

ALICORP S.A.A. Y SUBSIDIARIAS

Fecha de comité: 28 de diciembre del 2016 con EEFF¹ al 30 de setiembre del 2016 Sector Industrial - Consumo Masivo, Perú

Aspecto o Instrumento Clasificado	Clasificación	Perspectiva
Acciones Comunes	PEPrimera Clase, Nivel 1	Estable
Acciones de Inversión	PEPrimera Clase, Nivel 1	Estable
Bonos Corporativos	PEAAA	Estable

Equipo de Análisis		
Mariella Pajuelo Liberati mpajuelo@ratingspcr.com	Daicy Peña dpeña@ratingspcr.com	(511) 208.2530

Primera Clase, Nivel 1: Las acciones clasificadas en esta categoría son probablemente las más seguras, estables y menos riesgosas del mercado. Muestran una muy buena capacidad de generación de utilidades y liquidez en el mercado.

AAA: Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.

Esta clasificación podrá ser complementada, si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando, respectivamente, la clasificación alcanzada entre las categorías PEAA y PEB.

La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia de uno o más instrumentos; no son de ninguna manera recomendaciones de compra o venta.

Racionalidad

En comité de clasificación de riesgo, PCR decidió ratificar la clasificación de las Acciones Comunes y de Inversión de Alicorp S.A.A. y Subsidiarias en PEPrimera Clase, Nivel 1, y su Programa de Bonos Corporativos en PEAAA. La decisión se soporta en el sólido posicionamiento y diversificación, así como la implementación de su estrategia orgánica e inorgánica, lo cual genera sinergias y economías de escala, sobre las cuales descansa su capacidad de generación de efectivo. Las acciones correctivas aplicadas luego de los eventos circunstanciales suscitados durante el 2014, resaltando las pérdidas por operaciones de materia prima, a raíz de lo cual la Compañía tomó una serie de medidas entre las que se resalta la reestructuración de funciones y mayores controles relacionados a la gestión de riesgo de precios de *commodities*, así como el mayor énfasis en la consolidación de sus adquisiciones y generación de sinergias. Asimismo, se tomó en consideración la recuperación de su perfil crediticio, debido a las medidas tomadas con el fin de reducir y reestructurar su deuda y de esta manera aliviar sus necesidades de efectivo. Del mismo modo, se considera las medidas tomadas para reducir su exposición al riesgo cambiario mediante la recompra de gran parte de sus bonos internacionales. Por otro lado, se considera la desfavorable coyuntura económica que enfrenta la Compañía, lo cual tendrá un impacto en las tasas de crecimiento de sus ventas.

Resumen Ejecutivo

- **Adecuada implementación de su estrategia.** Mediante su estrategia de crecimiento orgánico, la empresa logra obtener un sólido posicionamiento de sus líneas de negocio, lo cual junto con la adecuada segmentación de mercado, le permite tener una amplia presencia en todos los NSE. A nivel internacional ostenta un posicionamiento sólido debido a su estrategia de penetración con marcas reconocidas en mercados locales, lo cual facilita la implementación de sinergias en compras, cadena de abastecimiento, operaciones, tecnología e infraestructura; asimismo, facilita su expansión, mayor acceso y fortalece su plataforma de distribución.
- **Pérdida no recurrente en la cobertura de materias primas, y medidas correctivas aplicadas.** Alicorp cuenta con un área especializada para el manejo del riesgo con el fin de optimizar las compras y minimizar el riesgo mediante estrategias de cobertura con instrumentos financieros derivados. En el 2014 incumplió sus límites de cobertura de inventarios, lo que originó una fuerte pérdida por el resultado de operaciones de derivados de materia prima. Como consecuencia, la Compañía realizó una reestructuración de funciones y cambios de políticas, de las cuales se desprende también un mayor control respecto a estas operaciones. Si bien esto no hace inmune a la Compañía a los movimientos de los precios, ha permitido mitigar sus efectos en los márgenes de rentabilidad.
- **Disminución y reestructuración de deuda financiera, lo que conllevó a una mejora del perfil de amortizaciones, y niveles de solvencia moderados.** Como consecuencia de los eventos circunstanciales presentados al 2014, entre los que resaltan el incremento del monto destinado al fondo de garantía, un siniestro en Argentina y la compra de Global Alimentos, se generaron mayores necesidades de financiamiento. Alicorp incrementó considerablemente su deuda, lo cual generó presiones de liquidez, así como un visible deterioro de su perfil crediticio. Bajo este contexto, durante el 2015, se llevó a cabo diversas medidas para disminuir su deuda, entre las que resalta la considerable disminución de inversiones² así como el no reparto de dividendos³, situación que durante el 2016 se normalizó. Asimismo, con el fin de aliviar sus necesidades de efectivo, llevó a cabo una

¹ No auditados.

² A setiembre 2016, el gasto por CAPEX fue de S/ 101.3MM (setiembre 2015: S/ 117.1MM) y se enfocó en el incremento de la capacidad de la planta de Inbainor en Ecuador y adquisición de nueva maquinaria para las líneas de aceites, salsas y harinas.

³ Cabe mencionar, que luego de la mejora del perfil crediticio se ha retomado la distribución de dividendos repartiéndose en el 2016 un monto de S/46.18 MM.

reestructuración de deuda con lo cual ha suavizado su actual perfil de amortizaciones. Cabe mencionarse, que dicha situación se ha normalizado

- **Menor exposición al riesgo cambiario.** La mayor parte de la exposición al Dólar americano que presentaba Alicorp, y generaba un importante impacto en sus Estados Financieros, era producto de sus bonos internacionales. Como consecuencia, la Compañía ha llevado a cabo recompras, con lo cual actualmente cuenta con una exposición real de 0.7% respecto al Dólar americano. Por otro lado, se resalta el fortalecimiento del Dólar respecto a la moneda local, lo cual encarece la materia prima necesaria para las operaciones de la Compañía, por lo que es de vital importancia el monitoreo y medidas de cobertura para mitigar el impacto del incremento. Con este fin, la Compañía mantiene contratos *call spread*, *swaps*, *forwards* y de opciones.
- **Desfavorable coyuntura económica y desempeño de ingresos.** Como consecuencia de la coyuntura económica desfavorable principalmente a nivel internacional, el creciente nivel de ingresos y la generación real de efectivo de la Compañía registró una reducción durante el periodo evaluado. En este sentido, Alicorp se encuentra llevando a cabo medidas para impulsar sus ventas mediante lanzamientos y relanzamientos de productos; asimismo, busca mejorar sus niveles de rentabilidad mediante la generación de sinergias e incursiones en segmentos con mayores márgenes. Las medidas tomadas, sumadas a la caída de cotización de los *commodities* utilizados por la Compañía, permitió una mejora de sus márgenes de rentabilidad. PCR considera que los ingresos de la Compañía mantendrán una tendencia creciente, de no generarse eventos inesperados que afecten los mismos, no obstante a tasas por debajo de la media histórica producto de la desfavorable coyuntura económica que enfrentan los países en los que posee operaciones.

Análisis Sectorial

Desempeño económico peruano

El desempeño económico peruano a lo largo de los años ha sido favorable y ha estado ubicado alrededor de su nivel potencial, mostrando una variación real entre los años 2008 – 2012 de 7.93%, dejando de lado el año 2009 debido a la crisis económica. El crecimiento sostenido del PBI en los últimos años, la reducción de la pobreza, la inflación controlada, el incremento de la PEA, entre otros factores, dieron impulso al sector de consumo peruano en todos los niveles socioeconómicos, resaltando los segmentos de ingresos más bajos, siendo estos el nuevo motor de consumo. Para la industria de consumo masivo, es de vital importancia el aumento de la clase media, el cual le brinda un impulso adicional, además de ser los principales consumidores en los canales tradicionales, en los cuales Alicorp se centra.

Al 2015, el crecimiento real del PBI fue de 3.3%, mostrando una ligera recuperación respecto al 2014 (2.4%), principalmente como consecuencia de la variación presentada por el sector pesquero. Si bien se espera continúe el crecimiento de la economía, y especialmente de la demanda interna, las tasas mostrarán una ralentización, lo cual influirá en el desempeño de la industria. El Banco Central de Reserva de Perú (BCRP)⁴ estima que el PBI continuaría una senda de recuperación, no obstante aún no alcanzaría los niveles de crecimiento presentados hasta antes del 2012. Para el 2016, la economía cerraría con una variación real de 4.0% y 4.5% para el 2017⁵. Respecto al sector *retail*, este presentó un crecimiento de 5.0% para el 2015, la menor tasa registrada en los últimos diez años, debido al contexto desfavorable respecto al estancamiento de la generación de empleos formales, debilidad de la moneda local, mayor nivel de endeudamiento de las familias, e incremento de precios de alimentos por factores climáticos. De esta forma, los segmentos más afectados fueron las tiendas por departamento y las tiendas de mejoramiento del hogar. Al analizar los factores clave de crecimiento para el sector (empleo formal, inflación, tipo de cambio, créditos de consumo y consumo privado), acorde con BBVA *Research*, la expansión para el 2016 seguirá en niveles bajos (4.0%), mientras que para el 2017 iniciaría la recuperación.

El sector está concentrado en pocas empresas, siendo Alicorp la compañía líder del mercado; en esta línea, la amenaza de entrada de nuevos competidores es limitada, además de la concentración, por la importante inversión requerida, en especial en lo relacionado a plantas productoras de aceites y margarinas, y en otros casos por la necesidad de redes de distribución masivas y eficientes. No obstante, a nivel internacional, se enfrenta con una industria altamente competitiva, por lo que en algunas ocasiones debe reducir sus precios como respuesta a las presiones de otras empresas, lo cual limita su habilidad de incrementar los mismos para compensar alzas en los precios de *commodities*; esto último busca compensarse con mayores volúmenes de ventas, con el fin de no impactar su rentabilidad. En el largo plazo, se espera un desarrollo favorable para este sector, el cual estará impulsado principalmente por el mayor poder adquisitivo de la población y el sector emergente, no obstante, se debe tomar en cuenta la ralentización del crecimiento de la economía, y las menores cifras proyectadas para el consumo privado.

Desempeño económico latinoamericano

Los ingresos internacionales de Alicorp representan 38.2% del total (39.5% a setiembre 2015). Entre los países más representativos destaca Ecuador (12.1% del total de ingresos), país que ha mostrado una importante ralentización de su crecimiento (0.02% al 2015). Acorde con las últimas estimaciones disponibles del Fondo Monetario Internacional (FMI)⁶, para el 2016 se espera que el país se contraiga en 4.5%, tasa que difiere considerablemente a la presentada en las estimaciones realizadas a octubre 2015 (+0.6%), mientras que para los siguientes dos años se espera presente un decrecimiento promedio de 4.4% (promedio octubre 2015: +0.3%). Argentina (7.9% del total de ingresos), se encuentra atravesando una etapa de recesión económica provocada principalmente por la débil inversión privada, inflación creciente, las restricciones para importar y la menor demanda de Brasil. Al 2015 presentó un ligero incremento de 1.2%, impulsado principalmente por los sectores de agricultura y ganadería y construcción, mientras que para el 2016

⁴ Reporte de Inflación Setiembre 2016.

⁵ Reporte de Inflación Diciembre 2015: 4.0% y 4.8%, respectivamente. Reporte de Inflación Setiembre 2015: 3.1% y 4.2%, Reporte de Inflación Mayo: 3.9% y 5.3% respectivamente.

⁶ Actualizado a Abril 2016.

acorde con el FMI se espera una contracción de 1.0% (a octubre 2015: -0.7%), mientras que para los siguientes tres años se espera tasas de crecimiento promedio de 2.8% (a octubre 2015: 0.2%).

Brasil (7.5% del total de ingresos de Alicorp), se contrajo en 3.8% al 2015, la peor caída desde 1996, debido a una caída casi generalizada de los sectores económicos; asimismo, se resalta la menor inversión privada. El FMI estimó que para el 2016 su economía decrecería en 3.8%, y en 0.01% para el 2017 (-1.0% y +2.3%, respectivamente a octubre 2015). Chile (7.2% del total de ingresos de Alicorp), registró un crecimiento de 2.1% al 2015, impactada por el débil desempeño de la demanda interna, debido al bajo consumo y la desaceleración de inversiones, así como por un bajo aporte del comercio exterior. Acorde con las proyecciones del FMI, para los siguientes años se espera un crecimiento conservador de su economía (promedio 2016-2021: 2.7%).

