

UNIVERSIDAD ESAN



**NIIF 16 y la valorización de las empresas bajo los métodos de valorización:  
flujo de caja descontado, múltiplo EBITDA y valor presente ajustado**

**Tesis presentada en satisfacción parcial de los requerimientos para obtener  
el grado de Maestro en Finanzas**

**por:**

**Karen Sara Callo Arevalo**

.....

**Peggi Carolina Cortez Rodriguez**

.....

**Dennis Enver Pintado Morales**

.....

**Janette Salazar Loja**

.....

**Programa de la Maestría en Finanzas**

**Lima, 14 de agosto de 2025**

ORIGINALITY REPORT

---

0%

SIMILARITY INDEX

0%

INTERNET SOURCES

0%

PUBLICATIONS

0%

STUDENT PAPERS

---

PRIMARY SOURCES

---

Exclude quotes On

Exclude matches < 2%


Exclude bibliography On



Esta tesis

**NIF 16 y la valorización de las empresas bajo los métodos de valorización:  
flujo de caja descontado, múltiplo EBITDA y valor presente ajustado.**

ha sido aprobada.



---

Ernesto Cuadros Tenorio (Jurado)



---

Luis Chávez Bedoya (Jurado)



---

Alfredo Mendiola Cabrera (Asesor)



---

Carlos Aguirre Gamarra (Asesor)

Universidad Esan

2025

A mis padres, Orlando y Yovany, y a mi hermano Mijael, por su cariño incondicional  
y constante consideración.

Karen Sara Callo Arévalo

A mi hijo, Noah Alessandro, por llegar a transformar mi vida y darle un nuevo  
propósito. Eres mi inspiración diaria y el amor más puro que conozco.  
A mis padres, Aura y César, y a mis hermanos, Teresa, Fátima y Aníbal, por su amor  
incondicional.

Peggi Carolina Cortez Rodríguez

A Camila Lucía, mi hija amada, por ser la mayor inspiración de mi vida. Tu sonrisa  
me da fuerza y tu existencia le da sentido a cada sacrificio.  
A Grays Guerrero, mi esposa y compañera incondicional, por tu amor, tu paciencia y  
tu fe en mí incluso en los momentos más difíciles. Este logro también es tuyo.

Dennis Enver Pintado Morales

A mis padres Huber y María, a mi hermana Melina y a mi prima Marbeli, por su amor,  
apoyo incondicional y por ser mi mayor fortaleza en este proceso.

Janette Salazar Loja

## ÍNDICE GENERAL

<b>LISTA DE TABLAS .....</b>	<b>vii</b>
<b>LISTA DE GRÁFICOS .....</b>	<b>ix</b>
<b>LISTA DE ABREVIATURAS .....</b>	<b>x</b>
<b>CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>1</b>
1.1. Problemática .....	2
1.2. Objetivos de investigación.....	4
1.2.1. Específicos.....	4
1.3. Alcance y limitaciones .....	4
1.4. Contribución .....	4
<b>CAPÍTULO II. MARCO METODOLÓGICO .....</b>	<b>6</b>
2.1. Modalidad de investigación .....	6
2.2. Tipo de investigación.....	7
2.3. Formulación de esquema de trabajo .....	7
2.4. Procedimiento .....	8
2.5. Técnicas e instrumentos de acopio de información .....	9
2.5.1. Fuentes de información.....	9
2.5.2. Técnicas de acopio de información.....	10
2.5.3. Instrumentos de acopio de información.....	10
<b>CAPÍTULO III. DEFINICIÓN DE CONCEPTOS.....</b>	<b>11</b>
3.1. NIC 17 y su aplicación.....	11
3.2. NIIF 16 y su aplicación.....	12
3.2.1. Reconocimiento del arrendamiento en el estado de situación financiera... 14	
3.2.2. Reconocimiento del arrendamiento en el estado de resultados.....	17
3.2.3. Métricas financieras afectadas .....	24
3.2.4. Diferencias en el registro entre arrendador y arrendatario.....	25
3.2.5. Conclusiones del capítulo .....	26
<b>CAPÍTULO IV. MÉTODOS DE VALORIZACIÓN.....</b>	<b>28</b>
4.1. Método de valorización - Flujo de caja descontado (FCD) .....	28
4.1.1. Introducción al método FCD .....	28
4.1.2. Fundamento teórico del método FCD.....	28
4.1.3. Metodología de aplicación.....	29
4.1.4. Ventajas y desventajas del método FCD.....	31
4.2. Método de valorización – Valor presente ajustado (APV) .....	32
4.2.1. Introducción al método APV.....	32
4.2.2. Fundamento teórico del método APV .....	33
4.2.3. Metodología de aplicación del método APV.....	33
4.2.4. Ventajas y desventajas del método APV.....	36
4.3. Método de valorización - múltiplo EBITDA .....	36
4.3.1. Introducción al método múltiplo EBITDA .....	36
4.3.2. Fundamento teórico del método múltiplo EBITDA.....	37

4.3.3. Metodología de aplicación del método múltiplo EBITDA .....	37
4.3.4. Ventajas y desventajas del método múltiplo EBITDA.....	38
4.4. Impacto de la NIIF 16 en los métodos de valorización .....	39
4.4.1. Flujo de caja descontado (FCD).....	39
4.4.2. Valor presente ajustado (APV).....	39
4.4.3. Múltiplo EBITDA .....	40
4.4. Conclusión del capítulo.....	42
<b>CAPÍTULO V. ANÁLISIS DEL IMPACTO SECTORIAL DE LA NIIF 16. ....</b>	<b>45</b>
5.1. Metodología del análisis sectorial.....	45
5.2. Sector Minería: Servicios Mineros Andinos S.A.....	46
5.2.1. Contexto sectorial y características de la empresa simulada.....	46
5.2.2. Estructura de arrendamientos y tratamiento bajo NIIF 16 .....	47
5.2.3. Reestructuración del estado de situación financiera y estado de resultados ajustados.....	47
5.2.4 Análisis de indicadores financieros antes y después de NIIF 16.....	51
5.2.5 Consideración de contratos cancelables sin penalidad .....	53
5.3. Sector Retail: Empresa Comercializadora del sur S.A. ....	55
5.3.1. Contexto sectorial y características de la empresa simulada.....	55
5.3.2. Estructura de arrendamientos y tratamiento bajo NIIF 16 .....	55
5.3.3. Reestructuración del estado de situación financiera y estado de resultados ajustados.....	56
5.3.4. Análisis de indicadores financieros antes y después de NIIF 16.....	61
5.4. Sector tecnología: TechSec S.A.....	63
5.4.1. Contexto sectorial y características de la empresa simulada.....	63
5.4.2. Estructura de arrendamientos y tratamiento bajo NIIF 16 .....	63
5.4.3. Reestructuración del estado de situación financiera y estado de resultados ajustados.....	64
5.4.4. Análisis de indicadores financieros antes y después de NIIF 16.....	68
5.5. Comparación intersectorial y diferencias por sector.....	69
5.5.1. Evaluación de los riesgos contables y financieros asociados.....	70
5.5.2. Discusión de patrones comunes y diferencias por sector. ....	73
5.5.3. Conclusiones del análisis del impacto sectorial de la NIIF 16.....	76
<b>CAPÍTULO VI. VALORIZACIÓN EMPRESARIAL Y EFECTOS DE LA NIIF 16.....</b>	<b>78</b>
6.1. Consideraciones metodológicas para la valorización bajo NIIF 16.....	78
6.1.1. Impacto en flujos de caja libre (FCL).....	79
6.1.2. Ajustes a la estructura de capital y WACC.....	79
6.1.3. Ajustes al EBITDA y escudo fiscal.....	80
6.1.4. Impacto en la deuda neta y tasa <i>Ku</i> .....	80
6.2. Supuestos para la proyección de estados financieros y valorización.....	81

6.2.1. Estados financieros proyectados.....	83
6.2.2. Supuestos para la valorización .....	84
6.2.3. Cálculo de la deuda y flujos de caja proyectados.....	85
6.3. Aplicación del método de flujo de caja descontado (FCD) .....	107
6.3.1 Sector minería .....	107
6.3.2. Sector retail .....	112
6.3.3. Sector tecnología .....	116
6.4. Aplicación del método del valor presente ajustado (APV).....	120
6.4.1. Sector minería .....	120
6.4.2. Sector retail .....	122
6.4.3. Sector tecnología .....	123
6.5. Aplicación del método de múltiplos basados en EBITDA .....	125
6.5.1. Sector minería .....	125
6.5.2. Sector retail .....	126
6.5.3. Sector tecnología .....	127
6.6. Discusión general de resultados.....	127
6.6.1. Resultados comparativos.....	127
6.6.2. Tendencias e implicaciones.....	131
6.6.3. Conclusiones del capítulo .....	132
<b>CAPÍTULO VII. CONCLUSIONES .....</b>	<b>135</b>
7.2. Conclusiones generales del estudio: .....	135
<b>CAPÍTULO VIII. RECOMENDACIONES.....</b>	<b>139</b>
8.1 Recomendaciones .....	139
8.2. Consideraciones finales.....	139
<b>ANEXOS .....</b>	<b>141</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>153</b>

