555.00	S/.	-	S/.	11,577.00	
Intangibles, neto	S/.	3,549.00	S/.	4,314.00	S/.	2,052,990.00	S/.	1,845,249.00	
Activo por impuesto a las ganancias diferido	S/.	16,313.00	S/.	-	S/.	2,894,773.00	S/.	2,731,113.00	
Otros activos	S/.	1,666.00	S/.	2,738.00	S/.		S/.		
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	S/.	<b>2,632,351.00</b>	S/.	<b>2,539,076.00</b>	S/.		S/.		
			<b>PATRIMONIO</b>						
			Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora:			S/.	580,981.00	S/.	580,981.00
			Capital social			S/.	71,523.00	S/.	71,523.00
			Acciones de inversión			S/.	16,168.00	S/.	16,168.00
			Reserva legal			S/.	19,350.00	-S/.	17,078.00
			Otras reservas			-S/.	105,250.00	-S/.	16,708.00
			Resultados acumulados			S/.	582,772.00	S/.	634,886.00
			Participaciones no controladoras			S/.	801.00	S/.	550.00
			<b>TOTAL PATRIMONIO</b>			S/.	<b>583,573.00</b>	S/.	<b>635,436.00</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	S/.	<b>3,478,346.00</b>	S/.	<b>3,366,549.00</b>	<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	S/.	<b>3,478,346.00</b>	S/.	<b>3,366,549.00</b>

## Anexo 02

### ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS

	Por el año terminado el 31 de diciembre de	
	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	s/000	s/000
Ventas netas	2,448,445	2,228,823
Costo de ventas	(1,552,789)	(1,493,965)
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>895,656</b>	<b>734,858</b>
Gastos de ventas y distribución	(496,673)	(423,520)
Gastos de administración	(110,089)	(105,051)
Otros Ingresos	86,554	197,118
Otros Gastos	(153,161)	(232,228)
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>222,287</b>	<b>171,177</b>
Ingresos financieros	28,541	2,572
Gastos financieros	(149,371)	(90,639)
Resultado cambiario	(230,960)	(103,573)
Pérdida antes de impuesto a las ganancias	(129,503)	(20,463)
Impuesto a las ganancias	41,212	23,319
<b>(Pérdida)Utilidad neta</b>	<b>(88,291)</b>	<b>2,856</b>
(Pérdida)Utilidad neta atribuible a:	(88,542)	2,799
Propietarios de la controladora	251	57
Participaciones no controladoras	<b>(88,291)</b>	<b>2,856</b>
(Pérdida)Utilidad por acción básica y diluida	<b>(0.136)</b>	<b>0.004</b>

## Anexo 03

### ACTIVO CORRIENTE OPERATIVO

		2015		2014
Efectivo y equivalentes de efectivo	S/.	283,835.00	S/.	99,167.00
Cuentas por cobrar comerciales, neto	S/.	160,079.00	S/.	217,299.00
Inventarios, neto	S/.	265,068.00	S/.	250,669.00
<b>TOTAL</b>	<b>S/.</b>	<b>708,982.00</b>	<b>S/.</b>	<b>567,135.00</b>

### PASIVO CORRIENTE OPERATIVO

		2015		2014
Cuentas por pagar comerciales	S/.	275,398.00	S/.	268,738.00
Cuentas por pagar relacionadas	S/.	63,098.00	S/.	94,197.00
<b>TOTAL</b>	<b>S/.</b>	<b>338,496.00</b>	<b>S/.</b>	<b>362,935.00</b>

### CUENTAS POR PAGAR RELACIONADAS

Se tomaron aquellas que influyen en el negocio de elaboración de bebidas, principalmente las que hacen referencia a la compra de concentrados como insumo.

		2015		2014
Corporación Inca Kola Perú S.R.L	S/.	10,738.00	S/.	24,175.00
Coca Cola Servicios del Perú S.A.	S/.	10,385.00	S/.	13,981.00
Coca Cola Chile S.A.	S/.	41,975.00	S/.	56,041.00
<b>TOTAL</b>	<b>S/.</b>	<b>63,098.00</b>	<b>S/.</b>	<b>94,197.00</b>

## Anexo 04

### PASIVO TOTAL FINANCIERO

#### PASIVO CORRIENTE

Obligaciones financieras	S/.	3,280.00	S/.	40,422.00
Factoring con proveedores	S/.	284,257.00	S/.	273,324.00
Cuentas por pagar relacionadas	S/.	17,947.00	S/.	8,499.00
Otras cuentas por pagar	S/.	152,109.00	S/.	126,238.00
Provisiones	S/.	22,132.00	S/.	23,137.00
Instrumentos financieros derivados	S/.	23,562.00	S/.	39,624.00
<b>TOTAL</b>	<b>S/.</b>	<b>503,287.00</b>	<b>S/.</b>	<b>511,244.00</b>

#### PASIVO NO CORRIENTE

Obligaciones financieras	S/.	1,976,486.00	S/.	1,739,200.00
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	S/.	69,401.00	S/.	77,410.00
Otras cuentas por pagar	S/.	6,496.00	S/.	17,062.00
<b>TOTAL</b>	<b>S/.</b>	<b>2,052,383.00</b>	<b>S/.</b>	<b>1,833,672.00</b>

<b>TOTAL PASIVO FINANCIERO</b>	<b>S/.</b>	<b>2,555,670.00</b>	<b>S/.</b>	<b>2,344,916.00</b>
--------------------------------	------------	---------------------	------------	---------------------