Respecto al sector *retail*, en Ecuador, las ventas crecieron a un nivel menor en contraste con años anteriores, en parte por la incertidumbre generada por regulaciones implementadas por el Gobierno relacionadas a impuestos. Acorde con Euromonitor, se espera que el crecimiento del sector continúe en niveles bajos en el corto plazo. Argentina continúa el desempeño negativo, resaltando el crecimiento presentado se debe a la elevada inflación del país; se espera una posible recuperación a partir del 2017. El mercado de *retail* en Chile se vio afectado por el fortalecimiento del Dólar, lo cual ha causado que los consumidores sean más conservadores respecto a sus gastos; el crecimiento del sector fue menor al presentado en periodos anteriores. Finalmente, en el caso de Brasil, el crecimiento que se observó en las ventas durante el 2015 se deriva de la inflación, y los mayores impuestos aplicados a diversos productos, mientras que los productos importados también se vieron afectados por la depreciación del real. Euromonitor estima una lenta recuperación a partir del 2017.

Materias Primas

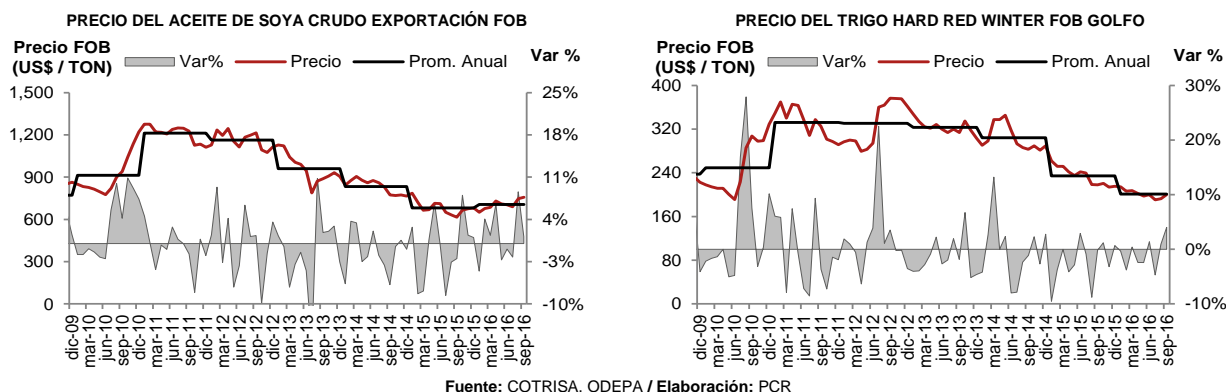
Alicorp es uno de los importadores más grandes de trigo de Sudamérica, así como uno de los mayores importadores de trigo y aceite de soya en Perú⁷, por lo que se encuentra fuertemente expuesta a los efectos derivados de la variación del precio de los mismas. Debido a la gran escala de sus operaciones, la Compañía cuenta con una posición privilegiada para negociar directamente con sus proveedores y obtener la materia prima necesaria a precios reducidos, la cual se refuerza con las continuas adquisiciones que ha venido realizando, lo cual le permite generar sinergias y economías de escala.

Aceite de Soya

La cotización promedio del aceite de soya por tonelada métrica ha disminuido los últimos cuatro años, ubicándose debajo de su precio histórico (promedio 2008-2015 USD 956/tn). Durante el primer semestre 2016 esta tendencia continuó, no obstante, el precio promedio del año se incrementó en línea con el repunte de la cotización, la cual se situó en USD 705.3/tn (+USD 20.4/tn; +3.0%) respecto al periodo similar del año anterior. Si bien en promedio el precio se mantiene por debajo del histórico, el incremento respecto a setiembre 2015 se generó como consecuencia de las previsiones menos favorables sobre la producción en América del Sur, no obstante, no se espera un fuerte repunte. En este sentido, el índice de precios de aceites por la FAO se encuentra en el punto más bajo de los últimos siete años debido al incremento de la producción de granos en América del Sur, resaltando a Brasil y Argentina, así como por la producción de Estados Unidos, apoyada en condiciones climática favorables, y el incremento del área destinada a la soya, mientras que la demanda no ha podido seguir el ritmo de crecimiento. A pesar de las buenas perspectivas, la Compañía mantiene un nivel de inventarios capaz de reducir el impacto y variabilidad del precio. Adicionalmente, es importante considerar el fortalecimiento del Dólar, por lo que los *commodities* tendrán una presión adicional a la baja.

Trigo

El precio internacional del trigo se ha ubicado en los últimos cinco años cerca de sus máximos históricos, no obstante, se observa a partir del 2012 una reducción constante de su cotización, la cual se intensificó durante el 2015, y continuó a setiembre 2016. La disminución del precio promedio del trigo Hard Red Winter en 16.2% (USD 201.2/tn) respecto al periodo similar del año anterior (USD 240.0/tn), responde a mejores perspectivas de cosecha en Estados Unidos, Argentina, Rusia y Ucrania, así como por la disminución de la demanda global, influenciada por un menor consumo de China. Por este motivo, se espera que el trigo continúe cotizando a niveles inferiores que el promedio histórico (2008-2015: USD 294.8/tn), no obstante, con un ligero sesgo al alza, en línea con el comportamiento de los precios de contratos futuros.



⁷ Fuente: Alicorp Final Offering Memorandum

Aspectos Fundamentales

Reseña

Alicorp fue constituida en 1956 bajo el nombre de Anderson Clayton & Company, empresa dedicada a la producción de comestibles y grasas. En 1971 fue adquirida por el Grupo Romero, pasando a denominarse Compañía Industrial Perú Pacífico S.A. (CIPPSA). En los siguientes años, CIPPSA llevó a cabo una serie de fusiones, ampliando su objeto social; posteriormente, en el año 1995 cambió su denominación a Consorcio de Alimentos Fabril Pacífico (CFP), para luego volver a cambiarla en 1997, año el cual pasó a denominarse Alicorp S.A.A. Es así que en la década de los noventa, en manos de sus nuevos dueños, Alicorp aplica una estrategia de diversificación basada en la adquisición de diversas empresas, con lo que consiguió un amplio portafolio de productos, así como la consolidación de su presencia nacional e internacional.

A partir del 2002, la Compañía adoptó una estructura organizacional basada en tres unidades de negocio: consumo masivo, productos industriales y acuicultura. Asimismo, en julio del 2009, acorde con su estrategia de diversificación, desarrolló una nueva estructura organizacional enfocada en el crecimiento de la empresa y su internacionalización, mediante la incorporación de niveles de Vicepresidencia y Directores para cada unidad de negocio y áreas más importantes. Actualmente, la empresa se dedica a la producción y comercialización de productos alimenticios, aceites y grasas industriales, productos de limpieza y cuidado personal, entre otros. Alicorp cuenta con operaciones en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Honduras, Ecuador, y exporta a más de 23 países.

Grupo Económico

Alicorp y Subsidiarias (en adelante, Alicorp, o la Compañía) pertenece al Grupo Romero, uno de los más grandes de Perú, el cual está conformado por 16 empresas líderes en diversos sectores económicos. El Grupo de capitales peruanos participa en los sectores de consumo masivo, agrícola, energía, industria, servicios logísticos, marítimos y portuarios, así como servicios empresariales, y está presente en 10 países latinoamericanos. El Grupo mantiene una participación directa e indirecta ascendente a 45%.

Accionariado, Directorio y Estructura Administrativa

La estructura accionarial de Alicorp S.A.A. y Subsidiarias comprende a i) Birmingham Merchant, dedicada a la importación y exportación de productos en general, ii) AFP Integra S.A., fundada en el año 1993, la cual cuenta desde el año 2011 con el respaldo de Sura, grupo líder en pensiones y seguros, iii) Prima AFP inició sus operaciones en el 2005 y cuenta con el respaldo del Grupo Crédito, grupo financiero con más de 125 años de experiencia, iv) Grupo Piurano de Inversiones, sociedad dedicada a administrar acciones de su propiedad, v) Profuturo AFP, fundada en 1993, forma parte del Grupo Scotiabank, una de las instituciones financieras más sólidas a nivel mundial con experiencia de 180 años, vi) Atlantic Security Bank, constituida en 1981, subsidiaria de Credicorp, principal conglomerado financiero de Perú, y vii) otros.

COMPOSICIÓN ACCIONARIAL (SETIEMBRE 2016)			
Accionista	Número de Acciones	Participación	Grupo Económico
Birmingham Merchant	93,547,435	11.04%	-
AFP Integra S.A.	86,830,494	10.37%	Grupo Inversiones Suramericana
Prima AFP	72,718,996	8.38%	Credicorp Ltd.
Grupo Piurano de Inversiones	66,001,799	7.79%	Grupo Romero
Profuturo AFP	58,583,116	6.97%	The Bank of Nova Scotia
Atlantic Security Bank	46,508,896	5.49%	Credicorp Ltd.
Otros	423,000,995	49.96%	

Fuente: Alicorp S.A.A. / Elaboración PCR

Los miembros del Directorio⁸, elegidos por la Junta General de Accionistas celebrada con fecha 25.03.2013, cuentan con una antigüedad promedio mayor a 10 años. Los directores tienen una formación profesional diversa con predominancia en economía y administración, y cuentan con amplia experiencia principalmente en los sectores de servicios, industria y comercio.

COMPOSICIÓN DE DIRECTORIO Y ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA (SETIEMBRE 2016)

Directorio		Gerencia y Jefaturas	
Dionisio Romero Paoletti	Presidente	Alfredo Pérez Gubbins	Gerente General
Luis Romero Belismelis	Vicepresidente	Pedro Malo Rob	VP. Finanzas, Adm, y Sist. Corporativo
José Antonio Onrubia Holder	Director	Jaime Butrich Velayos	VP. Supply Chain Corporativo
Ángel Irazola Arribas	Director	Patricio Jaramillo Saá	VP. Consumo Masivo Perú
Calixto Romero Guzmán	Director	Salvador Renato Falbo	VP. Consumo Masivo Internacional
Juan Escudero Velando	Director Independiente	Stefan Stern Uralde	VP. Negocio Productos Industriales
Aristides De Macedo Murgel	Director Independiente	Paola Ruchman Lazo	VP. de RRHH Corporativos
José Raimundo Morales Dasso	Director Independiente		
Manuel Romero Belismelis	Director Suplente		
Rafael Romero Guzmán	Director Suplente		

Fuente: Alicorp S.A.A. / Elaboración PCR

El 30 de abril de 2015, se comunicó el cambio de Paolo Sacchi Giurato, CEO de Alicorp durante 4 años, quien fue reemplazado desde octubre del 2015 por Alfredo Pérez Gubbins, ex CEO de Corporación Grupo Romero, antes CFO de Alicorp por 4 años. Adicionalmente, Diego Rosado Gómez de la Torre, dejó su puesto como Vicepresidente de Finanzas, Adm, y Sist. Corporativo durante el mes de mayo 2015. Con vigencia a partir del 18 de noviembre del 2015 se designó como su reemplazo a Pedro Malo Rob, quien cuenta con amplia experiencia en Banca, Tesorería y Desarrollo de Negocios. La plana gerencial tiene en promedio 16 años de permanencia, a excepción de Paola Ruchman quien asumió el cargo en el 2013.

⁸ El número de directores normalmente oscila entre 6-9 y son elegidos cada 3 años.

Desarrollos Recientes

- Con fecha 08 de noviembre de 2016, mediante Junta General de Accionistas, se aprobó un financiamiento mediante la emisión de instrumentos representativos de deuda para la reestructuración de pasivos por un máximo de PEN 1,500 MM o su equivalente en Dólares Americanos a ser emitidos dentro de uno (o varios) programa(s) de emisión. Podrán estar representados por cualquier tipo de instrumento representativo de deuda permitido a las empresas, a ser colocados mediante oferta pública o privada.
- Con fecha 08 de noviembre de 2016, mediante Junta General de Accionistas se acordó designar al señor Carlos Heeren Ramos como director titular de la sociedad por el periodo que le resta al Directorio.
- Con fecha 30 de marzo de 2016, mediante Junta de Accionistas, se acordó el pago de un dividendo por PEN 46.2 MM, correspondiente a las utilidades de los años 2010 y 2011.
- Con fecha 18 de marzo de 2016, se informó la decisión de emitir valores bajo el Tercer Programa de Bonos Corporativos de Alicorp a través de la Tercera y Cuarta Emisión, cada una por un monto de hasta PEN 300 MM.
- Con fecha 15 de febrero de 2016, se informó la constitución de la subsidiaria Vitapro Honduras S.A. cuyo objeto social es dedicarse a la producción y comercialización de productos e insumos agroindustriales.
- Con fecha 19 de enero de 2016, el Comité Especial de la Bolsa de Valores de Lima autorizó a Credicorp Capital Sociedad Agente de Bolsa S.A. como Formador de Mercado de las acciones de Alicorp S.A.A.