## LISTA DE TABLAS

<b>Tabla 1</b>	Esquema de trabajo para la tesis.....	8
<b>Tabla 2</b>	Gasto del arrendamiento según NIC 17 de la empresa Construcción 360 S.A.....	12
<b>Tabla 3</b>	Impacto de la implementación de la NIIF 16 en el estado de resultados y estado de situación financiera.....	13
<b>Tabla 4</b>	Detalle del activo por derecho de uso de la empresa Construcción 360 S.A.....	15
<b>Tabla 5</b>	Amortización de la deuda de la empresa Construcción 360 S.A.....	16
<b>Tabla 6</b>	Amortización del activo por derecho de uso de la empresa Construcción 360 S.A.....	17
<b>Tabla 7</b>	Cálculo del gasto por intereses de la empresa Construcción 360 S.A.....	18
<b>Tabla 8</b>	Tratamiento contable del arrendamiento operativo para el año 2019 según NIIF 16.19	
<b>Tabla 9</b>	Estado de situación financiera de Construcción 360 S.A. al 31 de diciembre de 2019.....	21
<b>Tabla 10</b>	Estado de resultados de Construcción 360 S.A. al 31 de diciembre de 2019 .....	22
<b>Tabla 11</b>	Principales métricas afectadas por el reconocimiento de activos y pasivos bajo NIIF 16.....	25
<b>Tabla 12</b>	Impacto de la NIIF 16 en los métodos de valorización para Construcción 360 S.A.....	41
<b>Tabla 13</b>	Resumen de aplicación y características de los métodos de valorización.....	42
<b>Tabla 14</b>	Estado de situación financiera comparativo al 2022 Servicios mineros andinos S.A.....	49
<b>Tabla 15</b>	Estado de resultados comparativo al 2022 Servicios mineros andinos S.A.....	50
<b>Tabla 16</b>	Comparación de indicadores financieros Servicios mineros andinos S.A.....	52
<b>Tabla 17</b>	Estado de situación financiera comparativo al 2022 Comercializadora del sur S.A.....	58
<b>Tabla 18</b>	Estado de resultados comparativo al 2022 Comercializadora del sur S.A.....	60
<b>Tabla 19</b>	Comparación de indicadores financieros Comercializadora del sur S.A.....	62
<b>Tabla 20</b>	Estado de situación financiera comparativo al 2022 TechSec S.A.....	65
<b>Tabla 21</b>	Estado de resultados comparativo al 2022 TechSec S.A.....	67
<b>Tabla 22</b>	Comparación de indicadores financieros TechSec S.A.....	69
<b>Tabla 23</b>	Impacto intersectorial de la NIIF 16 en los estados financieros al 2022.....	70
<b>Tabla 24</b>	Riesgos contables y financieros por sector.....	72
<b>Tabla 25</b>	Comparación intersectorial de ratios financieros al 2022.....	73
<b>Tabla 26</b>	Estado de situación financiera comparativo al 2022 (Minería, NIIF 16 vs. NIC 17).....	79
<b>Tabla 27</b>	Estado de resultados comparativo al 2022 (Minería, NIIF 16 vs. NIC 17).....	80
<b>Tabla 28</b>	Indicadores financieros comparativos al 2022 (Minería, NIIF 16 vs. NIC 17).....	81
<b>Tabla 29</b>	Estado de situación financiera comparativo al 2022 (Retail, NIIF 16 vs. NIC 17).....	81
<b>Tabla 30</b>	Estado de resultados comparativo al 2022 (Retail, NIIF 16 vs. NIC 17).....	83
<b>Tabla 31</b>	Indicadores financieros comparativos al 2022 (Retail, NIIF 16 vs. NIC 17).....	84
<b>Tabla 32</b>	Estado de situación financiera comparativo al 2022 (Tecnología, NIIF 16 vs. NIC 17).....	85
<b>Tabla 33</b>	Estado de resultados comparativo al 2022 (Tecnología, NIIF 16 vs. NIC 17).....	85
<b>Tabla 34</b>	Indicadores financieros comparativos al 2022 (Tecnología, NIIF 16 vs. NIC 17).....	86
<b>Tabla 35</b>	Proyección de flujos de caja libres 2023-2026 (Servicios mineros andinos S.A., NIIF 16).....	87
<b>Tabla 36</b>	Proyección de flujos de caja libres 2023-2026 (Servicios mineros andinos S.A., NIC 17).....	87
<b>Tabla 37</b>	Cálculo del WACC 2023-2026 (Servicios mineros andinos S.A., NIIF 16).....	88
<b>Tabla 38</b>	Cálculo del WACC 2023-2026 (Servicios mineros andinos S.A., NIC 17).....	89
<b>Tabla 39</b>	Proyección de flujos de caja libres 2023-2026 (Comercializadora del sur S.A., NIIF 16).....	90
<b>Tabla 40</b>	Proyección de flujos de caja libres 2023-2026 (Comercializadora del sur S.A., NIC 17).....	90

<b>Tabla 41</b>	Cálculo del WACC 2023-2026 (Comercializadora del sur S.A., NIIF 16).....	91
<b>Tabla 42</b>	Cálculo del WACC 2023-2026 (Comercializadora del sur S.A., NIC 17).....	92
<b>Tabla 43</b>	Proyección de flujos de caja libres 2023-2026 (TechSec S.A., NIIF 16).....	92
<b>Tabla 44</b>	Proyección de flujos de caja libres 2023-2026 (TechSec S.A., NIC 17).....	93
<b>Tabla 45</b>	Cálculo del WACC 2023-2026 (TechSec S.A., NIIF 16).....	93
<b>Tabla 46</b>	Cálculo del WACC 2023-2026 (TechSec S.A., NIC 17).....	94
<b>Tabla 47</b>	Valoración por FCD 2023-2026 (Servicios mineros andinos S.A., NIIF 16).....	95
<b>Tabla 48</b>	Valoración por FCD 2023-2026 (Servicios mineros andinos S.A., NIC 17).....	95
<b>Tabla 49</b>	Valoración por FCD 2023-2026 (Comercializadora del sur S.A., NIIF 16).....	96
<b>Tabla 50</b>	Valoración por FCD 2023-2026 (Comercializadora del sur S.A., NIC 17).....	97
<b>Tabla 51</b>	Valoración por FCD 2023-2026 (TechSec S.A., NIIF 16).....	98
<b>Tabla 52</b>	Valoración por FCD 2023-2026 (TechSec S.A., NIC 17).....	98
<b>Tabla 53</b>	Cálculo del múltiplo EBITDA 2023-2026 (Servicios mineros andinos S.A., NIIF 16).....	99
<b>Tabla 54</b>	Cálculo del múltiplo EBITDA 2023-2026 (Servicios mineros andinos S.A., NIC 17).....	100
<b>Tabla 55</b>	Cálculo del múltiplo EBITDA 2023-2026 (Comercializadora del sur S.A., NIIF 16).....	100
<b>Tabla 56</b>	Cálculo del múltiplo EBITDA 2023-2026 (Comercializadora del sur S.A., NIC 17).....	101
<b>Tabla 57</b>	Cálculo del múltiplo EBITDA 2023-2026 (TechSec S.A., NIIF 16).....	102
<b>Tabla 58</b>	Cálculo del múltiplo EBITDA 2023-2026 (TechSec S.A., NIC 17).....	102
<b>Tabla 59</b>	Valoración por APV 2023-2026 (Servicios mineros andinos S.A., NIIF 16).....	103
<b>Tabla 60</b>	Valoración por APV 2023-2026 (Servicios mineros andinos S.A., NIC 17).....	103
<b>Tabla 61</b>	Valoración por APV 2023-2026 (Comercializadora del sur S.A., NIIF 16).....	104
<b>Tabla 62</b>	Valoración por APV 2023-2026 (Comercializadora del sur S.A., NIC 17).....	105
<b>Tabla 63</b>	Valoración por APV 2023-2026 (TechSec S.A., NIIF 16).....	106
<b>Tabla 64</b>	Valoración por APV 2023-2026 (TechSec S.A., NIC 17).....	106
<b>Tabla 65</b>	Comparación de resultados por métodos de valorización 2023-2026 (Minería, NIIF 16 vs. NIC 17).....	107
<b>Tabla 66</b>	Comparación de resultados por métodos de valorización 2023-2026 (Retail, NIIF 16 vs. NIC 17).....	108
<b>Tabla 67</b>	Valor presente con WACC 2023-2026 (Servicios mineros andinos S.A.).....	109
<b>Tabla 68</b>	Análisis recursivo y valores ajustados 2023-2026 (Servicios mineros andinos S.A.).....	110
<b>Tabla 69</b>	Valor presente con WACC 2023-2026 (Servicios mineros andinos S.A.).....	111
<b>Tabla 70</b>	Análisis recursivo y valores ajustados 2023-2026 (Comercializadora del sur S.A.).....	112
<b>Tabla 71</b>	Valor presente con WACC 2023-2026 (Comercializadora del sur S.A.).....	113
<b>Tabla 72</b>	Análisis recursivo y valores ajustados 2023-2026 (Comercializadora del sur S.A.).....	114
<b>Tabla 73</b>	Valor presente con WACC 2023-2026 (Comercializadora del sur S.A.).....	115
<b>Tabla 74</b>	Análisis recursivo y valores ajustados 2023-2026 (TechSec S.A.).....	116
<b>Tabla 75</b>	Valor presente con WACC 2023-2026 (TechSec S.A.).....	117
<b>Tabla 76</b>	Análisis recursivo y valores ajustados 2023-2026 (TechSec S.A.).....	118
<b>Tabla 77</b>	Valor presente con WACC 2023-2026 (TechSec S.A.).....	119
<b>Tabla 78</b>	Método APV - Primera proposición de Modigliani-Miller 2023-2026 (Servicios mineros andinos S.A.).....	120
<b>Tabla 79</b>	Cálculo APV 2023-2026 (Servicios mineros andinos S.A.).....	121
<b>Tabla 80</b>	Método APV - Primera proposición de Modigliani-Miller 2023-2026 (Comercializadora del sur S.A.).....	122
<b>Tabla 81</b>	Cálculo APV 2022-2026 (Comercializadora del sur S.A.).....	123
<b>Tabla 82</b>	Método APV - Primera proposición de Modigliani-Miller 2022-2026 (TechSec S.A.).....	123
<b>Tabla 83</b>	Cálculo APV 2023-2026 (TechSec S.A.).....	124
<b>Tabla 84</b>	Cálculo del múltiplo EBITDA y EBITDA del sector (Minería, 2022).....	125

<b>Tabla 85</b>	Cálculo del múltiplo EBITDA y EBITDA del sector (Retail, 2022).....	126
<b>Tabla 86</b>	Cálculo del múltiplo EBITDA y EBITDA del sector (Tecnología, 2022).....	127
<b>Tabla 87</b>	Cuadro comparativo de resultados por métodos bajo NIIF 16 y NIC 17 (Minería).....	128
<b>Tabla 88</b>	Cuadro comparativo de resultados por métodos bajo NIIF 16 y NIC 17 (Retail).....	129
<b>Tabla 89</b>	Cuadro comparativo de resultados por métodos bajo NIIF 16 y NIC 17 (Tecnología).....	130
<b>Tabla 1.1</b>	Estado de situación financiera proyectado 2023-2026 Servicios mineros andinos S.A. (NIIF 16).....	141
<b>Tabla 1.2</b>	Estado de resultados proyectado 2023-2026 Servicios mineros andinos S.A. (NIIF 16).....	142
<b>Tabla 1.3</b>	Estado de situación financiera proyectado 2023-2026 Servicios mineros andinos S.A. (NIC 17).....	143
<b>Tabla 1.4</b>	Estado de resultados proyectado 2023-2026 Servicios mineros andinos S.A. (NIC 17).....	144
<b>Tabla 2.1</b>	Estado de situación financiera proyectado 2023-2026 Comercializadora del sur S.A. (NIIF 16).....	145
<b>Tabla 2.2</b>	Estado de resultados proyectado 2023-2026 Comercializadora del sur S.A. (NIIF 16).....	146
<b>Tabla 2.3</b>	Estado de situación financiera proyectado 2023-2026 Comercializadora del sur S.A. (NIC 17).....	147
<b>Tabla 2.4</b>	Estado de resultados proyectado 2023-2026 Comercializadora del sur S.A. (NIC 17).....	148
<b>Tabla 3.1</b>	Estado de situación financiera proyectado 2023-2026 TechSec S.A. (NIIF 16).....	149
<b>Tabla 3.2</b>	Estado de resultados proyectado 2023-2026 TechSec S.A. (NIIF 16).....	150
<b>Tabla 3.3</b>	Estado de situación financiera proyectado 2023-2026 TechSec S.A. (NIC 17).....	151
<b>Tabla 3.4</b>	Estado de resultados proyectado 2023-2026 TechSec S.A. (NIC 17).....	152

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1:</b>	Análisis comparativo de la imputación de gastos en arrendamientos: Transición de la NIC 17 a la NIIF 16.....	20
-------------------	--	----

## **LISTA DE ABREVIATURAS**

**NIIF:** Normas internacionales de información financiera

**NIC:** Normas internacionales de contabilidad

**FCD:** Flujo de caja descontado

**EBITDA:** Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

**APV:** Valor presente ajustado

**WACC:** Costo promedio ponderado de capital

**IASB:** Consejo de normas internacionales de contabilidad

**SMV:** Superintendencia del mercado de valores

**SUNAT:** Superintendencia nacional de aduanas y de administración tributaria

**SBS:** Superintendencia de banca, seguros y AFP

**VAN:** Valor actual neto

**Ku:** Costo de capital sin apalancamiento

**Rs:** Costo de capital propio

**Rb:** Costo de la deuda

**Tc:** Tasa impositiva

**FCFF:** Flujo de caja libre para la empresa

**CAPEX:** Capital expenditure

## **Agradecimientos**

Expresamos nuestro más sincero agradecimiento a nuestros asesores, quienes con su experiencia, dedicación y orientación académica nos han guiado durante todo el proceso de investigación y redacción de esta tesis. Su apoyo constante, sus valiosas observaciones y su compromiso con nuestro desarrollo profesional han sido fundamentales para alcanzar los objetivos planteados y culminar con éxito este trabajo de investigación.