Estrategia y Operaciones

Operaciones

Las operaciones de Alicorp consisten en la fabricación y distribución de sus productos, así como la distribución de productos fabricados por terceros. Alicorp se centra en la comercialización en sus mercados locales y adicionalmente realiza exportaciones a más de 23 países. Al cierre del 2015, se ubicó en el puesto 95 del ranking de principales exportadores a nivel nacional, con envíos que sumaron USD 48.2 MM⁹. En Perú, opera a través de 33 distribuidores exclusivos, cuenta con 10 almacenes de planta, 13 centros de distribución, 25 oficinas de venta y 29 plantas industriales; también, tiene acceso a los 4 puertos más importantes del país. Las ventas consolidadas de Alicorp se dan a través de mayoristas (31.9% del total), distribuidores exclusivos (12.6%), clientes industriales - panaderías (25.4%), y canal moderno (30.1%), resaltando que su cadena de distribución y la gestión de los puntos de venta es una de las más importantes fortalezas de la Compañía.

Para lograr una mayor penetración de mercado, según nivel socioeconómico, Alicorp realiza una segmentación de mercado por poder adquisitivo, por lo que sus productos se dividen en *Premium*, *Estándar* y *Económico*. Cada división se orienta a un público objetivo definido, lo que le permite tener una amplia presencia en todos los niveles socioeconómicos. Actualmente, la Compañía se encuentra abocada a 10 plataformas: Harinas, Aceites, Cuidado del Hogar, Cuidado Personal, Salsas, Impulso¹⁰, Panificación, *Food Service*, Productos Agrícolas y Acuicultura. Asimismo, se centra en la innovación, creación de marcas sólidas (con participaciones de mercado superiores a 40%), así como en poseer un portafolio diversificado con presencia regional, eficiencia, lanzamiento y creación de productos novedosos. Alicorp cuenta con tres líneas de negocio, como se muestra a continuación:

Consumo Masivo (CM)

CM es su segmento más representativo, generando durante el periodo 2011-2015 en promedio el 58.9% de sus ingresos totales, resaltando que dicho porcentaje ha venido disminuyendo, en parte producto del menor crecimiento del segmento. Alicorp es la compañía más grande de consumo masivo de Perú, líder en todas las categorías donde desarrolla actividades de negocio y es la segunda a nivel latinoamericano, lo cual se sustenta en el sólido posicionamiento de sus 58 marcas. La Compañía tiene operaciones en Perú, Argentina, Brasil, Ecuador y Colombia, en los cuales ostenta un sólido posicionamiento derivado de su estrategia de adquisiciones de empresas con fuerte presencia y gran conocimiento del mercado en el que operan. A raíz de sus mayores operaciones, obtiene beneficios derivados del mayor poder de negociación para la compra de *commodities*, así como economías de escala, y sinergia en sus operaciones, distribución, y gestión de marca, lo que le permite seguir consolidándose y mantener su liderazgo. Como consecuencia de las adquisiciones internacionales se observó una gradual desconcentración de sus ingresos del ámbito local, no obstante las adquisiciones realizadas en Perú brindan un mayor impulso.

El segmento presentó un crecimiento compuesto de 8.7% entre el periodo 2011-2015, resaltando una marcada desaceleración durante el 2014 y 2015, en línea con la ralentización de la economía. A setiembre 2016, los ingresos generados por este segmento disminuyeron (-PEN 29.2 MM; -1.1%), dado que si bien la división en Perú se encuentra afectada por el menor consumo privado, tuvo un ligero incremento en ventas y volumen debido a una mayor participación de mercado, mientras que el desempeño de la división internacional presentó una contracción, explicada principalmente por la depreciación relativa del Peso Argentino, parcialmente mitigado por la recuperación del Real Brasileño. No obstante, las ventas en Argentina y Brasil se incrementaron en sus respectivas monedas locales, a pesar del menor volumen de ventas, derivado del incremento del precio y la agresiva competencia, sumado al menor poder adquisitivo de la población en Argentina. Es de mencionar que se obtuvo una variación interanual favorable a pesar de la caída en el volumen de ventas en Brasil la cual se generó por complicaciones en la implementación de un nuevo *software* ERP. A partir del 2015 se observó una importante mejora en el margen bruto, en línea con el énfasis en plataformas clave y los esfuerzos de optimización y búsqueda de eficiencias, además de mejoras en la gestión de compra de insumos clave¹¹, con lo cual el margen pasó de 34.4% a 36.1% a setiembre 2016. Asimismo, el comportamiento favorable del margen EBIT¹² (pasó de 9.3% a 9.4%) refleja el incremento de

⁹ Al cierre del 2014, se ubicó en el puesto 42 del ranking de principales exportadores a nivel nacional, con envíos que sumaron USD 159.8 MM.

¹⁰ Incluye instantáneos (postres y refrescos), galletas, caramelos y chocolates.

¹¹ Optimización de tiempo entre ejecución de compra y uso de inventarios, y eficiencia en gestión de fletes.

¹² No considera otros ingresos y gastos.

precios en las principales categorías, y los menores costos de materias primas. El segmento de Consumo Masivo es el que presenta el margen bruto más elevado, y el segundo respecto al margen operativo. La rentabilidad del segmento es potenciada por la realización de compras corporativas con el fin de obtener mejores precios. Acorde con los planes de la Compañía, para los siguientes periodos buscará potenciar su crecimiento incursionando en Bolivia y Ecuador, y potenciando los mercados de Argentina y Brasil.

PRINCIPALES ADQUISICIONES Y VENTAS DEL SEGMENTO DE CONSUMO MASIVO 2008-2014

Año	Principales adquisiciones y ventas
2008	The Value Brands Company (post. Alicorp Argentina S.A.), y The Value Brands Company de San Juan S.A.
2010	Alicorp Argentina adquirió Sanford S.A.C.I.F.I.yA., empresa argentina de gran prestigio dedicada a la producción y venta de galletas. Alicorp Argentina realizó la compra de las empresas argentinas Italo Manera S.A. y Pastas Especiales S.A., dedicadas a la venta y producción de pastas, jugos y queques. Alicorp se retiró del negocio de helados mediante la venta de los activos correspondientes al mismo, los cuales fueron transferidos a Nestlé Perú S.A., resaltando que la venta sólo incluyó la maquinaria y los equipos relacionados con las actividades de producción y comercialización, más no las marcas relacionadas al mismo (Lamborghini y Eskimo).
2011	Adquisición del Grupo Incalsa ¹³ (USD 23.60 MM), productor de salsas y aderezos para el segmento <i>Food service</i> .
2012	Alicorp y Molinera Inca (subsidiaria) vendieron a ONC Perú los activos vinculados al negocio de procesamiento de aceite de pescado con Omega 3. Compra de Industrias TEAL (PEN 424.48 MM) compañía dedicada a la fabricación y comercialización de diversos productos bajo la marca SAYON, y compra de Pastificio Santa Amalia S.A. (USD 96.00 MM), empresa brasilera, dedicada al segmento de pastas, galletas, entre otros, y distribución de productos de cuidado del hogar y cuidado personal.
2013	Transferencia de Mimaskot y Nutrican a Empresas Carozzi S.A. (Chile) y a su subsidiaria en Perú Molitalia S.A. (USD 35.8 MM). En la misma fecha, Alicorp celebró un contrato de fabricación con Molitalia S.A. y seguirá produciendo ambas líneas.
2014	Global Alimentos y Molino Saracolca ¹⁴ (por USD 107.7 MM), empresas líderes en la producción de cereales en el mercado peruano.

Fuente: Alicorp S.A.A. / Elaboración PCR

Productos Industriales (PI)

En esta línea de negocio, se incluyen productos alimenticios dirigidos a restaurantes, panaderías y pastelerías a través de sus 3 sub negocios: *Food Service*, Grandes Industrias y Panificación. El segmento está conformado por un portafolio de 31 marcas enfocadas principalmente al mercado nacional. Durante el periodo 2011-2015, el segmento ha representado en promedio 26.1% de los ingresos totales de Alicorp, no obstante, ha mostrado una tendencia decreciente al igual que la participación del segmento de consumo masivo, en línea con la desaceleración del consumo privado, así como por el fuerte crecimiento del segmento de acuicultura. El crecimiento compuesto de PI para el periodo 2011-2015 fue de 3.4%. Adicionalmente a los factores mencionados, el menor crecimiento del segmento en los últimos periodos, y la ligera contracción experimentada al 2015 (-0.8%) se debió a la mayor competencia de precios dentro del mismo, no obstante, a setiembre 2016 es el único segmento que logró un incremento de sus ingresos (+PEN 26.5 MM; +2.4%), y a diferencia del año anterior, obtuvo un incremento del margen bruto (de 22.4% a 25.2%) y margen EBIT¹⁵ (de 6.7% a 9.0%), influenciado por el menor precio de materia prima, así como a eficiencias en distribución¹⁶. Como parte de la estrategia de largo plazo para este segmento, Alicorp busca ampliar su oferta mediante la incursión en nuevos segmentos y categorías como el de panificación congelada. Por otro lado, en el corto plazo ha considerado una agresiva estrategia de precios y el desarrollo de un nuevo modelo de negocios para ingresar a diferentes segmentos del mercado con mayor valor agregado, basados en el objetivo de recuperar participación de mercado en la categoría de harinas industriales frente a competidores de menor precio.

Acuicultura (AC)

Alicorp participa en este segmento a través de 2 marcas, i) Nicovita, la cual juega un rol importante en la industria acuícola con alimento balanceado para camarones y peces en Perú, y camarones en Ecuador, y ii) Vitapro en Chile, marca de alimento para peces; además exportan sus productos a 9 países. El segmento contribuyó durante el periodo 2011-2015 con 15.0% de los ingresos. El crecimiento exponencial presentado de NA, especialmente a partir del 2012, se debe a la adquisición de Vitapro Chile (antes Salmofood), dedicada a la producción y comercialización de alimentos para salmones, lo cual impulsó su tasa de crecimiento compuesto (2011-2015: 45.0%). En periodos anteriores, el segmento estuvo impulsado por el crecimiento inorgánico, así como de la construcción de la planta Inbalnor, y la depreciación del Sol, dado que los ingresos son íntegramente en Dólares. Sin embargo, a setiembre 2016 se observó por primera vez dentro del periodo evaluado una contracción de los ingresos (-PEN 28.1 MM; -2.7%), afectado por factores circunstanciales relacionados al fenómeno de "El Niño", lo cual trajo consigo una menor producción de salmón en Chile, y camarones en Ecuador; a esto se le suma el fenómeno de algas nocivas (producto del incremento de la temperatura del agua), lo cual afectó también la producción en Chile. Si bien se observó un decrecimiento, este es menor al acumulado hasta junio 2016 debido al incremento en el precio promedio debido a un cambio en el *mix* de ventas hacia productos de mayor valor agregado, principalmente. A pesar de ello, se observó una recuperación del margen bruto (pasó de 18.9% a 20.8%), luego de la disminución del mismo durante el 2015 producto de la menor demanda de alimento balanceado para salmones, derivada de la reducción del precio del salmón, así como la caída en el precio del alimento balanceado para camarones como consecuencia del menor costo de las materias primas. El margen EBIT¹⁷ disminuyó (pasó de 12.2% a 11.3%) producto del registro de una provisión por cobranza dudosa por PEN 6.6 MM; sin dicho efecto, el margen se hubiera mantenido relativamente estable.

Es importante resaltar la construcción de la primera planta de alimentos balanceados en Ecuador, inaugurada en el 2013 con una capacidad de 100M toneladas anuales, la cual tiene por objetivo hacer frente a la creciente demanda del sector camaronero ecuatoriano. Con la inversión, se obtienen beneficios por los menores costos y optimización de recursos, además de la duplicación de la producción de alimentos balanceados; asimismo, durante el 2016 se llevaron a cabo trabajos de ampliación de la planta, con el fin de obtener una producción de 210M toneladas anuales. Otro hito importante para este segmento fue la creación de la subsidiaria

¹³ Está compuesto por Industria Nacional de Conservas Alimenticias (Incalsa), Alimentos Peruanos S.A. (Alpesa), Garuza Transportes S.A. y S.G.A. S.A.

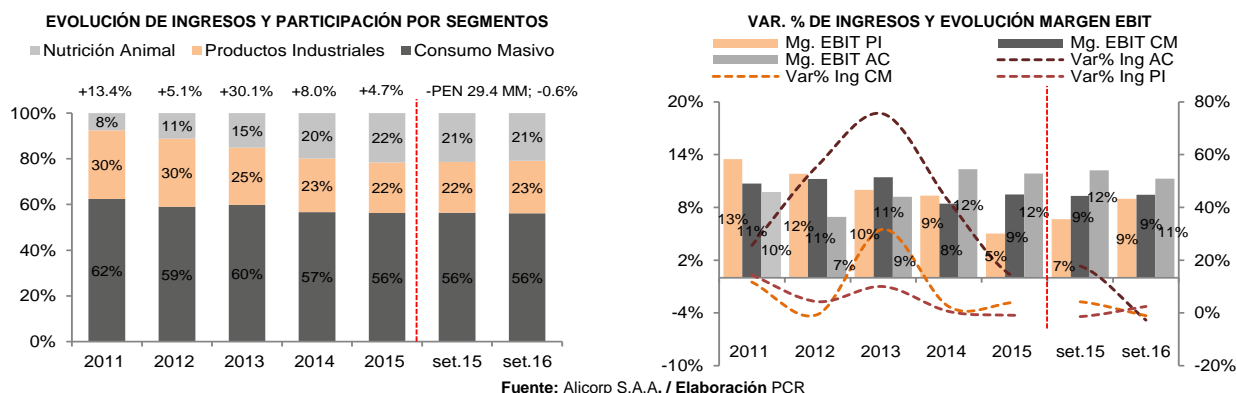
¹⁴ En diciembre 2014 Global Alimentos SAC absorbió por fusión a Molino Saracolca SAC.

¹⁵ No considera otros ingresos y gastos.

¹⁶ Expansión de rutas y recomposición de *mix* de canales por tipo de producto.

¹⁷ No considera otros ingresos y gastos.

Vitapro en febrero 2014, la cual consistió en una reorganización simple mediante la cual Alicorp S.A.A. y Molinera Inca transfieren los activos relacionados a acuicultura a la mencionada subsidiaria, con lo cual se dio un enfoque más especializado al rubro, dado que requiere de conocimientos y necesidades diferenciadas a las otras dos líneas de negocio. La entrada en vigencia de la reorganización fue el 1 de julio de 2014. Adicionalmente, en febrero 2016 se constituyó la subsidiaria Vitapro Honduras S.A.; es de mencionar que Alicorp busca implementar una planta de producción en dicho país, asimismo, busca desarrollar y fortalecer la relación con sus clientes mediante lanzamiento de una nueva línea de producto en Perú, potenciar la red de distribución, entre otros.



Si bien se espera que el segmento continúe creciendo dados los hitos mencionados anteriormente, se estima que el mismo se ubique por debajo del presentado en el periodo de evaluación (2011-2015), producto de las expectativas de crecimiento de Ecuador y Chile, entre otros efectos transitorios como la reducción del precio del salmón, y fenómenos naturales.

Estrategia Corporativa

Alicorp se enfoca en consolidar el liderazgo de sus plataformas claves y mantener un sólido crecimiento orgánico e inorgánico. La estrategia se sustenta en la amplia participación de mercado con la que cuenta en los mercados en los que opera, así como en la creación de valor agregado para sus productos con el fin de conseguir un crecimiento sostenido, y una alta recordación de sus marcas.

El objetivo a largo plazo de Alicorp es crecer acorde con la clase media de América Latina, a través del conocimiento de su público meta, para lograr anticiparse a la demanda. La Compañía se enfocó desde el 2001 en el crecimiento inorgánico, con el fin de penetrar los mercados con marcas que prefieren los consumidores locales, por lo que ha adquirido participación en distintas empresas a nivel internacional, como en Ecuador, Argentina, Colombia, Brasil y Chile. No obstante, a partir del 2014, Alicorp viene dando un mayor énfasis al crecimiento orgánico. Es importante señalar que los esfuerzos y decisiones a nivel corporativo que viene tomando se encuentran adecuadamente encaminados dentro de los lineamientos de su plan estratégico. La Compañía se basa en cinco ventajas competitivas para impulsar el liderazgo de sus marcas y obtener una sólida y creciente rentabilidad.

PRINCIPALES PILARES DE ESTRATEGIA

Estrategia	Principales Aspectos
Go-to-market	Se refiere a la escala y administración de riesgo, distribución y ventas mediante el canal tradicional a nivel regional. Sus canales de venta, y la distribución de productos, le permiten llegar a clientes de diverso poder adquisitivo.
Manejo de marcas	Alicorp cubre amplias cuotas de mercado, apoyada en su diversificada línea de productos y la segmentación existente de sus marcas, gracias a que muchas de ellas van dirigidas a un público objetivo definido, lo que le permite tener una amplia presencia en el consumo de todos los niveles socioeconómicos. La Compañía se concentra en generar un sólido portafolio con oportunidades de crecimiento que cumplan las expectativas de retorno sobre el capital invertido (ROIC).
Desarrollo de productos	La innovación constante – búsqueda de nuevas oportunidades y tendencias para la introducción de nuevos productos- se encuentra entre las prioridades de la Compañía, lo cual ha logrado en los últimos años y por ende ha visto reforzada su posición competitiva.
Fusiones y adquisiciones	Estrategia de plataformas, priorizando el crecimiento de sus categorías core. Gestiona marcas, fusiones y adquisiciones como palancas principales que sustentan sus operaciones en cada país. La Compañía toma en cuenta el <i>know how</i> que poseen las posibles empresas a adquirir, su posicionamiento, y fortaleza de distribución, entre otros factores, con el fin de generar sinergias y economías de escala.
Compra de commodities	Alicorp cuenta con una posición privilegiada para negociar directamente con sus proveedores debido a la escala de sus operaciones. Su poder de negociación se ha visto reforzado por sus continuas adquisiciones.

Fuente: Alicorp S.A.A. / Elaboración PCR

Política de Gestión de Riesgo de Commodities

Como consecuencia de los eventos suscitados a raíz del resultado negativo de la cobertura de materias primas durante el 2014, la Compañía ha tomado diversas medidas con el fin de mitigar la exposición al riesgo que enfrenta por la volatilidad del precio de *commodities*. Ante este hecho, Alicorp anunció la revisión integral de sus operaciones de cobertura de materia prima, la cual además trajo consigo una reestructuración de funciones y autonomías, así como también la revisión de controles. De esta forma, las decisiones de coberturas de materias primas, las cuales se centralizaban en un área, se dividieron entre los equipos de Contraloría Corporativa, Planeamiento Financiero y Tesorería Corporativa para un mejor control de riesgos. Adicionalmente, dentro de su Política, se resalta que Alicorp sólo contrata Instrumentos Financieros Derivados (IFDs) con entidades financieras de primer nivel con el fin de minimizar el riesgo de contraparte, asimismo, cuenta con modelos propios de valorización de IFDs.

En cuanto al control y supervisión del cumplimiento y adecuado manejo del riesgo, la Vicepresidencia de Finanzas Corporativas supervisa y administra las operaciones tanto de compra como de cobertura de la materia prima, mientras que el Directorio debe aprobar las estrategias utilizadas, así como los cambios en la misma. Por último, el Comité de Riesgos es el encargado de proponer

cambios en la Política en caso considere necesario, así como de velar por el cumplimiento de los límites establecidos y controlar la gestión de riesgo. El Comité está conformado actualmente por 4 Directores y el Gerente General de la Compañía.

ÁREAS Y FUNCIONES RELEVANTES PARA EL MANEJO DEL RIESGO DE COMMODITIES

Área	Principales Aspectos
Front Office	Responsable de la toma de posiciones en el mercado financiero, así como de establecer las estrategias y gestionar el riesgo de <i>commodities</i> . Se encuentra representado por el Director de Compras de Materia Prima y reporta a la VP de Finanzas Corporativas.
Middle Office	Controla, evalúa y reporta la exposición y efectividad de la cobertura. Se encuentra representado por la Gerencia de Riesgos Financieros (creada desde 2015) y reporta a la VP de Finanzas Corporativas.
Back Office	Responsable del registro contable bajo IFRS. La unidad de contabilidad y costos se encarga de esta actividad, y reporta a la VP de Finanzas Corporativas.

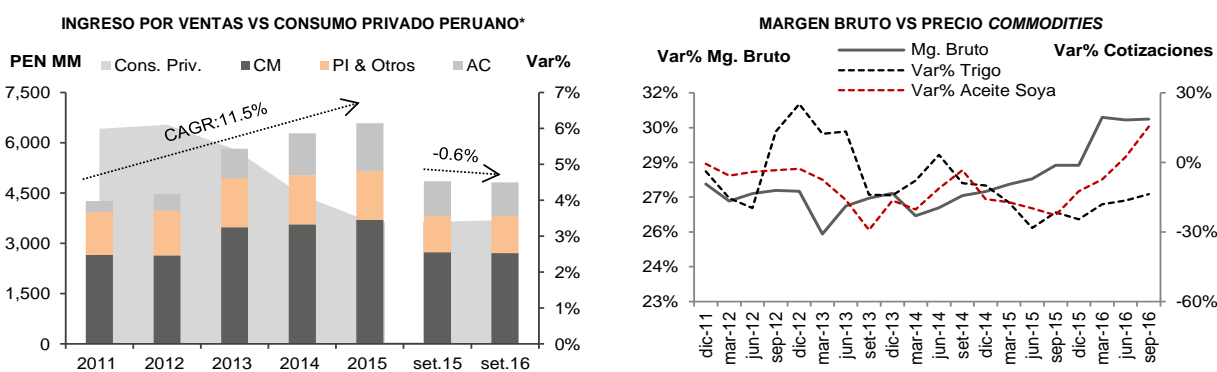
Fuente: Alicorp S.A.A. / Elaboración PCR

Análisis Financiero

Eficiencia Operativa

Los ingresos de Alicorp mantienen una tendencia creciente a lo largo de los años, aunque a tasas bastante diferenciadas como consecuencia de la compra y venta de activos de diversos negocios. En ese sentido, se aprecia una disminución de la tasa de crecimiento luego del año 2008, para luego incrementarse durante el 2011 y 2012 acorde con las adquisiciones realizadas en Argentina y Perú, mientras que a partir de marzo 2013, recibe un fuerte impulso en línea con la adquisición del Grupo Incalsa, Industrias TEAL y Pastificio Santa Amalia, y al 2014 la adquisición de Global Alimentos. Es de resaltar que la mayor parte de sus ventas se generan en Perú y se soportan en el crecimiento del PBI, y más específicamente en el desempeño de la demanda interna, así como en la variación de la clase media, variables que en los últimos periodos se han desacelerado. Acorde con el BCRP¹⁸, se esperan mejoras en cuanto al crecimiento de la economía, aunque sin alcanzar niveles históricos, mientras que los demás países latinoamericanos donde tiene operaciones Alicorp, no presentan perspectivas favorables para el 2016 y 2017.

Al cierre del 2015, a pesar de las dificultades económicas presentadas en los países en los que se encuentra presente Alicorp, continuó el incremento de sus ingresos, sustentado en el lanzamiento de productos y fortalecimiento de marcas, así como en la consolidación de su red de distribución en la división de CM Internacional y la ampliación de base de clientes en el negocio de Acuicultura, segmento que fue el principal motor del crecimiento, influenciado también por la inauguración de una planta en Ecuador. Este comportamiento contrasta con el presentado a setiembre 2016, periodo en el cual los ingresos decrecieron (-PEN 29.4 MM; -0.6%) por primera vez dentro del periodo de evaluación, no obstante la magnitud de dicha contracción se redujo en contraste con lo acumulado durante los primeros seis meses del año. Desagregando por segmento de negocio, los menores ingresos se generaron como consecuencia de i) el segmento de Consumo Masivo Internacional, como consecuencia de menores volúmenes de venta, y ii) el segmento de Acuicultura debido al impacto negativo de fenómenos naturales, no obstante, se espera una recuperación consecuencia de la duplicación de la capacidad de producción de la planta Inbalnor en Ecuador. A setiembre 2016, los ingresos estuvieron impulsados principalmente por el crecimiento en ventas de Perú¹⁹. Las cifras presentadas por la Compañía se encuentran influenciadas por el tipo de cambio, en este sentido, por el lado del negocio de acuicultura, los ingresos incluyen el efecto de la apreciación del Dólar respecto al Sol, lo que genera un efecto positivo. Asimismo, se resalta que al presente periodo influye la elevada inflación de Argentina.