## Karen Sara Callo Arévalo

Egresada de Maestría en Finanzas de ESAN Business School, Contadora Pública Colegiada, con más de 8 años de trayectoria profesional en el área de contabilidad y finanzas, con enfoque en contabilidad general, cuentas por cobrar y pagar, obligaciones financieras e impuestos. Especialista en análisis Financiero. Con una especialización en Tributación y experiencia en los rubros de construcción, industria y de servicios. Enfoque en la planificación, orientada a resultados y búsqueda de mejora continua.

### FORMACIÓN

2023 – 2025 Universidad ESAN - Maestría en finanzas

2013 – 2017 Universidad Nacional Mayor de San Marcos- Bachiller en contabilidad

### EXPERIENCIA

2025 - Actualmente	<b>GTD Perú S.A.</b> Empresa de telecomunicaciones
En. 2025 - Actualmente	<b>Analista contable.</b> Responsable del análisis de cuentas contables y la preparación de informes financieros para distintas áreas de la empresa. Atención de requerimientos internos y externos, así como apoyo en procesos de auditoría. Encargado/a de la consolidación de estados financieros bajo normativas locales e internacionales.
2023 - 2024	<b>Siom Perú S.A.C.</b> Empresa Industrial
Feb. 2023 - Jul. 2024	<b>Asistente contable.</b> Preparación de anexos financieros, análisis de compras, validación del registro contable y gestión tributaria mensual. Participó en inventarios y auditorías. Logros: automatización de detracciones, validación de compras y carga masiva de asientos contables.
2022 - 2023	<b>Overall.</b> Empresa outsourcing
Nov. 2022 - Feb. 2023	<b>Asistente contable.</b> Responsable de la preparación de anexos de estados financieros mensuales, análisis de compras por segmento para proyecciones, validación del registro de compras y procedimientos de detracciones. Gestión de información tributaria mensual, presentación de libros electrónicos, participación en inventarios y atención a auditorías. Logros destacados: implementación de reporte automatizado para cálculo y pago de detracciones, filtros de validación para registro de compras y carga masiva de asientos contables que optimizó tiempos de ingreso de información.
2020 - 2022	<b>Incot SAC Contratistas Generales.</b> Empresa
Oct. 2020 - Nov. 2022	<b>Analista contable.</b> Responsable del análisis contable, estados financieros, declaraciones anuales y liquidación mensual de impuestos. Gestionó conciliaciones bancarias, libros electrónicos, auditorías, cuentas por pagar, detracciones y fondos de garantía. Logros: digitalización y automatización de pagos con VBA Macros, canal único de recepción de comprobantes con respuestas automáticas y reportería automatizada para análisis contable y consolidado.
Jul. 2017 - Set. 2020	<b>Asistente contable.</b> Responsable de la revisión y presentación de libros electrónicos, liquidación de impuestos mensuales, conciliaciones bancarias y análisis de cuentas contables. Gestionó requerimientos de auditorías, ingreso de información de planillas de obreros y empleados, y liquidación de fondos de garantía a subcontratistas. Logros destacados: regularización de libros electrónicos con énfasis en Kardex Valorizado, implementación de control de fianzas y seguros vigentes, y formato de carga masiva para interfaz de información de planillas.

### FORMACION COMPLEMENTARIA

Programa de especialización en Tributación (2022 – UNMSM)

## Peggi Carolina Cortez Rodríguez

Contadora Pública Colegiada egresada de la Universidad Nacional Federico Villarreal con maestría en finanzas por ESAN. Amplia experiencia en planeamiento, coordinación y ejecución de procesos contables bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y normativa tributaria peruana. Interés en el desarrollo profesional orientado a la gestión de negocios financieros.

### FORMACIÓN

2023 – 2025 Escuela de Administración de Negocios para Graduados – ESAN - Magister en Finanzas

2007 – 2011 Universidad Nacional Federico Villarreal – UNFV - Contadora Pública

### EXPERIENCIA

2015-2025	<p><b>D CONTADORES SAC – Firma miembro de Deloitte.</b> <b>Gerente de Contabilidad.</b> Lidera y coordinar al equipo de profesionales, asignando tareas, supervisando el rendimiento y asegurando la precisión en las operaciones. Responsable de analizar datos financieros para identificar tendencias, variaciones o riesgos, y proporcionar recomendaciones estratégicas a los clientes o a la alta dirección para optimizar procesos financieros y mejorar la toma de decisiones. Apoyo en la gestión comercial para fortalecer relaciones estratégicas y garantizar la satisfacción del cliente.</p> <p><b>Coordinador Contable</b> Encargada de revisar y exponer estados financieros preparados bajo normas contables internacionales. Supervisa el rendimiento y asegurando la precisión en las operaciones contables diarias, como la gestión del libro mayor, cuentas por pagar y por cobrar, y conciliaciones bancarias. Monitorea el cumplimiento de las obligaciones fiscales y coordinar con auditores externos</p> <p><b>Analista Contable:</b> Apoya en auditorías financieras trimestrales y anuales, tanto internas como externas. Prepara los libros contables aplicables a cada empresa asignada. Prepara la liquidación de impuestos mensual y anual</p>
2015-2011	<p><b>GRUPO GRAÑA Y MONTERO</b> <b>Analista Sr. de Contabilidad.</b> Responsable del análisis contable integral, incluyendo la contabilización y control de ingresos y gastos. Encargada de la conciliación de cuentas con empresas vinculadas del grupo, así como del control y gestión de detracciones, retenciones y percepciones. Elaboración y presentación de la liquidación de impuestos mensuales y anuales conforme a la normativa tributaria vigente.</p>

### DIPLOMADOS Y/O ESPECIALIZACIONES:

Actualización IFRS 2019-2020 Universidad del Pacífico (PE)

Diplomado especializado en tributación 2017 – Universidad Mayor de San Marco (UNSM)

Diplomado Especializado en adopción y aplicación de las NIIF – Universidad Peruana de Ciencia Aplicadas 2014-2015 (UPC)

## Dennis Enver Pintado Morales

Egresado maestría en Finanzas (Esan), bachiller contable (UNP), con más de 5 años en planeamiento financiero, del sector inmobiliario y construcción, realizando proyecciones financieras, evaluación de nuevos negocios, además de 4 años de experiencia en áreas relacionados a finanzas (contabilidad, tesorería). Especialista en proyección y lectura de estados financieros, análisis financiero, presentaciones, análisis de proyecto de inversión.

### FORMACIÓN

2023 – 2025 Universidad ESAN - Maestría en finanzas

2011 - 2016 Universidad Nacional de Piura - Bachiller en contabilidad

### EXPERIENCIA

2023 Actualmente	-	<b>GRUPO LAR PERU.</b> Empresa inmobiliaria de capitales españoles, facturación mayor a 200 millones de soles.
Mar. 2023 - Actualmente		<b>Analista Sr de planeamiento Financiero.</b> Consolidación y análisis de estados financieros proyectados del grupo empresarial, con presentación de resultados a la dirección ejecutiva y coordinación con el área contable para el tratamiento presupuestario. Evaluación financiera de proyectos de inversión, desarrollo de modelos financieros y análisis de entrada de socios estratégicos. Seguimiento de proyectos en alianza, elaboración de reportes de KPIs, actualización de flujos de caja y coordinación con áreas comerciales e inmobiliarias. Preparación de documentación bancaria para obtención de préstamos y supervisión de personal. Logros destacados: participación en levantamiento de US\$34MM para proyecto inmobiliario, implementación de mejoras en modelos financieros con criterios contables actualizados, desarrollo de presupuestos anuales y business plans quinquenales, y automatización de procesos de análisis de escenarios.
Oct. 2022 - Mar 2023	-	<b>IVR INGENIEROS ASOCIADOS.</b> Empresa constructora, facturación de 37 millones de soles.
Oct. 2022 - Mar 2023	-	<b>Coordinador de planeamiento Financiero.</b> Responsable de la proyección de flujo caja de los proyectos en ejecución, llenado de información para terceros (bancos, potenciales clientes), proyección de flujo a corto plazo. Evaluación de nuevos proyectos. ▪ Implementación de modelo financiero.
Jun. 2022 - Oct. 2022	-	<b>IVR INGENIEROS ASOCIADOS.</b> Empresa constructora, facturación de 37 millones de soles.
Jun. 2022 - Oct. 2022	-	<b>Coordinador Financiero.</b> Responsable de presupuesto, proyección de flujo caja, análisis de PyL además de ser responsable de tesorería, exposiciones a dirección general y financiera mensuales, KPIs. ▪ Implementación de KPIs que mostraban el resultado de cada agencia.

### FORMACION COMPLEMENTARIA

Programa de especialización en finanzas corporativas (2018 – UPC)

Programa de Costos y Presupuestos (2021 – UPC)

## Janette Salazar Loja

Egresada de Maestría en Finanzas de ESAN Business School, profesional en Finanzas y Contabilidad con más de 5 años de experiencia en los sectores logístico, minero e industrial, Especializada en análisis de estados financieros, proyecciones, control de costos, activos fijos y reportes financieros bajo NIIF.

### FORMACIÓN

2023 – 2025 Universidad ESAN - Maestría en finanzas

2013 – 2017 Universidad Nacional Mayor de San Marcos- Bachiller en contabilidad

### EXPERIENCIA

2024 Actualmente	-	<b>Zoomlion Heavy Industry Perú S.A.C.</b> Empresa de maquinaria pesada de capital chino, con facturación anual mayor de
Set. 2024 - Actualmente		<b>Especialista contable.</b> Responsable de la programación semanal de pagos a proveedores y stakeholders internos, gestionando la revisión de gastos de viaje de empleados y control de anticipos con cumplimiento de políticas y normativas tributarias (SUNAT). Encargada de brindar capacitaciones internas sobre uso de sistemas financieros a equipos multifuncionales, coordinando soporte de auditorías y documentación de procesos para revisiones internas. Supervisión de inventarios de activos fijos y maquinaria en múltiples subsidiarias peruanas, actuando como revisora de procesos y mejorando tiempos de respuesta en solicitudes financieras. Logró la migración exitosa del sistema de gastos de empleados a Concur y redujo en más del 20% los tiempos internos de procesamiento para aprobaciones de reembolsos.
2021 - 2024		<b>Brightcell Logistics Perú S.A.C.</b> Empresa de logística
Jun. 2021 - Ago. 2024	-	<b>Analista contable.</b> Encargada del análisis mensual de variaciones de estado de resultados por unidades de negocio, presentando explicaciones de desviaciones a la gerencia ejecutiva. Responsable del cierre mensual de cuentas por pagar y activo fijo, desarrollando anexos de estados financieros bajo estándares NIIF y directrices corporativas. Encargada de provisiones, coordinación y control de costos, gastos e ingresos, colaborando estratégicamente con corporativo en reportes tributarios, auditorías y encuestas del INEI. Logró la migración exitosa del proceso de cuentas por pagar desde centro de servicios regional hacia ejecución local, logrando reducir 60% los tiempos de procesamiento mediante automatización inteligente, estandarizar 30% de notas financieras bajo normativas NIIF y establecer control integral sobre procesos de órdenes de compra.
2019 - 2021		<b>Catalina Huanca Sociedad Minera S.A.C.</b> Empresa minera
Jun. 2019 - May. 2021	-	<b>Asistente contable.</b> Responsable de la gestión integral de activos fijos incluyendo capitalización, depreciación y conciliaciones, liderando inventarios físicos anuales y reconciliaciones entre sistemas contables. Encargada de provisiones de OPEX/CAPEX, notas de estados financieros y atención a auditorías externas asegurando cumplimiento normativo completo.