Fuente: Alicorp S.A.A., COTRISA, ODEPA / Elaboración PCR

Los ingresos de Alicorp presentan una mayor diversificación, tanto a nivel de segmentos como de proveniencia. La diversificación respecto a la proveniencia de ingresos es conveniente y mitiga efectos de los ciclos económicos de cada país. Como consecuencia del contexto macroeconómico menos favorable, las expectativas económicas de la región, y el mayor énfasis al crecimiento orgánico, se espera que las tasas de crecimiento de los ingresos de la Compañía se mantengan por debajo de la tasa de crecimiento compuesta del periodo de evaluación (11.5%), resaltando que el mismo se encuentra influenciado por las adquisiciones realizadas.

¹⁸ Reporte de Inflación Setiembre 2016.

¹⁹ No se toma en cuenta incremento de Uruguay dado que tiene condición de *trader* interno y se compensa al momento de consolidar la información.

En relación al costo de ventas, gran parte de estos se derivan de la compra de materia prima e insumos, lo cual conlleva a una fuerte variabilidad en el mismo, dada la volatilidad del precio de los *commodities*. Dicha volatilidad se traslada al margen bruto de la Compañía, por lo que un adecuado manejo del *stock* y administración de riesgos de precios de *commodities* es fundamental. En este sentido, se resalta la relativa estabilidad al cierre de cada año dentro del periodo evaluado. Con el fin de protegerse, Alicorp se cubre mediante contratos futuros y opciones. Adicionalmente, dada la creación de sinergias y economías de escala, la Compañía ha reforzado su poder de negociación, lo cual junto con la diversificación de ingresos, trae consigo una reducción de la volatilidad del margen, dado que una porción más grande de los ingresos se originan en rubros no relacionados al trigo y la soya. En este sentido, se espera que Alicorp no enfrente problemas con el precio de la soya y el trigo, ya que según la OECD y la FAO, se encuentran en niveles bastante inferiores en contraste con el periodo histórico, y no muestran signos de repuntar de forma importante, sin embargo, es de mencionar el fortalecimiento del Dólar en la región, lo cual eleva significativamente el costo de las materias primas.

La participación del costo de ventas ha mantenido una proporción relativamente estable respecto a los ingresos dentro del periodo evaluado (2011-2015). A setiembre 2016 se observó un comportamiento contrario y disminuyeron de forma considerable, generando así un incremento del margen bruto (de 28.4% a 30.4%), alcanzando el nivel más elevado dentro del periodo de evaluación, impulsado por los tres segmentos de negocio. El mayor margen se sustenta en la caída del precio de *commodities*, y las medidas tomadas por Alicorp, entre las que resaltan i) generación de eficiencias y consolidación de capacidad productiva, ii) optimización de costos de producción, y iii) estrategia de compra y cobertura, la cual le permite mayor competitividad y flexibilidad.

Los gastos de ventas de Alicorp se han incrementado considerablemente a partir del 2013, como consecuencia de los mayores servicios prestados por terceros, los cuales se encuentran relacionados a las adquisiciones realizadas (hasta el 2014), y en menor medida por cargas de personal. Los gastos de administración han seguido la misma tendencia como consecuencia de mayores gastos de personal y servicios de consultoría y asesorías relacionados a mantenimientos y reparaciones. A pesar de la aceleración del incremento de los gastos operativos, se han mantenido relativamente estables en proporción con los ingresos de la Compañía, lo cual refleja un manejo adecuado de los mismos, resaltando que el incremento presentado respondía a las adquisiciones realizadas. Si bien al 2015 los gastos crecieron a razones menores en contraste con periodos anteriores, la tendencia de la proporción de los mencionados gastos a ingresos continúa su tendencia creciente como consecuencia de desembolsos relacionados a almacenaje, consultorías y servicio de recompra de deuda. A setiembre 2016, se observó un incremento derivado principalmente de mayores gastos de venta relacionado a la provisión de cobranza dudosa de Vitapro Chile, y en menor medida gastos relacionados a las nuevas emisiones de bonos. De esta forma, los gastos operativos pasaron de representar 19.3% (setiembre 2015) a 20.6% (setiembre 2016).

Al cierre del 2014, el resultado EBIT²⁰ de la Compañía presentó una considerable disminución ocasionada principalmente por el resultado negativo de operaciones con derivados de materias primas. Aislado el efecto de la pérdida por operaciones con derivados de materia prima al 2014, el resultado EBIT²¹ de Alicorp presentó un incremento de PEN 10.9 MM (+2.0%) al 2015. La pérdida en derivados se generó por la toma de posiciones que excedieron la política de cobertura de inventarios y por riesgos asumidos por fuera de sus controles internos, lo cual en un contexto de subida de precios bajo la crisis de *commodities* en Rusia y Ucrania, ocasionó una fuerte pérdida (PEN 207.5 MM). Ante este hecho, Alicorp anunció la revisión integral de sus operaciones de cobertura de materia prima, la cual además trajo consigo la reestructuración de funciones y autonomías, así como también la revisión de controles, de esta forma la pérdida cerró en PEN 30.0 MM²² al 2015. A setiembre 2016 se observó una pérdida considerablemente menor por dicho concepto, la cual ascendió a PEN 4.7 MM, mientras que en el periodo similar del 2015 fue de PEN 26.5 MM, influenciada por la liquidación de posiciones de coberturas cerradas.

El resultado EBIT²³ presentó un incremento de PEN 51.2 MM (+12.4%) respecto a setiembre 2015. Excluyendo el monto de depreciación y amortización, el cual se incrementó en PEN 9.8 MM (+8.4%), la generación en términos operativos (EBITDA)²⁴ tuvo un crecimiento de PEN 61.0 MM (+11.5%). Es de mencionar que a partir del cierre del 2014, el rubro correspondiente a resultados de operaciones con materia prima se considera para calcular el resultado operativo de Alicorp, lo cual generara mayor volatilidad en el mismo. Por otro lado, al centrarse en sus plataformas *core*, así como en la consolidación de sus adquisiciones, se espera que la generación de efectivo de la Compañía continúe una tendencia creciente, aunque conservadora en los siguientes periodos, apoyada en perspectivas de los bajos precios de la materia prima, no obstante, contrarrestada por el desempeño internacional. El segmento de Consumo Masivo tuvo un margen EBIT²⁵ de 9.4% (9.3% a setiembre 2015), Acuicultura de 11.3% (12.2% a setiembre 2015), y Productos Industriales de 6.7% (9.1% a setiembre 2015), con lo cual a nivel agregado el margen EBITDA²⁶ fue de 12.3%, superior al presentado a setiembre 2015 (11.0%). Por otro lado, es de mencionar la mayor depreciación a lo largo de los años, la cual se genera por las adquisiciones en maquinaria y equipo, edificios, plantas y construcciones, en línea con las inversiones que está realizando Alicorp para apoyar el crecimiento orgánico de sus marcas.

²⁰ No considera otros ingresos y gastos.

²¹ No considera otros ingresos y gastos.

²² Mitigada por los resultados positivos en operaciones de cobertura de materia prima, debido a la disminución de la cotización de trigo y aceite de soya.

²³ No considera otros ingresos y gastos.

²⁴ No considera otros ingresos y gastos.

²⁵ No considera otros ingresos y gastos.

²⁶ No considera otros ingresos y gastos.

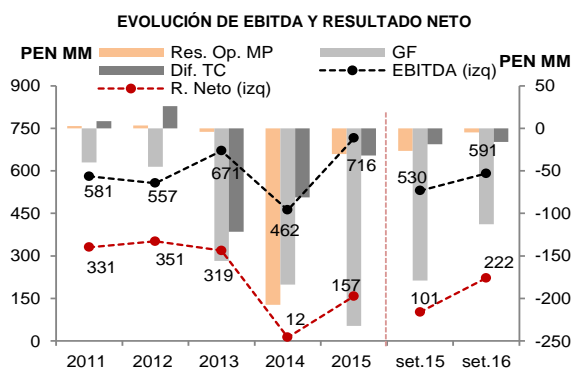
Rendimiento Financiero

Las tasas variables de crecimiento del resultado neto se derivan principalmente de los mayores gastos financieros originados por las adquisiciones que ha venido realizando Alicorp en los últimos años. Es así que si bien las adquisiciones dan un fuerte impulso a los ingresos, esto no se ha visto reflejado en el margen debido a la toma de deuda, así como los gastos que generan las mismas. Adicionalmente, al 2014, influyó considerablemente las pérdidas por operaciones de materia prima y al 2015 además del efecto mencionado, se destaca principalmente el valor temporal del *call spread*, el cual es importante resaltar no genera un impacto en la caja de la Compañía, no obstante, el monto tuvo un fuerte incremento incluso respecto a los primeros 9 meses del año producto de la depreciación del Sol. Los intereses por préstamos se incrementaron considerablemente desde el primer semestre 2014, como consecuencia de gastos no recurrentes relacionados a las adquisiciones en dicho año, además de la situación en Argentina la cual trajo consigo un mayor nivel de deuda a tasas de interés elevadas y en menor medida los mayores intereses por bonos corporativos. Es de mencionar la mejora en la generación de caja de las subsidiarias de dicho país, lo cual sumado a aportes de capital realizados en el año (abril y setiembre 2015), permitieron reducir considerablemente su deuda (-PEN 212.4 MM) al cierre del 2015.

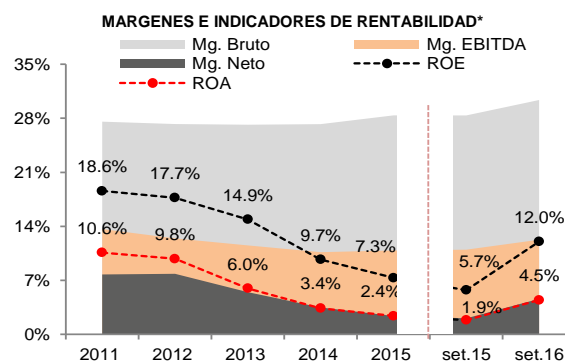
El creciente resultado y margen neto de Alicorp presentó una reversión a partir del 2013, a raíz del fuerte incremento de gastos financieros en línea con la mayor toma de deuda acorde con la creciente necesidad de capital de trabajo y la pérdida por diferencia de tipo de cambio. En el 2015, se observó un incremento del resultado neto (+PEN 145.4 MM), no obstante, aislando el efecto del resultado por coberturas de materia prima del 2014, se obtiene una contracción del mismo (-PEN 62.1 MM; -28.3%), evidenciando también una disminución de 110 pbs del margen. Esta disminución se generó por el incremento de gastos operativos y financieros, producto principalmente de la pérdida por venta de bonos (Argentina)²⁷, y en menor medida por el valor temporal de derivados de tipo de cambio producto de la pérdida derivada del *unwind*²⁸ del *Call Spread* (efecto contable), el cual amplió el rango de cobertura de PEN 3.15/USD a PEN 3.40/USD en abril 2015. Asimismo, en diciembre 2015, se realizó una segunda ampliación del contrato que cubre USD 50 MM de la deuda por los bonos internacionales, de PEN 3.40/USD a PEN 3.60/USD. Finalmente, el 18 de abril 2016 se firmó la compra de un nuevo *call spread* para cubrir USD 12.8M adicionales y las variaciones en el tipo de cambio hasta el límite de PEN 3.60/USD.

Adicionalmente, aislando el efecto *non-cash* ocasionado por la variación temporal del *Call Spread* derivada de la volatilidad del tipo de cambio por PEN 134.3 MM, así como el resultado de operaciones de cobertura del 2014 por PEN 207.5 MM, el incremento del resultado sería de PEN 72.3 MM (+32.9%). De esta forma, aislando efectos transitorios y contable, se evidencia el saludable crecimiento de la Compañía. Es de mencionar que si bien se esperan tasas de crecimiento menores, se evidencia la capacidad de la Compañía de seguir creciendo a pesar de las condiciones económicas adversas que enfrenta en la mayoría de países en los que tiene operaciones, resaltando su adecuada estrategia de enfatizar las plataformas con mayores márgenes de rentabilidad.