### FORMACION COMPLEMENTARIA

Diplomado en NIIF (2019 - CENTRUM PUCP)

Inglés nivel avanzado (2017 - Centro de Idiomas San Marcos)

## RESUMEN EJECUTIVO

### **NIIF 16 y la valorización de las empresas bajo los métodos de valorización: flujo de caja descontado, múltiplo EBITDA y valor presente ajustado.**

La presente investigación analiza el impacto de la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 16, vigente desde enero de 2019, en la valorización de empresas que realizan operaciones de arrendamiento, utilizando los métodos de flujo de caja descontado (FCD), múltiplo EBITDA y valor presente ajustado (APV). A través de un enfoque cuantitativo, con un diseño no experimental y correlacional, se evaluaron tres casos representativos de los sectores minería, retail y tecnología en el contexto peruano, comparando los efectos contables y financieros de la NIIF 16 frente a la NIC 17, para tales efectos se plantea los siguientes objetivos:

- Examinar los alcances de la NIC 17 y de la NIIF 16, tanto para los arrendadores como para los arrendatarios, analizando ventajas y desventajas, incluyendo su impacto en los estados financieros y en el valor de las empresas.
- Revisar los métodos de valorización considerados en este trabajo: flujo de caja descontado, múltiplo EBITDA y valor presente ajustado.
- Desarrollar casos para examinar los efectos de la NIC 17 y de la NIIF 16 en los estados financieros y en el valor de las empresas arrendatarias, entidad que recibe el bien en arrendamiento.
- Determinar el impacto de la aplicación de la NIIF 16 en los estados financieros y en la valorización de los casos de estudios seleccionados (empresas arrendatarias).

La investigación empleó un diseño no experimental, basado en análisis documental y estudio de casos, con datos simulados de empresas representativas de los sectores mencionados. Se proyectaron estados financieros para el período 2023-2026 bajo los marcos contables NIC 17 y NIIF 16, utilizando supuestos financieros consistentes. Los métodos de valoración FCD, APV y múltiplo EBITDA se aplicaron para comparar los resultados, considerando ajustes por el reconocimiento de activos por derecho de uso, pasivos por arrendamiento, y el impacto en indicadores como el EBITDA, el apalancamiento y el WACC.

Respecto a los efectos contables de la NIIF16, la norma elimina la distinción entre arrendamientos operativos y financieros para arrendatarios, exigiendo el reconocimiento de activos por derecho de uso y pasivos por arrendamiento. Esto

incrementa los activos y pasivos en el balance, eleva el EBITDA y desplaza los gastos operativos hacia amortización e intereses, afectando la utilidad neta.

En relación con el impacto de la valorización:

FCD: en minería, el valor de la empresa aumentó un 2.85%, en retail un 8.00% y en tecnología un 4.93%, debido al mayor apalancamiento contable y ajustes en el WACC por la capitalización de arrendamientos bajo NIIF 16.

APV: los resultados son consistentes con el FCD, ya que la no deducibilidad de los intereses por arrendamiento en Perú elimina el escudo fiscal, alineando los flujos de caja sin apalancamiento y la tasa de descuento ( $K_u$ ) con el FCD.

Múltiplo EBITDA: el incremento del EBITDA por la reclasificación de gastos de arrendamiento generó aumentos en los valores empresariales, pero los múltiplos disminuyeron (minería: -32.50%, retail: -10.20%, tecnología: -25.80%),

Finalmente, este estudio concluye que los métodos FCD y APV reflejan mayores flujos operativos, pero estabilizan el valor al incluir activos por derecho de uso en CAPEX, mientras que el múltiplo EBITDA genera sobrevaloración debido al aumento contable del EBITDA, requiriendo ajustes para comparaciones con NIC 17. En casos simulados de minería, retail y tecnología, el impacto es heterogéneo, con retail mostrando mayor aumento en activos y pasivos (8%), seguido de tecnología (4.93%) y minería (2.85%), dependiendo de la intensidad de los arrendamientos. FCD y APV son más robustos, pero el múltiplo EBITDA necesita ajustes para evitar distorsiones, especialmente en retail, el sector más sensible.

## **CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN**

En un entorno financiero dinámico globalizado, la estandarización de las prácticas contables se ha vuelto esencial para garantizar la transparencia y comparabilidad en la presentación de estados financieros. En este contexto, las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) y las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) han surgido como pilares fundamentales que impulsan la coherencia y la integridad en la información financiera a nivel mundial.

Las NICs fueron emitidas en el año 1973 por el International Accounting Standards Committee (IASC). A partir del año 2001 este organismo fue reemplazado por International Accounting Standards Board (IASB), dicha entidad adoptó las NICs, ampliando su desarrollo y elaborando interpretaciones, dando lugar a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) son un conjunto de principios contables y estándares técnicos diseñados para armonizar la normativa contable y garantizar que la información presentada en los estados financieros sea confiable, relevante y útil para la toma de decisiones económicas. Su aplicación se basa en criterios de calidad como la transparencia, comparabilidad, relevancia y verificabilidad. Según Nobes y Parker (2012), las NIIFs no solo proporcionan un marco para la elaboración de estados financieros, sino que también favorecen el control y la gestión interna, siendo fundamentales para una valoración empresarial precisa y para generar confianza en inversores y otras partes interesadas.

Dentro de estas normas, el arrendamiento se presenta como una categoría relevante que afecta tanto a los arrendadores como a los arrendatarios. Según la NIC 17 “Arrendamientos”, un arrendamiento se define como un acuerdo mediante el cual el arrendador cede al arrendatario el derecho a usar un activo durante un período determinado a cambio de pagos periódicos. La norma clasificaba los arrendamientos en dos categorías principales: arrendamiento financiero y arrendamiento operativo. El primero se registraba en el balance del arrendatario, reconociendo tanto el activo como la obligación asociada, mientras que el segundo se contabilizaba como un gasto en el estado de resultados a lo largo del período del arrendamiento.

Sin embargo, con la introducción de la NIIF 16 “Arrendamientos”, que reemplazó la NIC 17 a partir de enero de 2019, el tratamiento contable de los arrendamientos cambió significativamente. La NIIF 16 eliminó la distinción entre arrendamiento operativo y

financiero para los arrendatarios, estableciendo que, todos los arrendamientos deben ser reconocidos en el balance como un derecho de uso (activo) y una obligación por arrendamiento (pasivo).

Esta modificación tuvo un impacto significativo en la presentación de los estados financieros, especialmente en empresas con un alto volumen de contratos de arrendamiento, ya que incrementó sus activos y pasivos, afectando indicadores clave como el EBITDA, (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization), la rentabilidad y el apalancamiento financiero, lo que, a su vez, podría influir en la valoración de las empresas según el método de valoración utilizado.

### **1.1. Problemática**

La aplicación de la NIIF 16 “Arrendamientos” ha modificado la presentación de los estados financieros al eliminar la distinción entre arrendamientos financieros y operativos. Bajo la NIC 17, los arrendamientos operativos quedaban fuera del balance, lo que generaba una subestimación del nivel de endeudamiento y una imagen incompleta de la situación financiera de las empresas. Esta clasificación dificultaba la comparación entre compañías y la evaluación precisa de los riesgos financieros.

Para organizaciones con un alto volumen de arrendamientos, esta fragmentación contable impedía una representación integral de sus compromisos financieros, lo que pudo haber influido en la percepción de su valoración empresarial. Como consecuencia, la falta de una visión completa de los pasivos y la estructura de capital generaba incertidumbre entre inversores y analistas, afectando su capacidad para evaluar con precisión la solidez financiera y el riesgo asociado a la empresa.

Con la NIIF 16, los arrendamientos deben ser reconocidos en el balance, reflejándose mediante un activo por derecho de uso y su correspondiente obligación financiera. El "derecho de uso" representa contablemente el beneficio que obtiene un arrendatario al controlar y utilizar un activo arrendado durante el plazo del contrato. Esta nueva metodología no solo transforma la estructura patrimonial de las empresas al incrementar tanto sus activos como sus pasivos, sino que también modifica indicadores financieros clave, como el apalancamiento y la rentabilidad sobre activos.

Además, la NIIF 16 afecta la comparabilidad histórica de la información contable, introduciendo cambios significativos en la presentación de los estados financieros. Esto puede impactar el análisis de tendencias y la percepción del desempeño financiero por

parte de inversionistas, analistas y otras partes interesadas. Uno de los efectos más relevantes de este cambio se observa en indicadores como el EBITDA, la rentabilidad y el apalancamiento financiero. Aunque la NIIF 16 no altera la capacidad real de generación de flujos de efectivo de las empresas, sí puede distorsionar la percepción del riesgo y la solvencia de la entidad.

Parra (2013) indica que la valorización de empresas es un proceso fundamental para determinar su valor económico en un momento específico, siendo clave en la toma de decisiones estratégicas. La elección de un método de valorización adecuado debe considerar tanto factores internos de la empresa como el contexto externo, y debido a las limitaciones inherentes a cada metodología, es recomendable combinar varios enfoques para obtener una visión más precisa del valor empresarial.

Existen diversos métodos de valorización empresarial, entre los cuales destacan: flujo de caja descontado (FCD), múltiplo EBITDA y valor presente ajustado (APV = adjusted present value), cada uno afectado de manera diferente por la NIIF 16.

El método de flujo de caja descontado (FCD), que valora una empresa a partir de la proyección de sus flujos de efectivo futuros, también se ve impactado, ya que la reclasificación de los pagos por arrendamientos modifica la estimación del flujo de caja libre.

El múltiplo EBITDA, utilizado para comparar empresas dentro de un mismo sector, tiende a aumentar con la NIIF 16, ya que los arrendamientos operativos se eliminan de los gastos operativos y se registran como amortización y gastos financieros, lo que puede distorsionar comparaciones entre compañías.

Por su parte, el valor presente ajustado (APV), que descompone el valor de una empresa en su parte sin apalancamiento y el efecto del financiamiento, puede verse influenciado por el reconocimiento del pasivo por arrendamiento como deuda financiera. Esto afectando la tasa de descuento aplicada en los cálculos de valorización, lo que a su vez podría impactar la estimación del valor empresarial dependiendo del enfoque utilizado. Estos cambios introducidos por la NIIF 16 pueden generar distorsiones en la percepción del valor empresarial, haciendo necesario un análisis más detallado para evitar interpretaciones erróneas en los procesos de valorización.