A setiembre 2016, se observó un incremento del resultado neto (+PEN 120.7 MM; +119.2%), lo cual contrasta considerablemente con el retroceso que sufrió la Compañía en el periodo similar del año anterior, dado que estuvo influenciado por la liquidación de posiciones de derivados de tipo de cambio, y el valor temporal de dichos derivados. La mejora en el resultado y consecuentemente en el margen, se genera además de la disminución del precio de materia prima, la gestión de compra y generación de eficiencias productivas, por la disminución de gastos financieros debido a los menores intereses por préstamos, lo cual se deriva de la recompra de bonos, y la menor pérdida por el valor temporal de derivados de tipo de cambio (-PEN 91.5 MM vs. -PEN 14.5 MM a setiembre 2016).



*No considera el resultado de operaciones con derivados de materia prima para el 2014. Los indicadores de rentabilidad son anualizados
Fuente: Alicorp S.A.A. / Elaboración: PCR



A diferencia de los tres años anteriores, Alicorp presentó una ganancia por diferencia de tipo de cambio durante los primeros tres meses del 2016, lo cual se revirtió a partir de junio, no obstante, la pérdida generada por este concepto es considerablemente menor a la presentada en periodos anteriores. Esto se debe principalmente a su estrategia de disminución de exposición al Dólar. En este sentido, se resalta las recompras de sus bonos internacionales, durante la primera adquirió USD 107.1 MM (la oferta fue hasta por un monto máximo de principal de USD 150 MM) durante los meses de febrero, marzo y abril del 2015, y la segunda, la cual se llevó a cabo en octubre y tuvo como resultado la recompra de USD 237.2 MM. Luego de la operación y los *swaps*

²⁷ Alicorp España realizó un aporte de capital en especies (bonos del gobierno argentino) a Alicorp Argentina. La pérdida se generó por la venta de los bonos.

²⁸ Reversión de posiciones.

realizados por Alicorp, 82.0% (82.9% a setiembre 2015)²⁹ de su deuda se encuentra denominada en Soles (69.6% antes de *swap*) y tiene una exposición real de 0.7% al Dólar³⁰ (3.6% a setiembre 2015). A partir del 2015, a diferencia de periodos anteriores, incluso antes de coberturas la deuda estaba denominada principalmente en Soles, seguida de Dólares americanos, y en menor proporción Reales brasileiros (6.1% a setiembre 2016) y Pesos argentinos (3.0% a setiembre 2016). El cambio de la composición de monedas respecto a la deuda financiera se genera principalmente por la estrategia de recompra de bonos.

Alicorp y Subsidiarias mantienen instrumentos financieros derivados con el fin de administrar su exposición a los movimientos de los precios de *commodities*, tipos de cambio y tasa de interés, siendo los dos primeros los más relevantes, debido a los insumos utilizados en su producción, y las cuentas por cobrar por ventas al exterior, los préstamos y demás pasivos mantenidos en moneda extranjera. En este sentido, la Compañía mantiene contratos *call spread*, *swaps*, *forwards*, futuros y opciones.

INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS			
Tipo	Valor	Vencimiento	Cobertura
Sobre Flujos de Efectivo			
Contratos <i>call spread</i>	USD 62.3 MM	Marzo 2023	Contra la variación del tipo de cambio para el 61% de la emisión del bono internacional realizada en marzo de 2013, hasta un límite de PEN 3.15 por USD. A marzo 2015 se extendió el límite superior a PEN 3.40 por USD. A diciembre 2015, se tiene un límite que oscila entre PEN 3.40 y PEN 3.60 por USD. Se está evaluando la ampliación del límite. Finalmente, con fecha 18 de abril de 2016, se firmó la compra de un nuevo <i>call spread</i> para cubrir USD 12.8 millones adicionales y las variaciones en el tipo de cambio hasta el límite de PEN 3.60 por USD.
<i>Swap</i> de cupones	USD 50.0 MM		
<i>Cross Currency swaps</i>	USD 39.9 MM		De Pastificio Santa Amalia y Alicorp Argentina para reducir el riesgo de tipo de cambio y tasa de interés.
<i>Forwards</i>	USD 121.4 MM	2016-2017	Contra la variación del tipo de cambio relacionado obligaciones con proveedores.

Fuente: Alicorp S.A.A. / Elaboración: PCR

Liquidez

Al 2014 los indicadores de liquidez de la Compañía llegaron a su punto más bajo, producto del exponencial incremento del pasivo corriente principalmente por los mayores préstamos y sobregiros bancarios, que se explica parcialmente por la adquisición de Global Alimentos, la cual fue realizada en efectivo, por lo que trajo consigo mayores financiamientos de importación y deuda de corto plazo, además de la situación de las subsidiarias de Argentina, las cuales presentaron en los últimos dos periodos (2014-2015) resultados negativos, lo cual aunado al siniestro de una fábrica, influyó significativamente en la toma de deuda. Asimismo, influyeron las mayores cuentas por pagar comerciales derivadas de la compra de materia prima, y una ampliación del periodo de pago, así como los mayores pasivos por instrumentos financieros derivados (PEN 228.0 MM), en línea con la toma de posiciones de cobertura no adecuada y el movimiento desfavorable de los precios. Bajo este contexto, se tomaron diversas medidas con el fin de reducir la deuda financiera y liberar la fuerte presión de liquidez por la que atravesaba la Compañía, entre las que resalta la considerable disminución de inversiones³¹, así como el no reparto de dividendos³²; adicionalmente, llevó a cabo una reestructuración de deuda con lo cual se logró suavizar su perfil de amortizaciones.

Si bien durante el 2015 el nivel de liquidez se mantuvo en niveles históricamente bajos, se resalta la importante disminución de los pasivos por instrumentos financieros derivados relacionados a futuros y opciones de materia prima, así como *forwards* de tipo de cambio (PEN 7.8 MM). Asimismo, se observó una fuerte disminución del fondo de garantía³³ en línea con el cierre de posiciones y la reducción de instrumentos financieros derivados, en línea con el cambio en la Política de Gestión de Riesgo de *Commodities*, y el manejo más conservador del mismo. Respecto al decrecimiento de instrumentos financieros derivados relacionados a *swaps* de moneda, esto se generó en línea con la menor exposición al Dólar producto de la recompra de bonos.

A setiembre 2016, la mejora de liquidez respecto al cierre del 2015 se generó producto de i) la reducción de las cuentas por pagar comerciales, en línea con las menores ventas y adquisición de existencias, ii) el decrecimiento de la deuda corriente, producto principalmente del menor endeudamiento en Perú, y en menor medida por menores sobregiros bancarios contratados por Alicorp Argentina, mientras que se generó también una disminución de la parte corriente de la deuda de largo plazo. Por otro lado, se resalta el considerable incremento de dividendos por pagar durante los primeros tres meses del 2016, los cuales, al cierre del 2015 correspondían a un monto mínimo, en línea con las medidas tomadas para reducir la deuda financiera. Asimismo, a diferencia de los primeros seis meses del año, se observó una reducción de los pasivos por instrumentos de cobertura relacionados a *forwards* de tipo de cambio, los cuales se mantienen solo ligeramente por encima del nivel presentado al cierre del 2015 como consecuencia de la depreciación del Sol, y en menor medida por la toma de *swaps*. De esta forma, la posición neta respecto a instrumentos derivados fue positiva (PEN 18.3 MM); al 2015 la posición ascendió a PEN 42.4 MM, mientras que al 2014, año en el cual se generó una fuerte pérdida por este concepto, la posición era negativa, y ascendió a PEN 228.0 MM. Por otro lado, la disminución que se observó en el activo corriente fue producto de las menores cuentas por cobrar comerciales y existencias, en línea con la reducción de sus ventas.

²⁹ El porcentaje fue de 77.5% a diciembre 2015, y 57.2% al 2014.

³⁰ La exposición es de 8.9% 11.3% a setiembre 2015; 11.1% a junio 2016), no obstante, la deuda de Ecuador y Chile no se encuentra expuesta al riesgo cambiario.

³¹ A setiembre 2016, se registro un CAPEX de S/ 101.3 MM frente a los S/117.1MM registrados en setiembre 2015. Las inversiones principales fueron utilizados en el incremento de la capacidad de la planta Inbalnor en Ecuador y adquisición de nueva maquinaria para las líneas de aceites, salsas y harinas.

³² Cabe mencionar, que luego de la mejora del perfil crediticio se ha retomado la distribución de dividendos repartiéndose en el 2016 un monto de S/46.18 MM.

³³ Margen mínimo de efectivo que la Compañía debe mantener en la cuenta del bróker por las opciones contratadas.

Los activos con mayor facilidad de conversión³⁴ disminuyeron en 11.4%, mientras que los pasivos³⁵ categorizados de la misma manera fueron menores en 5.5%, lo que conllevó a una mejora del indicador de prueba ácida. Del mismo modo, el capital de trabajo, utilizando solo las cuentas con mayor facilidad de conversión muestra un comportamiento variable durante el periodo de evaluación oscilando entre cifras positivas y negativas acorde con las necesidades de efectivo para cubrir la parte corriente de sus obligaciones de corto plazo, y el financiamiento de importaciones.

Si bien se observa una mejora del indicador de liquidez general (1.32 a setiembre 2016), la tendencia creciente del efectivo proveniente de actividades de operación tuvo un traspíe a setiembre 2016 (-PEN 146.3 MM respecto a setiembre 2015) como consecuencia principalmente de la reversión del monto destinado al fondo de garantía que se generó al 2015; es de mencionar que se observó un ligero incremento en los ingresos por ventas. Respecto al flujo destinado a actividades de inversión, acorde con el objetivo de disminuir su deuda, se mantiene en montos considerablemente menores en contraste con periodos similares, resaltando que durante el 2015, Alicorp adoptó la medida de reducir dichos desembolsos, estando comprometida sólo una pequeña parte, mientras que montos adicionales estaban sujetos al desempeño de sus operaciones. Durante el 2015, se observó una toma importante de préstamos de mediano plazo, y una fuerte amortización de la deuda de corto plazo en línea con el objetivo de la Compañía de disminuir y reestructurar sus pasivos financieros. A setiembre 2016, se observó un menor ritmo de amortización respecto al periodo similar del año anterior; no obstante, se generó una menor toma de deuda, por lo que a nivel agregado sus obligaciones disminuyeron. De esta forma, se generó un aumento del disponible.

Acorde con las medidas tomadas para suavizar el perfil de amortizaciones, se observa una considerable mejora. Durante el 2016, la Compañía deberá enfrentar el vencimiento de 4.6% del total de su deuda (24.8% al 2015), resaltando que el efectivo equivale a 98.7% del total, porcentaje que equivalía a 21.9% al 2015, y 10.6% al 2014. De esta forma, el porcentaje superó el promedio presentado en periodos anteriores (2011-2013), siendo el segundo más elevado dentro del periodo evaluado, y se destaca el importante incremento incluso respecto al primer semestre del año. Se resalta el amplio acceso al financiamiento de la Compañía, la cual cuenta con líneas de crédito revolventes para el financiamiento de importaciones y capital de trabajo. A setiembre 2016, el monto de las líneas sin utilizar asciende a PEN 3,190.7 MM. Para los siguientes periodos se espera una mejora de sus indicadores de liquidez, en línea con las continuas amortizaciones de deuda, no obstante, se estima se mantengan en niveles inferiores al promedio de evaluación.

Las cuentas por cobrar comerciales³⁶ (14.4% del total de activos) de Alicorp, mantienen un promedio de materialización de 51 días, mientras que para las cuentas por pagar comerciales (33.0% del total de pasivos) el desembolso se realiza en promedio a los 92 días, plazo considerablemente mayor al presentado en periodos anteriores. Esto como consecuencia de una mejor negociación con sus proveedores, en parte por las adquisiciones realizadas y las sinergias generadas con sus subsidiarias; no obstante, el ciclo de conversión neto de la Compañía es positivo como consecuencia del *stock* que mantiene con el fin de satisfacer la demanda y cubrirse de las fluctuaciones de los precios de los *commodities*; por política, el *stock* no debe permanecer por más de 6 meses (el periodo de permanencia de inventarios es de 76 días). Respecto a la antigüedad de sus cuentas por cobrar³⁷, 93.3% se encuentran dentro del plazo establecido, mientras que 6.6% presentan atrasos de hasta 30 días.