En este contexto, la presente investigación analiza el impacto de la NIIF 16 en la valorización de empresas, tomando como caso de estudios a empresas modelo de sectores clave. El objetivo es proporcionar una guía práctica para evaluar compañías

bajo este nuevo marco normativo, mejorando la precisión en los procesos de valorización y facilitando la toma de decisiones estratégicas.

## **1.2. Objetivos de investigación**

Examinar el impacto de la NIC 17 y de la NIIF 16 en el valor de las empresas que tienen operaciones de arrendamientos.

### **1.2.1. Específicos**

- Examinar los alcances de la NIC 17 y de la NIIF 16, tanto para los arrendadores como para los arrendatarios, analizando ventajas y desventajas, incluyendo su impacto en los estados financieros y en el valor de las empresas.
- Revisar los métodos de valorización a ser considerados en este trabajo: flujo de caja descontado, múltiplo EBITDA y valor presente ajustado.
- Desarrollar casos para examinar los efectos de la NIC 17 y de la NIIF 16 en los estados financieros y en el valor de las empresas arrendatarias, entidad que recibe el bien en arrendamiento.
- Determinar el impacto de la aplicación de la NIIF 16 en los estados financieros y en la valorización de los casos de estudios seleccionados (empresas arrendatarias).

## **1.3. Alcance y limitaciones**

- El desarrollo de la tesis se realizará bajo los siguientes métodos de valorización: flujo de caja descontado, múltiplo EBITDA y valor presente ajustado.
- El análisis se centra en la NIIF 16 no tomando en consideración de los ajustes de aplicación provenientes de otras NIIFs.
- El análisis se limita al efecto de la relación deuda / capital, los flujos de caja, el interés implícito y amortización como efecto de la aplicación de la NIIF 16.

## **1.4. Contribución**

La investigación resultará útil para las empresas que realicen operaciones de arrendamiento ya que permitirá contar con una evaluación a mayor detalle de su flujo operacional, estructura de apalancamiento y tasa de descuento.

La tesis contribuirá también a los inversionistas ya que con una visión más clara sobre los efectos en la valorización permitirá una inversión objetiva con análisis detallado y

en base a ello evaluar la rentabilidad y rendimiento para la inversión en las empresas más rankeadas del mercado peruano.

## **CAPÍTULO II. MARCO METODOLÓGICO**

En este capítulo se expone la metodología que se empleará para examinar el impacto de la NIIF 16 en la valorización de empresas. Se describen el tipo de investigación, el diseño metodológico y los procedimientos que se aplicarán para garantizar un análisis estructurado y fundamentado. La investigación es de enfoque cuantitativo, con un diseño no experimental y correlacional, lo que permite analizar la relación entre la NIIF 16 y la valorización empresarial sin alterar las variables. Se presenta el esquema de trabajo de la tesis, el cual define la organización del estudio y orienta su desarrollo. Asimismo, se detallan las técnicas e instrumentos de recolección de información que posibilitarán el análisis del impacto normativo en la valorización empresarial. Este marco metodológico proporcionará las bases necesarias para la aplicación de modelos de valorización y la interpretación de los resultados obtenidos. Además, el esquema planteado servirá como referencia para los siguientes capítulos, asegurando coherencia y rigor en el estudio.

### **2.1. Modalidad de investigación**

La presente investigación se enmarca en el enfoque cuantitativo, el cual se basa en la recopilación y análisis de datos numéricos con el propósito de identificar patrones, relaciones y tendencias de manera objetiva y replicable (Hernández et.al 2014). Se clasifica como un estudio no experimental, ya que no se manipulan las variables de estudio, sino que se observan en su entorno natural, permitiendo analizar su comportamiento sin intervención directa del investigador (Kerlinger y Lee, 2002). Dentro de los tipos de estudios no experimentales, el diseño adoptado es correlacional, dado que busca evaluar la relación existente entre la aplicación de la NIIF 16 y la valorización de empresas, sin establecer un vínculo de causalidad entre ellas (Hernández et al., 2014). Este enfoque metodológico es adecuado cuando se pretende medir el grado de asociación entre dos o más variables, permitiendo identificar posibles patrones y tendencias en los datos observados. La adopción de un diseño correlacional asegura que los resultados obtenidos sean válidos y generalizables, brindando un marco sólido para el análisis de los efectos de la NIIF 16 en la estructura financiera y la valorización empresarial.

## **2.2. Tipo de investigación**

Se utiliza un enfoque descriptivo, para caracterizar fenómenos (Sampieri, 2018), y un diseño correlacional, que analiza la relación entre variables sin establecer causalidad (Hernández et al., 2014). Esta metodología permite obtener resultados válidos y generalizables.

Complementariamente, la investigación incorpora un enfoque descriptivo que permite caracterizar y documentar de manera detallada los fenómenos observados en el contexto de la aplicación de la NIIF 16. Este enfoque descriptivo facilita la comprensión del entorno y la evolución de las variables involucradas, ofreciendo una imagen precisa del escenario financiero en que se inserta la norma. La combinación del enfoque descriptivo con el diseño correlacional no solo posibilita medir la relación entre la NIIF 16 y la valorización de empresas, sino también proporcionar una descripción pormenorizada de cómo se manifiestan dichos efectos en el ámbito contable y financiero (Sampieri, 2018). En conjunto, estos enfoques aseguran que los resultados obtenidos sean integrales, válidos y generalizables, estableciendo una base sólida para la interpretación y aplicación de la NIIF 16 en la valorización empresarial.

## **2.3. Formulación de esquema de trabajo**

La Tabla 1 presenta el esquema de trabajo para la tesis NIIF 16 y la valorización de las empresas bajo los métodos de valorización: flujo de caja descontado, valor presente ajustado y múltiplo EBITDA.

**Tabla 1**

*Esquema de trabajo para la tesis*

Cap.	Título de capítulo	Propósito del capítulo
1	Introducción	Presentar el problema de investigación, definiendo límites, objetivos y metas.
2	Marco Metodológico	Justificar las decisiones metodológicas, y planificar y organizar la investigación de manera clara y estructurada.
3	Definición de conceptos	Profundización en la interpretación de la NIIF y comentarios de los métodos de valorización
4	Métodos de valorización	Describir y explicar los métodos de valorización utilizados en la investigación, tales como FCD, Múltiplo EBITDA y APV.
5	Análisis del impacto sectorial de la NIIF 16	Presentar y analizar casos prácticos de sectores clave para el análisis del impacto de la NIIF 16.
6	Valorización empresarial y efectos de la NIIF 16	Analizar detalladamente el impacto de la NIIF 16 en la valorización de empresas mediante los casos de estudio.
7	Conclusiones y recomendaciones	Conclusiones y recomendaciones para la aplicación de la NIIF 16 en la valorización de empresas.

*Fuente: Los autores de la tesis*

#### **2.4. Procedimiento**

El esquema de trabajo se formula en etapas: revisión de literatura, recolección de datos, análisis y presentación de resultados. Se inicia con un análisis de las diferencias entre NIC17 y NIIF16, su impacto en los estados financieros y el planteamiento de casos de estudio. Es necesario comenzar con una revisión bibliográfica de los trabajos que se han efectuado alrededor de la NIIF 16 y de la valorización de empresas.

1. El estudio se iniciará con una revisión bibliográfica sobre la transición de la NIC 17 a la NIIF 16, centrada en las diferencias contables entre ambas normas y su impacto en la presentación de los estados financieros. Asimismo, se revisarán trabajos previos sobre la valorización de empresas, con énfasis en los métodos de flujo de caja descontado (FCD), múltiplo EBITDA y APV.
2. Se seleccionarán y definirán los casos de estudios representativos de sectores clave, utilizando una estructura financiera genérica basada en información de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima. Los estados financieros presentados serán simulados y no corresponderán a una empresa específica. Se

establecerá un método de recolección de datos que asegure la calidad y confiabilidad de la información utilizada.

3. Se evaluará el impacto de la aplicación de la NIIF 16 en los estados financieros simulados y en los principales indicadores financieros, como el EBITDA, el apalancamiento y la rentabilidad. Los resultados serán interpretados en el contexto del marco teórico previamente establecido.
4. Finalmente, se presentarán las conclusiones del estudio.

## **2.5. Técnicas e instrumentos de acopio de información**

Para el desarrollo de esta investigación, se emplearán técnicas de recolección de información basadas en el análisis documental y el estudio de casos. Se seleccionarán tres casos representativos de distintos sectores económicos, utilizando estructuras financieras genéricas que reflejen las características típicas de cada sector, sin enfocarse en empresas específicas. Las fuentes de información se clasificarán en información primaria e información secundaria.

### **2.5.1. Fuentes de información**

- Información secundaria: Comprende datos obtenidos de fuentes ya existentes y publicadas. En esta investigación, la información secundaria incluirá: la recopilación de estudios previos publicados en revistas indexadas y repositorios académicos que analicen el impacto de la NIIF 16, además de tesis y trabajos de investigación universitaria que aborden su aplicación y efecto en la valorización de empresas. Asimismo, se considerarán documentos oficiales emitidos por organismos como el International Accounting Standards Board (IASB), la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT).
- Información primaria: Dado que la investigación sigue un enfoque documental y de estudio de caso, la principal fuente de información primaria será el análisis propio de los estados financieros simulados de las tres empresas representativas de diferentes sectores económicos. Estos estados financieros se elaborarán aplicando técnicas de análisis financiero y modelado de escenarios, permitiendo evaluar el impacto de la NIIF 16 en la valorización de empresas sin depender de datos específicos de una entidad en particular.

### ***2.5.2. Técnicas de acopio de información***

- Análisis documental: De acuerdo con Hernández et.al (2014), el análisis documental permite examinar información existente para identificar patrones, tendencias y relaciones entre variables. Se utilizará esta técnica para evaluar el impacto de la NIIF 16 en empresas comparables y en el sector en general.
- Estudio de casos: Según Martínez (2006), el método de estudio de casos es una estrategia metodológica que permite examinar en profundidad un fenómeno en su contexto real. En este sentido, se analizarán tres casos específicos representativos de distintos sectores económicos, considerando los efectos de la NIIF 16 en su estructura financiera y en la valorización de las empresas.

### ***2.5.3. Instrumentos de acopio de información***

- Matrices de análisis documental: Se diseñará una matriz de sistematización de información en la que se categorizarán los documentos seleccionados según su fuente, año de publicación, metodología y hallazgos principales (Hernández et al., 2014).
- Software de análisis financiero: Se emplearán herramientas como Microsoft Excel para evaluar el impacto de la NIIF 16 en los indicadores clave de valorización, siguiendo los principios de análisis financiero de Fernández (2019).

### **CAPÍTULO III. DEFINICIÓN DE CONCEPTOS**

Este capítulo examina los fundamentos de la NIC 17 y la NIIF 16, destacando sus diferencias en el reconocimiento contable de arrendamientos. La NIC 17 clasificaba los arrendamientos como operativos o financieros, mientras que la NIIF 16 exige reconocer activos por derecho de uso y pasivos por arrendamiento, transformando la presentación de los estados financieros (IASB, 2016). Se analizará el impacto de la NIIF 16 en los balances y restado de resultados, así como en indicadores financieros como la relación deuda/EBITDA y el flujo de caja descontado, los cuales influyen en la valorización empresarial. Para ilustrar estos efectos, se presentará un ejemplo numérico que muestra la valorización de un contrato de arrendamiento bajo la NIIF 16 y su incidencia en los estados financieros de una entidad. El desarrollo del caso práctico se integrará con la exposición de los conceptos teóricos, facilitando una comprensión articulada de los principios contables y su aplicación. En este sentido, se diseñó el caso de “Construcción 360 S.A.”, una entidad ficticia que refleja un escenario representativo del sector construcción en Perú durante la transición a la normativa de arrendamientos, para evaluar el impacto financiero del arrendamiento de una excavadora Cat a través de un enfoque comparativo, se explora cómo la transición normativa afecta el reconocimiento contable y las métricas financieras.

#### **3.1. NIC 17 y su aplicación**

La Norma Internacional de Contabilidad 17 (NIC 17), vigente hasta 2018, regulaba el tratamiento contable de los arrendamientos clasificándolos en financieros y operativos según la transferencia de riesgos y beneficios asociados al activo (IASB, 2003). Los arrendamientos financieros requerían que el arrendatario reconociera un activo y un pasivo en el balance, medidos al valor razonable del activo o al valor presente de los pagos mínimos, con los pagos distribuidos entre amortización y gasto financiero mediante el método del interés efectivo. En cambio, los arrendamientos operativos se registraban como gastos lineales en el estado de resultados, sin impactar el balance, lo que reducía la transparencia de las obligaciones financieras (Nobes & Parker, 2012). Esta distinción limitaba la comparabilidad entre empresas y subestimaba el endeudamiento, afectando la percepción de la estructura de capital.

Para ilustrar, consideremos el caso de Construcción 360 S.A., una empresa ficticia del sector construcción peruano que, bajo la NIC 17 en el año 2018, arrendaba una

excavadora Cat con un contrato operativo de 4 años y pagos anuales de S/297,000. Este contrato no generaba registros en el balance, y los S/297,000 se reconocían como gasto operativo anual en el estado de resultados, simplificando la contabilidad, pero ocultando la obligación financiera total de S/1,188,000 (4 años × S/297,000). Esta práctica, común en el sector construcción donde los equipos pesados se arriendan frecuentemente, minimizaba la visibilidad de los compromisos a largo plazo, lo que podía distorsionar métricas como la relación deuda/EBITDA y complicar la valorización empresarial.

**Tabla 2**  
*Gasto del arrendamiento según NIC 17 de la empresa Construcción 360 S.A.*

<b>Año</b>	<b>Gasto operativo S/</b>
2019	297,000
2020	297,000
2021	297,000
2022	297,000
<b>Totales</b>	<b>1,188,000</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 2 ilustra el tratamiento contable del gasto por arrendamiento bajo la NIC 17 para Construcción 360 S.A., reflejando un gasto operativo constante de S/297,000 anuales durante los 4 años del contrato de arrendamiento de la excavadora Cat (IASB, 2003). Este enfoque, característico de los arrendamientos operativos, distribuye el costo de manera lineal sin impactar el balance, destacando la simplicidad, pero limitada transparencia financiera.

Si bien la NIC 17 permitió a Construcción 360 S.A. registrar el arrendamiento de la excavadora Cat como operativo con un gasto constante de S/297,000 (Tabla 2), su limitada transparencia en el balance motivó la adopción de la NIIF 16, cuyos principios se detallan a continuación.

### **3.2. NIIF 16 y su aplicación**

La Norma Internacional de Información Financiera 16 (NIIF 16), vigente desde enero de 2019, reemplazó a la Norma Internacional de Contabilidad 17 (NIC 17) como respuesta a una de las principales debilidades del modelo previo: la falta de transparencia en la información sobre arrendamientos. Bajo la NIC 17, una parte sustancial del financiamiento mediante arrendamientos operativos permanecía fuera del

balance, lo que ocasionaba una subestimación del endeudamiento real y dificultaba la comparabilidad entre empresas que arrendaban activos y aquellas que los adquirían.

El Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) identificó que el volumen de financiamiento por arrendamientos no reconocidos (off-balance sheet lease financing) era significativo, lo que obligaba a los usuarios a capitalizar manualmente los compromisos futuros aplicando criterios dispares. Esta situación generaba opacidad, falta de consistencia y la necesidad de recurrir a ajustes no-GAAP para evaluar riesgos y desempeño.

En este contexto, la NIIF 16 surge con el objetivo sustancial de incorporar la totalidad de los contratos de arrendamiento en los estados financieros. A diferencia de la NIC 17, el nuevo estándar elimina la distinción entre arrendamientos operativos y financieros para los arrendatarios, exigiendo que todos los contratos (salvo excepciones de corto plazo o de bajo valor) se reconozcan como un activo por derecho de uso y un pasivo por arrendamiento, medidos al valor presente de los pagos futuros descontados a una tasa de interés implícita o incremental (IASB, 2016). Asimismo, requiere una presentación más desagregada en los estados financieros, separando la amortización del derecho de uso, el gasto por intereses del pasivo y los pagos en principal e interés en el estado de flujos de efectivo.

De esta manera, la NIIF 16 alinea la presentación contable con la sustancia económica de la transacción, sin alterar los flujos económicos subyacentes, pero representándolos con mayor fidelidad. Esto mejora de forma sustancial la transparencia, incrementa la comparabilidad y tiene un impacto directo en indicadores clave como el EBITDA, el apalancamiento y la rentabilidad (Nobes & Parker, 2012).

**Tabla 3**  
*Impacto de la implementación de la NIIF 16 en el estado de resultados y estado de situación financiera*

ESF	Activo por derecho de uso <sup>1</sup>
	Pasivo por arrendamiento
ER	Gasto por amortización
	Gasto por interés

<sup>1</sup> En la práctica contable local, es habitual desglosar el activo por derecho de uso en dos partidas: activo por derecho de uso y activo diferido por intereses por devengar, con el propósito de reflejar ajustes específicos relacionados con los intereses asociados a los arrendamientos.

*Fuente: NIIF 16: Los principales desafíos y riesgos a la fecha*

La Tabla 3 muestra el impacto de la implementación de la NIIF 16 por el lado del arrendatario, la entrada en vigor de la nueva norma implica que, en el estado de situación financiera (ESF), las empresas deben reconocer un activo por derecho de uso y un pasivo por arrendamiento, reflejando el valor económico del bien arrendado y la obligación de pago, respectivamente. Esto cambia el tratamiento contable previo de la NIC 17, donde los arrendamientos operativos no afectaban el balance. En el estado de resultados (ER), el gasto se divide en amortización del activo y gasto por interés sobre el pasivo.

Para un mejor entendimiento, iremos explicando y desarrollando el caso de Construcción 360 S.A., el contrato de la excavadora Cat, iniciado el 1 de enero de 2019, se reevalúa bajo la NIIF 16. El contrato, con pagos anuales de S/297,000 durante 4 años y una tasa incremental de endeudamiento del 6.10% (basada en tasas corporativas peruanas, ajustadas según Deloitte, 2024).

### ***3.2.1. Reconocimiento del arrendamiento en el estado de situación financiera***

La NIIF 16 exige a los arrendatarios reconocer un activo por derecho de uso y un pasivo por arrendamiento en el balance, medidos al valor presente de los pagos futuros, descontados a la tasa implícita o incremental (IASB, 2016). En Construcción 360 S.A., esto se aplica al arrendamiento de una excavadora Cat, ilustrando su impacto financiero. Las fórmulas para calcular estos valores se presentan a continuación para cada partida del estado financiero.

#### **Cálculo del activo por arrendamiento:**

El cálculo del activo por derecho de uso bajo la NIIF 16 representa el valor presente de los beneficios económicos que Construcción 360 S.A. espera obtener del uso de un activo arrendado, como la excavadora Cat. Se utiliza la siguiente fórmula (IASB, 2016, párrafo 26):

$$\text{Valor presente} = \sum_{t=1}^n \frac{P_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Donde:

$P_t$  : pago de arrendamiento en el periodo  $t$  (caso S/297,0000 anuales)

$r$ : tasa de descuento (puede ser la tasa implícita en el arrendamiento o, si no se puede determinar, la tasa incremental de endeudamiento del arrendatario).

$t$ : número de periodos.

$n$ : duración del contrato de arrendamiento (en periodos).

La determinación de la tasa de descuento es esencial para calcular el valor presente de los pagos futuros en un contrato de arrendamiento, ya que ajusta estos flujos al costo financiero actual, reflejando el valor temporal del dinero. La tasa implícita en el arrendamiento, según la norma internacional de información financiera (NIIF) 16 (IASB, 2016), es la tasa de interés que iguala el valor presente de los pagos del arrendamiento con el valor razonable del activo subyacente, incluyendo cualquier costo directo inicial del arrendador. Sin embargo, en el contexto peruano, determinar la tasa implícita es frecuentemente complicado debido a la falta de información contractual detallada, como el valor residual garantizado o no garantizado del activo (PWC, 2018). En tales casos, se recurre a la tasa incremental de endeudamiento, definida como la tasa de interés que la empresa pagaría por un préstamo de características similares al arrendamiento, considerando el plazo, el monto y el perfil crediticio de la empresa (IASB, 2016). Esta tasa se estima utilizando referencias como las tasas corporativas publicadas por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). Para el caso del contrato de arrendamiento de la excavadora Cat, con un plazo de 4 años, se adopta una tasa incremental de endeudamiento del 6.1%, que permite calcular el valor presente del activo por derecho de uso y el pasivo por arrendamiento, asegurando una valorización consistente con las condiciones financieras de la empresa.

**Tabla 4**

*Detalle del activo por derecho de uso de la empresa Construcción 360 S.A.*

N°	Bien arrendado	Periodo	Fecha inicial	Fecha Vencimiento	Valor anual	Tasa interés
1	Excavadora Cat	4	1/01/2019	31/12/2022	S/297,000	6.10%

*Fuente: Los autores de la tesis*

Con base en la Tabla 4, la excavadora Cat, inicialmente clasificada como arrendamiento operativo bajo la NIC 17, se reconoce como activo por derecho de uso para Construcción 360 S.A. bajo la NIIF 16, con un contrato que inicia el 01 de enero de 2019 y tiene una duración de 4 años. La contraprestación anual es de S/297,000, y se emplea una tasa de interés del 6.1% como tasa incremental de endeudamiento para determinar el valor presente al inicio del contrato. Aplicando la fórmula del activo por derecho de uso (1):

Activo por derecho de uso

$$= \frac{297,000}{(1 + 6.1\%)^1} + \frac{297,000}{(1 + 6.1\%)^2} + \frac{297,000}{(1 + 6.1\%)^3} + \frac{297,000}{(1 + 6.1\%)^4}$$
$$= 1,026,784$$

El valor que se reconocerá en el balance como activo por derecho de uso será 1,026,784.

### **Pasivo por derecho de uso:**

El pasivo por arrendamiento representa la obligación de Construcción 360 S.A. de realizar pagos futuros por el arrendamiento de activos, como la excavadora Cat, y se reconoce inicialmente al valor presente de dichos pagos, igual que el activo por derecho de uso (IASB, 2016, párrafo 22). Durante el plazo del contrato, el pasivo disminuye con los pagos realizados y aumenta por los intereses devengados, calculados a la tasa de descuento (6.10%). Paralelamente, el activo por derecho de uso se amortiza linealmente, reflejando su uso económico.