Solvencia

La mayor parte de los pasivos de Alicorp y Subsidiarias se concentran en el largo plazo (promedio 2011-2015: 74.3%), resaltando que esta estructura se intensificó al 2013, periodo en el cual la deuda no corriente pasó a representar el 85.9% de la deuda financiera total. Dicha estructura estuvo impulsada por los bonos internacionales emitidos el 15 de marzo de 2013 por un monto de USD 450 MM con vencimiento *bullet* en marzo 2023, y una tasa fija de 3.875%, con pago de intereses semestrales. A la fecha de elaboración del informe, los *Senior Bonds* tienen una clasificación de riesgo de BBB, respecto a la perspectiva otorgada, esta sufrió un cambio de Estable a Negativa durante marzo 2015, no obstante, en enero 2016, la clasificadora ratificó la clasificación y le otorgó nuevamente perspectiva Estable, la cual fue ratificada durante junio 2016. Asimismo, los bonos poseen un *rating* de Baa3³⁸, perspectiva estable. Estos bonos fueron puestos en el mercado bajo el objetivo de reestructurar deuda y financiar inversiones futuras de activos fijos.

La deuda de Alicorp está compuesta principalmente por bonos locales (46.5%), porcentaje que se incrementó considerablemente debido a las dos nuevas emisiones realizadas bajo el marco del Tercer Programa de Bonos, seguido de préstamos bancarios (40.9%), bonos internacionales (11.6%), y en menor medida arrendamientos financieros y sobregiros. Esta composición difiere significativamente a la presentada en periodos anteriores, en los cuales los bonos internacionales representaban el porcentaje más importante, no obstante, a raíz de la recompra de bonos la estructura ha cambiado significativamente. Asimismo, la toma de deuda a mediano plazo ha influenciado tanto en la composición de la deuda como en el perfil de amortizaciones; en este sentido, al cierre del 2014 la deuda corriente de Alicorp ascendía a PEN 937.0 MM (34.7% del total de deuda), por lo que la Compañía inició medidas para reestructurar su deuda y liberar la presión de liquidez que enfrentaba dado el elevado monto de vencimientos. De esta manera, luego de la recompra de bonos internacionales y la segunda emisión de bonos locales (enero 2015), logró suavizar su perfil de redenciones, con lo cual al 2015 enfrentó vencimientos por PEN 515.1 MM (24.8% del total de deuda). Al 2016, Alicorp enfrenta menores vencimientos, así como un perfil considerablemente más cómodo, resaltando que para el 2016 hará frente a vencimientos de préstamos bancarios por PEN 84.1 MM (4.6% del total de deuda), mientras que para los años 2017, 2018 y

³⁴ Considera caja y bancos, cuentas por cobrar comerciales, otras cuentas por cobrar, y otros activos realizables para la venta.

³⁵ No se toma en cuenta instrumentos financieros derivados.

³⁶ La Compañía y sus subsidiarias evalúan límites de crédito con sus nuevos clientes, los cuales son revisados constantemente.

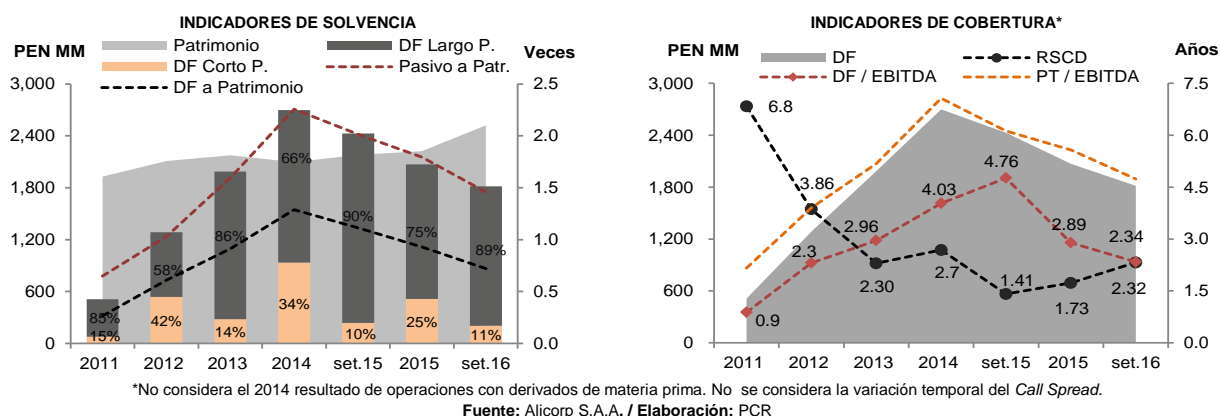
³⁷ Toma en cuenta cuentas por cobrar a terceros y relacionadas. Al 2015, tomando en cuenta sólo las cuentas por cobrar a terceros 60.4% se encontraban como no vencidas. Por lo que a dicho periodo, Alicorp provisionó 86.7% del total de las cuentas por cobrar mayores a 360 días, 71.3% del monto vencido correspondiente entre 180 y 360 días, y 10.4% para las vencidas entre 31 y 180 días.

³⁸ Durante mayo 2015, la clasificadora internacional rebajó la calificación a Baa3 de Baa2.

2019 el porcentaje equivale a 17%, 24%, y 6%, respectivamente. Asimismo, se resalta el valor de vencimiento al 2023 (20%) en línea con la redención de sus bonos internacionales, mientras que en los demás años no se aprecian concentraciones importantes, no superando el 5% del total de deuda.

Al 2015 se llevó a cabo una considerable amortización de deuda (-PEN 629.6 MM) luego del incremento circunstancial de la misma al 2014 producto de i) las mayores necesidades de capital de trabajo, la compra de Global Alimentos y el dinero destinado al fondo de garantía, ii) un siniestro en una planta de Argentina, así como los resultados negativos obtenidos en dicho país. Si bien durante los primeros tres meses del año la deuda se incrementó ligeramente como consecuencia de la Tercera y Cuarta Emisión del Tercer Programa de Bonos Corporativos, cuyo objetivo es únicamente la reestructuración de pasivos de corto plazo, ha retomado su tendencia decreciente (-PEN 254.1 MM; -12.3% respecto al 2015), en línea con la menor deuda de corto plazo, mientras que la porción de largo plazo se incrementó en PEN 54.9 MM.

Acorde con el incremento de la deuda, y consecuentemente los gastos financieros ocasionado por la adquisiciones de empresas e inversiones, la capacidad de Alicorp de cubrir el servicio de deuda³⁹ mediante su generación operativa ha venido disminuyendo. Al 2015 el ratio de servicio de cobertura de deuda alcanzó su punto más bajo debido principalmente al fuerte incremento de la parte corriente de la deuda de largo plazo, así como mayores gastos financieros, consecuencia del incremento de intereses por bonos corporativos, lo cual no pudo ser contrarrestado con la ligera mejora del EBITDA. No obstante, a setiembre 2016 el indicador anualizado⁴⁰ presenta una mejora (pasó de 1.41x a 2.32x), como consecuencia principalmente de la menor parte corriente de la deuda de largo plazo, así como menores gastos financieros, dado que el EBITDA presentó un ligero incremento. Acorde con el perfil de amortizaciones, se espera que el indicador se mantenga en niveles por debajo del promedio del periodo de evaluación (2011-2015), dado que para el 2016 enfrenta vencimientos importantes.



Alicorp no posee una activa política de capitalizaciones por lo que el nivel creciente del patrimonio se apoya principalmente en los resultados acumulados, es así que la razón de crecimiento de los pasivos, impulsados por la deuda financiera, conllevan al incremento del endeudamiento patrimonial, el cual se ubicó por encima de la unidad a partir del 2012. A setiembre 2016, continuó disminuyendo, luego de alcanzar su nivel más alto durante el 2014 (2.26x) producto del incremento circunstancial de pasivos de corto plazo. La reducción obedece a las medidas tomadas por la Compañía con el fin de reducir el apalancamiento, con lo cual el indicador fue de 1.46x (1.80x al 2015), y disminuyó de forma importante incluso respecto al primer trimestre 2016 (1.70x). Se espera continúe la mejora para los siguientes periodos, no obstante, el indicador se mantendría por encima de sus niveles históricos en los siguientes años, dado que la deuda total tiene una duración promedio de 4.06 años (3.67 años al 2015). El indicador deuda de largo plazo a patrimonio fue de 0.64, en este sentido, la deuda de largo plazo (88.7% del total de deuda) tiene una duración promedio de 4.21 años. Para los siguientes periodos, Alicorp espera reducir su deuda de una forma más gradual, en línea con la generación regular de la Compañía.

La solvencia medida a través del ratio anualizado de deuda financiera a EBITDA⁴¹ indica que la deuda puede cubrirse en 2.34 años, y presentó una mejora respecto al 2015 (2.89 años), en línea con la disminución de la deuda y la ligera mejora de la generación anualizada. Es de mencionar que se observó una considerable mejora del ratio en contraste con el presentado al 2014 (4.03 años)⁴², acorde con los esfuerzos de Alicorp para disminuir su deuda dentro del periodo. Cabe resaltar que 9.5% de la deuda de la Compañía se encuentra sujeta a *covenants* establecidos por los préstamos bancarios de sus subsidiarias, de los cuales Alicorp no cumplió desde el cierre del año 2014 con los relacionados al ratio deuda financiera a EBITDA, el cual debería ser menor a 3.5x. Como consecuencia, la Compañía obtuvo las prórrogas y modificaciones necesarias sin incurrir en algún costo adicional, no obstante, a partir del cierre del periodo 2015, Alicorp vuelve a cumplir con el resguardo mencionado.

En el periodo comprendido entre los años 2010-2013 se aprecia una desmejora del nivel de apalancamiento y cobertura de sus obligaciones financieras como consecuencia de su estrategia de adquisiciones. En el 2014 esta tendencia continuó aunque de forma más aguda debido al mayor endeudamiento generado por las mayores necesidades de efectivo de Alicorp Argentina, y la

³⁹ EBITDA / Gastos financieros + Parte corriente de deuda de largo plazo.

⁴⁰ No considera el *non cash effect* derivado del valor temporal de activos *call spread*.

⁴¹ No considera otros ingresos y gastos.

⁴² Para el cálculo del ratio al 2014 no se tomó en cuenta el resultado de operaciones con derivados de materia prima debido al carácter no recurrente de los mismos.

adquisición de Global Alimentos, la cual se realizó en efectivo, además del impacto negativo de los resultados de operaciones de materia prima. PCR espera que la Compañía se mantenga centrada en su estrategia de crecimiento orgánico, no realizando adquisiciones en los siguientes periodos, dado que si bien sus niveles de solvencia han presentado importantes mejoras durante el año, una nueva adquisición volvería a deteriorar considerablemente su perfil crediticio. En esta línea, se espera una gradual mejora de los niveles de solvencia de la Compañía.

Instrumentos Clasificados

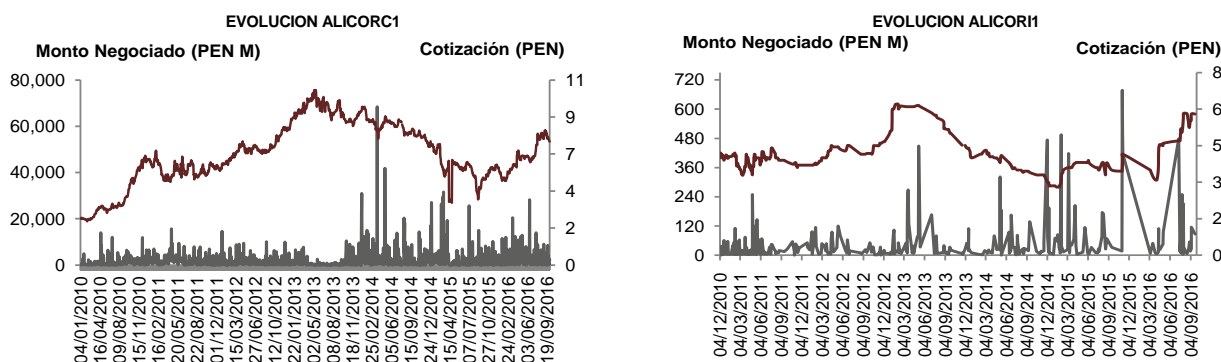
Acciones Comunes

El capital social de Alicorp está conformado por 847,191,731 acciones comunes, con valor nominal unitario de PEN 1.00, autorizadas, emitidas, y pagadas. La cotización promedio a setiembre 2016 fue PEN 6.42, precio superior al presentado a setiembre 2015 (PEN 5.67), no obstante, se ubica por debajo de la cotización promedio de los años 2011-2015 (PEN 7.14). La disminución responde a la coyuntura económica desfavorable a nivel nacional e internacional, así como los eventos suscitados durante el 2014, los cuales deterioraron su perfil crediticio. La desviación estándar del precio de la acción fue de PEN 0.86 (PEN 0.76 al 2015), y el coeficiente de variabilidad⁴³ de 13.46%, similar al presentado al cierre del 2015. Este indicador se ubica entre los mayores del periodo evaluado e indica una mayor heterogeneidad en la cotización de la acción. Por otro lado, presentan un bajo riesgo de liquidez, lo que hace que el *spread Bid-Ask* sea bajo. Las acciones comunes de Alicorp se encuentran entre las más representativas por número de operaciones, monto negociado, capitalización bursátil y frecuencia de negociación (95.77%).