Para el cálculo se utilizará la siguiente fórmula, la misma que usamos para el cálculo por activo por derecho de uso:

$$\text{Pasivo por arrendamiento} = \sum_{t=1}^n \frac{P_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Se presenta la tabla de amortización de la deuda del arrendamiento:

**Tabla 5**  
*Amortización de la deuda de la empresa Construcción 360 S.A.*  
*Expresado en soles (S/)*

<b>Año</b>	<b>Saldo inicial</b>	<b>Interés</b>	<b>Amortización</b>	<b>Cuota</b>	<b>Saldo final</b>
2019	1,026,784	62,634	234,366	297,000	792,418
2020	792,418	48,338	248,662	297,000	543,756
2021	543,756	33,169	263,831	297,000	279,925
2022	279,925	17,075	279,925	297,000	0
<b>Totales</b>		<b>161,216</b>	<b>1,026,784</b>	<b>1,188,000</b>	

*Fuente: Los autores de la tesis*

En la Tabla 5 se presenta la evolución del pasivo por arrendamiento de Construcción 360 S.A. conforme a la NIIF 16. En 2019, se reconoció un pasivo inicial de S/1,026,784, y se pagó una cuota de S/297,000, de la cual S/62,634 correspondieron a intereses y S/234,366 a amortización, cerrando el año con un saldo de S/792,418. En 2020, con la misma cuota, se registraron S/48,338 de intereses y S/248,662 de amortización,

reduciendo el saldo a S/543,756. En 2021, el interés fue de S/33,169 y la amortización de S/263,831, dejando un saldo pendiente de S/279,925. Finalmente, en 2022 se canceló completamente el pasivo con una amortización de S/279,925 y un gasto financiero de S/17,075. A lo largo del periodo, se observa una disminución progresiva del gasto por intereses, debido a la reducción del saldo del pasivo, mientras que la amortización aumenta cada año. En total, se pagaron S/1,188,000, de los cuales S/161,216 fueron gasto financiero y S/1,026,784 correspondieron a la amortización del pasivo. Este tratamiento contable, derivado del reconocimiento inicial del derecho de uso y del pasivo por arrendamiento por el mismo importe (S/1,026,784), genera efectos en el estado de resultados a través del registro del gasto financiero y la amortización, los cuales se analizan en la siguiente sección.

### **3.2.2. Reconocimiento del arrendamiento en el estado de resultados**

Durante la vigencia del arrendamiento, la NIIF 16 establece que se reconozcan dos componentes de gasto: la amortización del activo por derecho de uso y el gasto financiero por intereses (IASB, 2016, párrafo 33).

- **Cálculo de gasto por amortización:** Para el cálculo de la amortización, se aplica el método lineal basado en el valor inicial del activo, equivalente al valor presente de los pagos futuros (S/1,026,784 en el caso de Construcción 360 S.A.), distribuyéndose a lo largo de su vida útil de 4 años. En el caso práctico de la excavadora Cat, este cálculo se detalla a continuación.

**Tabla 6**  
*Amortización del activo por derecho de uso de la empresa Construcción 360 S.A.*  
*Expresado en soles (S/)*

<b>Año</b>	<b>Importe en libros</b>	<b>Amortización</b>	<b>Amortización acumulada</b>
2019	1,026,784	256,696	256,696
2020	792,418	256,696	513,392
2021	543,756	256,696	770,088
2022	279,925	256,696	1,026,784

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 6 detalla el tratamiento contable de la amortización del activo por derecho de uso de la excavadora Cat para Construcción 360 S.A., aplicando el método lineal sobre un valor inicial de S/1,026,784 durante los 4 años del contrato bajo la NIIF 16 (IASB, 2016). Con una amortización anual de S/256,696, el importe en libros se reduce

progresivamente, reflejando el consumo económico del activo hasta su valor residual de cero al 31 de diciembre de 2022.

- **Cálculo de gasto por Intereses:** El gasto por intereses, un componente clave del costo financiero del arrendamiento bajo la NIIF 16, refleja los intereses devengados sobre el pasivo por arrendamiento, calculado de manera análoga a una deuda financiera (IASB, 2016, párrafo 33). Este gasto se determina aplicando una tasa de interés del 6.10%, utilizada en el caso de Construcción 360 S.A. para el arrendamiento de la excavadora Cat, al saldo pendiente del pasivo, que disminuye con los pagos realizados. Los detalles del cálculo se presentan a continuación.

La fórmula para el gasto por intereses en cada período es:

$$\text{Gasto por intereses} = \text{Pasivo por arrendamiento pendiente} \times \text{Tasa de interés implícita} \quad (2)$$

Donde:

*Pasivo por arrendamiento pendiente* es el saldo pendiente de pago de la deuda del arrendamiento antes de realizar el pago del periodo.

*Tasa de interés implícita* en el arrendamiento o tasa incremental de financiación, es la tasa de descuento usada al calcular el valor presente de los pagos futuros (si la tasa implícita en el arrendamiento no es fácilmente determinable, se usa la tasa incremental de financiación).

Aplicado a nuestro caso será:

**Tabla 7**  
*Cálculo del gasto por intereses de la empresa Construcción 360 S.A.*  
*Expresado en soles (S/)*

<b>Año</b>	<b>Saldo Inicial</b>	<b>Interés</b>
2019	1,026,784	62,634
2020	792,418	48,337
2021	543,756	33,169
2022	279,925	17,075
<b>Totales</b>		<b>161,216</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 7 presenta el cálculo del gasto por intereses del arrendamiento de la excavadora Cat para Construcción 360 S.A., basado en un saldo inicial de S/1,026,784 y una tasa del 6.1%. Los intereses disminuyen anualmente conforme se reduce el pasivo, sumando un total de S/161,216 durante los 4 años del contrato.

**Tabla 8**

*Tratamiento contable del arrendamiento operativo para el año 2019 según NIIF 16 en los estados financieros de la empresa Construcción 360 S.A. Expresado en soles (S/)*

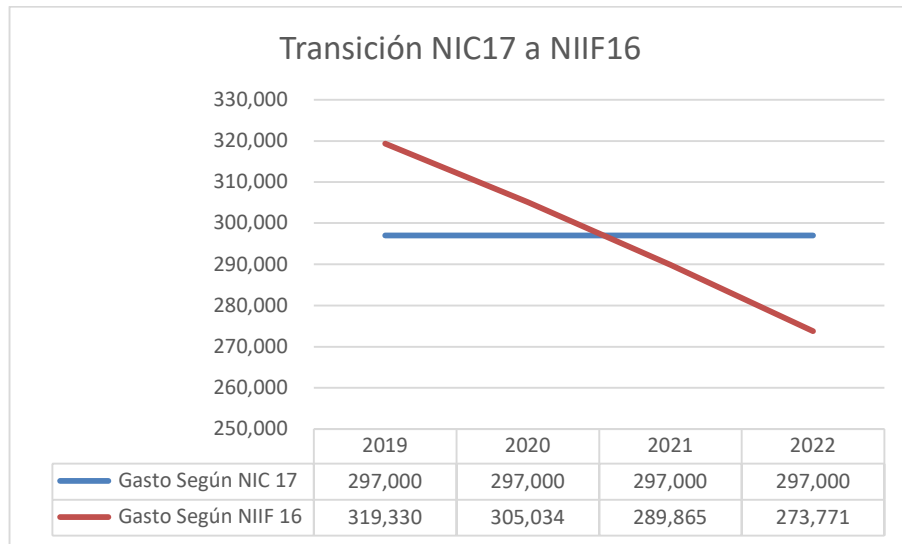
<b>Bien arrendado</b>	<b>Derecho de uso</b>	<b>Pasivo CP</b>	<b>Pasivo LP</b>	<b>Amortización</b>	<b>Amortización acumulada</b>	<b>Gasto financiero</b>
Excavadora Cat	1,026,784	248,663	543,756	256,696	256,696	62,634
<b>Total</b>	<b>1,026,784</b>	<b>248,663</b>	<b>543,756</b>	<b>256,696</b>	<b>256,696</b>	<b>62,634</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 8 muestra el tratamiento contable del arrendamiento operativo de la excavadora Cat por parte de Construcción 360 S.A. en el año 2019, de acuerdo con lo establecido en la NIIF 16. En esta se reconoce un activo por derecho de uso por un valor de S/1,026,784, que representa el valor presente de los pagos futuros por arrendamiento. Al mismo tiempo, se registra un pasivo por arrendamiento dividido en dos partes: S/248,663 como pasivo a corto plazo y S/543,756 como pasivo a largo plazo. El importe de S/248,663 refleja el importe que la empresa espera pagar en los siguientes 12 meses, (considerando que la cuota del 2019 se ha cancelado al cierre del estado financiero). Además, se registra una amortización del activo de S/256,696 bajo el método lineal, reflejada también como amortización acumulada, lo cual reduce el valor contable del activo al cierre del período. Este tratamiento genera un gasto financiero en el estado de resultados por S/62,634, producto del interés aplicado sobre el saldo inicial del pasivo. A fin de ilustrar el impacto del reconocimiento del arrendamiento bajo NIC 17 y bajo NIIF16 y usando el caso de la excavadora CAT, se tiene el siguiente gráfico:

### Gráfico 1

*Análisis comparativo de la imputación de gastos en arrendamientos: Transición de la NIC 17 a la NIIF 16*



*Fuente: Los autores de la tesis*

En el Gráfico 1, en el eje vertical (Y) se visualiza el gasto reconocido, mientras que en el eje horizontal (X) se muestra el transcurso del tiempo. La línea azul horizontal simboliza el comportamiento del gasto conforme a la NIC 17: un reconocimiento lineal y constante del gasto de arrendamiento durante toda la vigencia del contrato. Según esta norma, el arrendamiento operativo no implicaba el reconocimiento de activos ni pasivos.

En contraste, la línea roja descendente representa la evolución del gasto bajo la metodología de la NIIF 16.

A continuación, se presentan los estados financieros de Construcción 360 S.A. al 31 de diciembre de 2019, comparando el tratamiento contable del arrendamiento de la excavadora Cat bajo la NIC 17 y la NIIF 16. Para facilitar la comprensión de las diferencias, se incluye una columna intermedia de ajustes que detalla el impacto de la transición a la NIIF 16, como el reconocimiento del activo por derecho de uso (S/1,026,784) y el pasivo por arrendamiento (S/792,418), siguiendo las directrices de la NIIF 16 (IASB, 2016).