Es importante mencionar que a partir de enero de 2016, Credicorp Capital Sociedad de Bolsa S.A. fue autorizada como Formador de Mercado para las acciones de Alicorp. Como consecuencia, se espera una mejora de la liquidez, asimismo, se espera que el valor de las acciones de la Compañía se recupere gradualmente en línea con la recuperación de su perfil crediticio.

Acciones de Inversión

Alicorp cuenta con 7,388,470 acciones de inversión con un valor nominal de PEN 1.00, las cuales no forman parte del capital social, y son negociadas en la BVL desde el año 1980. La cotización promedio de ALICORI1 a setiembre 2016 fue PEN 4.81 (PEN 3.52 al 2015), superior a la cotización promedio de los últimos dos años, y presentaron una frecuencia de negociación de 16.40%.



Fuente: BVL / Elaboración: PCR

Política de Dividendos

La sociedad distribuye dividendos una vez al año, con la aprobación de la Junta de Accionistas. Los dividendos deben ser como mínimo equivalentes al 10% de las utilidades del ejercicio, serán distribuidos en efectivo y se determinarán en función de los requerimientos de inversión y de la situación financiera de la empresa. No obstante, entre las medidas que tomó la Compañía para reducir su apalancamiento se acordó la no repartición de dividendos para el año 2015, lo cual se regularizó al 2016, no obstante con dividendos menores en contraste con años anteriores.

Bonos Corporativos

Con fecha 30 de octubre de 2014, mediante Junta General de Accionistas, se aprobó el financiamiento a través del Mercado de Capitales para la reestructuración de pasivos de corto plazo, mediante la emisión de instrumentos representativos de deuda hasta por el importe total en circulación de PEN 1,000 MM, o su equivalente en Dólares americanos, a ser emitidos dentro de uno o varios programas de emisión. El Programa tiene una vigencia de seis años contados a partir de la fecha de su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV. Los recursos obtenidos serán destinados a la reestructuración de pasivos de corto plazo del emisor.

El 18 de marzo se informó la emisión de valores bajo el Tercer Programa de Bonos Corporativos de Alicorp a través de la 3ra y 4ta emisión, hasta por un monto de PEN 300 MM cada una. La Serie A de la 3ra emisión se subastó el 22 de marzo, por un monto ampliable hasta PEN 100 MM, al igual que la Serie A de la 4ta emisión.

⁴³ Se calcula como la desviación estándar del precio de la acción del periodo / promedio del precio de la acción del periodo.

EMISIONES VIGENTES ALICORP-SETIEMBRE 2016

Tercer Programa de Emisión de Bonos Corporativos de Alicorp

Programa hasta por un importe total en circulación de PEN 1,000 MM, o su equivalente en USD. Los bonos no cuentan con garantía específica sobre los activos o derechos del Emisor, estando respaldados genéricamente con su patrimonio.

	1ra Emisión	2da Emisión	3ra Emisión	4ta Emisión
Monto Colocado	PEN 116 MM	PEN 500 MM	PEN 70.3 MM	PEN 160.0 MM
Series	A	A	A	A
Tasa de interés	4.96875%	7.00000%	6.84375%	7.81250%
Pago de principal	A la fecha de redención	Semestral*	A la fecha de redención	A la fecha de redención
Pago de intereses	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Plazo	3 años	15 años	3 años	7 años
Fecha de colocación	16-dic-14	21-ene-15	22-mar-16	22-mar-16
Fecha de redención	17-dic-17	22-ene-30	23-mar-19	23-mar-23

*A partir del vigésimo primer trimestre vencido

Fuente: Alicorp S.A.A. / **Elaboración:** PCR

A la fecha de elaboración del presente informe, la Junta General de Accionistas se encuentra evaluando una nueva emisión de instrumentos representativos de deuda de corto y largo plazo por un máximo en conjunto de PEN 1,500 MM o su equivalente en Dólares Americanos.

ALICORP S.A.A. Y SUBSIDIARIAS
HISTORIAL DE CLASIFICACIONES Y RESUMEN DE EEFF CONSOLIDADOS (S/ M)

Estado de Situación Financiera	Dic. 11	Dic.12	Dic.13	Dic.14**	dic-15	set-15	set-16
Activo Corriente	1,453,451	2,234,664	2,157,081	2,783,274	2,418,184	2,810,240	2,226,903
Existencias	735,276	755,224	790,247	987,579	1,010,787	1,135,882	901,879
Activo Corriente - Prueba Ácida	706,323	1,429,887	1,318,766	1,730,066	1,303,253	1,395,616	1,236,607
Activo No Corriente	1,730,277	2,049,427	3,493,081	4,033,747	3,795,482	3,762,768	3,974,413
Total Activos	3,183,728	4,284,091	5,650,162	6,817,021	6,213,666	6,573,008	6,201,316
Pasivo Corriente	707,822	1,270,638	1,171,024	2,387,638	2,073,888	1,781,837	1,688,355
Deuda Financiera Parte No Corriente	434,273	747,667	1,704,833	1,762,249	1,555,172	2,190,356	1,610,117
Deuda Financiera	511,313	1,286,436	1,985,633	2,699,226	2,069,639	2,428,502	1,815,544
Total Pasivos	1,254,396	2,175,208	3,474,840	4,721,005	3,990,660	4,392,608	3,679,752
Patrimonio	1,929,332	2,108,883	2,175,322	2,096,016	2,223,006	2,180,400	2,521,564
Estado de Resultados							
Ventas Netas	4,255,668	4,473,717	5,818,297	6,282,995	6,580,488	4,846,928	4,817,549
Costo de Ventas	3,082,625	3,254,369	4,237,666	4,571,288	4,713,108	3,471,882	3,354,513
Utilidad Bruta	1,173,043	1,219,348	1,580,631	1,711,707	1,867,380	1,375,046	1,463,036
Gasto de Ventas	460,989	495,350	720,358	818,384	910,178	664,471	700,631
Gasto de Administración	207,169	242,706	298,518	350,453	373,360	270,741	293,198
EBIT	507,643	484,705	557,665	335,373	553,802	413,379	464,556
EBITDA*	561,755	556,559	675,098	669,544	715,673	530,067	591,046
Ingresos Financieros	8,006	12,003	59,103	15,778	77,427	21,014	14,557
Gastos Financieros	39,875	45,235	156,072	183,722	232,333	-179,063	112,696
Diferencia de Cambio Neta	8,490	26,329	-121,497	-81,272	-31,917	-18,451	-15,908
Utilidad Neta	330,671	351,390	318,684	12,035	157,473	101,239	221,902
Flujo de Efectivo							
Flujo de Efectivo Operaciones	241,895	203,338	285,825	388,960	1,081,229	737,620	591,342
Flujo de Efectivo Inversiones	-86,174	-300,664	-805,343	-610,711	-152,182	-187,360	-84,490
Flujo de Efectivo Financiamiento	-195,395	493,110	116,264	233,422	-921,909	-540,757	-416,708
Saldo al Cierre del Periodo	110,584	496,070	90,774	99,521	112,529	111,383	202,781
Liquidez							
Liquidez General (veces)	2.05	1.76	1.84	1.17	1.17	1.58	1.32
Prueba Ácida (veces)	0.98	0.95	1.05	0.6	0.63	0.79	0.74
Capital de Trabajo	745629	962921	986019	395613	344,296	1,028,403	538,548
Periodo Medio de Cobro (días)	36	48	52	55	53	53	51
Periodo Medio de Pago (días)	46	55	51	66	91	88	92
Periodo Medio de Perm. Inv. (días)	79	82	66	70	80	84	76
Ciclo de Conversión Neto (días)	69	75	67	59	42	50	36
Solvencia							
Deuda de Largo Plazo / Patr (veces)	0.23	0.35	0.81	0.84	0.70	1.00	0.64
Pasivo a Patrimonio (veces)	0.65	1.03	1.6	2.26	1.80	2.01	1.46
Activo a Patrimonio (veces)	1.65	2.03	2.6	3.25	2.80	3.01	2.46
Deuda Financiera a EBITDA (años)*	0.88	2.33	2.94	4.03	2.89	4.76	2.34
Gtos. Financ. / Deuda Financiera	7.80%	3.52%	7.83%	6.81%	11.23%	8.98%	9.14%
Deuda Financ. / Patrimonio (veces)	0.27	0.61	0.91	1.29	0.93	1.11	0.72
Eficiencia							
Gastos Admin. y de Ventas / Ventas	15.70%	16.50%	17.50%	18.60%	19.51%	19.29%	20.63%
Cobertura							
EBIT / Gastos Financieros (veces)	12.25	10.8	3.57	2.95	2.38	2.31	4.12
EBITDA / Gastos Financ.(veces)	14.5	12.23	4.33	3.64	3.08	2.96	5.24
Ratio de Serv. de Cob. de Deuda	6.61	3.86	2.31	2.68	1.41	1.85	2.32
Rentabilidad							
ROE 12M***	18.58%	17.63%	14.90%	9.70%	7.33%	5.74%	12.03%
ROA 12M***	12.72%	9.75%	5.97%	3.40%	2.41%	1.86%	4.46%
Margen Bruto	27.56%	27.26%	27.17%	27.24%	28.38%	28.37%	30.37%
Margen Operativo	11.48%	10.92%	10.82%	8.94%	8.42%	8.53%	9.64%
Margen EBITDA	13.58%	12.36%	11.60%	10.66%	10.88%	10.98%	12.27%
Margen Neto	7.77%	7.85%	5.55%	3.49%	2.39%	2.63%	4.61%
Indicadores Bursátiles							
Acciones Comunes							
Cotización Promedio (PEN)	5.69	6.98	9.2	8.18	5.67	5.67	6.42
EPS (PEN)	0.39	0.41	0.44	0.01	0.19	0.15	0.33
P/E (PEN)	14.58	16.86	21.08	575.69	30.48	38.29	19.56
BTM (PEN)	2.5	2.8	3.29	3.31	2.16	2.20	2.16
Patrim. Bursátil (PEN MM)	4,821	5,911	7,793	6,928	4,800	4,803	5,440
Acciones de Inversión							
Cotización Promedio (PEN)	3.85	4.23	5.53	3.62	3.52	3.49	4.81
Desv. Estándar (PEN)	0.25	0.32	0.68	0.42	0.36	0.36	0.89
Coef. Variabilidad	6.60%	7.50%	12.30%	11.50%	10.30%	10.22%	18.51%
Monto Negociado (PEN M)	26.75	27.3	12.84	48.66	98.47	67.30	62.97
Historial de Clasificaciones							
	Set.14	Dic.14	Mar.15	Jun.15	Dic.15	Mar.16	Jun.16
Acciones Comunes	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN1
Acciones de Inversión	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN1
Bonos Corporativos	PEAAA	PEAAA	PEAAA	PEAAA	PEAAA	PEAAA	PEAAA

Para la anualización de las cifras se utilizó la siguiente fórmula: Periodo (t) + Dic (t) - Periodo (t-1)

*El monto correspondiente a EBITDA no considera otros ingresos y gastos.

**Los montos correspondientes a EBITDA, así como los ratios de solvencia, cobertura, y rentabilidad no consideran el efecto del resultado de operaciones con derivados de materia prima del 2014.

***Se utiliza las cifras promedio de patrimonio y activos de los últimos 12M.

****Ratio de Servicio de Cobertura y margen neto no considera variación temporal *Call Spread*.

*****No considera el efecto de la pérdida por operaciones con derivados de materia prima

Fuente: Alicorp S.A.A. / Elaboración: PCR