**Tabla 9**  
*Estado de situación financiera de Construcción 360 S.A. al 31 de diciembre de 2019*  
*Expresado en soles (S/)*

	NIC 17	AJUSTES	NIIF 16
<b>ACTIVOS</b>			
Activos corrientes			
Efectivo y equivalente de efectivo	750,300		750,300
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	1,005,200		1,005,200
<b>Total activos corrientes</b>	<b>1,755,500</b>		<b>1,755,500</b>
Activo no corrientes			
Activo por derecho de uso		1,026,784	1,026,784
Propiedades planta y equipo (neto)	1,250,000		1,250,000
Amortización activo subyacente	-80,000	-256,696	-336,696
Total activos no corrientes	1,170,000		1,940,088
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>2,925,500</b>		<b>3,695,588</b>
<b>PASIVOS Y PATRIMONIO</b>			
Pasivos corrientes	0		0
Obligaciones financieras CP	230,000	248,663	478,663
Cuentas por pagar comerciales	150,000		150,000
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>380,000</b>		<b>628,663</b>
<b>Pasivos no corrientes</b>			
Obligaciones financieras LP	559,600	543,756	1,103,356
Total pasivos no corrientes	559,600		1,103,356
<b>Total pasivos</b>	<b>939,600</b>		<b>1,732,018</b>
<b>Patrimonio</b>			
Capital emitido	1,000,000		1,000,000
Resultado acumulado	505,500		505,500
Resultado de ejercicio	480,400	-22,330	458,070
<b>Total patrimonio</b>	<b>1,985,900</b>		<b>1,963,570</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>2,925,500</b>		<b>3,695,588</b>

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 9 presenta el estado de situación financiera de Construcción 360 S.A. al 31 de diciembre de 2019, mostrando la transición de NIC 17 a NIIF 16. La adopción de NIIF 16 genera un incremento significativo en los activos totales de S/2,925,500 a S/3,695,588, principalmente debido al reconocimiento del activo por derecho de uso por S/1,026,784 soles y el ajuste en la amortización del activo subyacente. Los pasivos totales aumentan considerablemente de S/939,600 a S/1,732,018 soles, reflejando el reconocimiento de las obligaciones financieras derivadas de los contratos de arrendamiento, distribuidas entre corrientes (S/248,663) y no corrientes (S/543,756). Como resultado, el patrimonio total experimenta una leve disminución de S/1,985,900 a S/1,963,570 soles, principalmente debido al ajuste negativo en el resultado del

ejercicio de -S/22,330 soles, evidenciando el impacto inicial de la implementación de la nueva norma en la estructura financiera de la empresa.

**Tabla 10**  
*Estado de resultados de Construcción 360 S.A. al 31 de diciembre de 2019*  
*Expresado en soles (S/)*

	<b>NIC 17</b>	<b>Ajustes</b>	<b>NIIF 16</b>
Ingresos ordinarios	8,200,000		8,200,000
Costo de servicios prestados	-5,854,000	297,000	-5,557,000
<b>Utilidad bruta</b>	<b>2,346,000</b>	<b>297,000</b>	<b>2,643,000</b>
Gastos operativos			
Gastos de administración	-1,170,000	-256,696	-1,426,696
Gastos de venta	-765,100		-765,100
<b>Utilidad operativa</b>	<b>410,900</b>	<b>-256,696</b>	<b>451,204</b>
Otros ingresos	220,000		220,000
Otros gastos	-91,200		-91,200
Ingresos financieros	320,700		320,700
Gastos financieros	-180,000	-62,634	-242,634
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>680,400</b>	<b>-22,330</b>	<b>658,070</b>
Impuesto a las ganancias	-200,000		-200,000
<b>Utilidad neta</b>	<b>480,400</b>	<b>-22,330</b>	<b>458,070</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 10 presenta el estado de resultados de Construcción 360 S.A. al 31 de diciembre de 2019, mostrando la transición de NIC 17 a NIIF 16. La adopción de NIIF 16 genera cambios significativos en la estructura de costos y gastos, donde los ingresos ordinarios se mantienen constantes en S/8,200,000, pero el costo de servicios prestados disminuye de S/5,854,000 a S/5,557,000 debido al ajuste de S/297,000, resultando en un incremento de la utilidad bruta de S/2,346,000 a S/2,643,000. Los gastos de administración aumentan de S/1,170,000 a S/1,426,696 por el reconocimiento de la amortización del activo por derecho de uso (S/256,696), mientras que los gastos financieros se incrementan de S/180,000 a S/242,634 por los intereses sobre el pasivo por arrendamiento (S/62,634). Como resultado, la utilidad antes de impuestos disminuye ligeramente de S/680,400 a S/658,070, y la utilidad neta final se reduce de S/480,400 a S/458,070, evidenciando el impacto de la nueva norma en la rentabilidad de la empresa.

## Activos

- **Activo por derecho de uso:** Bajo NIIF 16, se reconoce un nuevo activo por derecho de uso por S/1,026,784, el cual representa el valor presente de los pagos futuros por arrendamientos operativos. Este activo no existía bajo la NIC 17 y constituye la diferencia principal en los activos no corrientes.
- **Amortización del activo subyacente:** La amortización acumulada del activo por derecho de uso asciende a S/256,696, lo que se suma a la amortización ya registrada de S/80,000, totalizando S/336,696 bajo NIIF 16. Este ajuste refleja el nuevo tratamiento contable de los arrendamientos como activos amortizables, en lugar de ser gastos operativos. El total de activos se incrementa de S/2,925,500 a S/3,695,588, lo que representa un aumento del 20.8%, explicado principalmente por el reconocimiento del activo por derecho de uso.

## Pasivos

- **Obligaciones financieras CP (Corto Plazo):** Se ajusta en S/248,663, pasando de S/230,000 a S/478,663. Este ajuste refleja la porción corriente del pasivo por arrendamiento reconocido bajo NIIF 16.
- **Obligaciones financieras LP (Largo Plazo):** Se incrementa en S/543,756, pasando de S/559,600 a S/1,103,356 correspondiente a la porción no corriente del pasivo por arrendamiento. En total, el pasivo aumenta de S/939,600 a S/1,732,018, reflejando un incremento del 45.8%, generado exclusivamente por la incorporación del pasivo por arrendamientos que antes no figuraba bajo la NIC 17.

## Patrimonio

- **Resultado del ejercicio:** Se reduce en S/22,330, pasando de S/480,400 a S/458.070. Esta disminución obedece al impacto neto del cambio contable: aunque se elimina el gasto operativo por arrendamiento, se incrementa la amortización y los gastos financieros, lo que afecta el resultado final.
- **Ingresos y costos:** Ingresos ordinarios no presentan cambios, ya que la NIIF 16 no afecta las fuentes de ingreso de la empresa y los costos de servicios se reduce en S/297,000, reflejando la eliminación del gasto por arrendamiento operativo que antes se incluía aquí. El costo bajo NIIF 16 es de S/5,557,000, en comparación con S/5,854,000 bajo NIC 17.
- **Gastos operativos:** Gastos de administración se incrementan en S/256,696, debido al registro de amortización del activo por derecho de uso, esto eleva el total de gastos

administrativos de S/1,170,000 a S/1,426,696. Como resultado, la utilidad operativa refleja un incremento neto de S/40,304.

- **Gastos financieros:** El gasto financiero se incrementa en S/62.634, debido a la inclusión de los intereses del pasivo por arrendamiento.
- **Resultado final:** La utilidad antes de impuestos muestra una reducción de S/22,330, correspondiente al efecto neto de mayores gastos financieros y con ello se refleja el impacto financiero neto del nuevo tratamiento contable del arrendamiento. En consecuencia, la implementación de la NIIF 16, afecta los ratios financieros como la relación deuda-patrimonio, el rendimiento del capital y la rentabilidad, debido a la inclusión de los activos y pasivos por arrendamiento en el estado de situación financiera.

### ***3.2.3. Métricas financieras afectadas***

Tomando como referencia el impacto de la NIIF 16 en el estado de resultados, como la amortización de S/256,696 y el gasto financiero de S/62,634 en 2019 (Tabla 9) no solo alteran la utilidad neta de Construcción 360 S.A., sino que también impactan métricas financieras clave, como el endeudamiento y el EBITDA, lo que se examina a continuación.

Las principales métricas financieras que se ven afectados por el reconocimiento de nuevos activos y pasivos son:

**Tabla 11**

*Principales métricas afectadas por el reconocimiento de activos y pasivos bajo NIIF*

16

<b>La NIIF 16 mejora:</b>	<b>La NIIF 16 deteriora:</b>
<p>EBITDA (Resultado antes del impuesto a las ganancias, intereses, depreciaciones y amortizaciones): De acuerdo con NIIF 16, el costo del arrendamiento se reconoce en resultados como amortización del activo por derecho de uso y como interés sobre el pasivo por arrendamiento y por lo tanto aumentando el EBITDA.</p> <p>Previamente, el costo del arrendamiento se reconocía como un gasto operativo y por lo tanto no era un ajuste para determinar el EBITDA.</p>	<p>Endeudamiento (Deuda / Patrimonio): El ratio aumenta por el reconocimiento del pasivo por arrendamiento. En el caso de Construcción 360 S.A., el reconocimiento del pasivo por arrendamiento de S/1,732,019 eleva el ratio deuda-patrimonio, afectando su percepción de riesgo.</p>
<p>Total del activo: El saldo aumenta por el reconocimiento del Activo por derecho de uso</p>	<p>Total del patrimonio: El patrimonio disminuye debido a que después del reconocimiento inicial, el Activo por derecho de uso es menor que la Pasivo por arrendamiento durante la mayor parte del plazo del contrato.</p>
<p>EBIT (Resultados antes de intereses e impuestos): Con NIIF 16 el costo de interés aumenta por el desglose de los pagos del arrendamiento (que previamente no se desglosaba y se consideraba como costo operativo), y por lo tanto aumentado el EBIT.</p>	<p>Cobertura de intereses (EBIT / Intereses): El ratio disminuye por el aumento en el cargo por intereses, ya que ahora parte del costo del arrendamiento se reconoce como intereses.</p>
	<p>Rotación de activos (Ingresos de contratos con clientes / Promedio de activos): El ratio disminuye por el reconocimiento del Activo por derecho de uso.</p>

*Fuente: NIIF 16 la nueva norma contable sobre arrendamientos, principales impactos y problemas usuales en su implementación.*

La Tabla 11 muestra cómo la adopción de la NIIF 16 afecta significativamente las métricas clave de desempeño financiero, tanto de forma positiva como negativa, debido al reconocimiento explícito de activos por derecho de uso y pasivos por arrendamientos en el estado de situación financiera.

### **3.2.4. Diferencias en el registro entre arrendador y arrendatario**

Bajo la NIIF 16, el tratamiento contable de los arrendamientos varía entre arrendador y arrendatario, afectando la valorización financiera de manera asimétrica (IASB, 2016).

Las diferencias principales son:

#### **Para el arrendatario (Construcción 360 S.A.):**

- Al inicio del contrato (01/01/2019), se registra un activo por derecho de uso de S/1,026,784, reflejando el derecho a utilizar la excavadora Cat durante 4 años,

amortizado linealmente a S/256,696 anuales (NIIF 16, párrafo 22).

- Se reconoce un pasivo por arrendamiento, calculado como el valor presente de las cuotas de S/297,000, descontadas a la tasa incremental del 6.1%, representando la obligación de pago a lo largo del plazo (ver Tabla 9).

**Para el arrendador:**

- Clasifica el arrendamiento como operativo o financiero según la transferencia de riesgos y beneficios; en el caso hipotético del proveedor de la excavadora Cat, se clasifica como operativo (NIIF 16, párrafo 61).
- Registra ingresos lineales de S/297,000 anuales sin impacto en su balance si es operativo, o un activo financiero y amortización si es financiero (NIIF 16, párrafo 62).

**Impacto financiero y valorización:**

- El arrendatario enfrenta un aumento en el apalancamiento y costos financieros (S/161,216 totales), mientras el arrendador mantiene una estructura de balance estable, destacando asimetrías en la percepción de riesgo y comparabilidad.

**3.2.5. Conclusiones del capítulo**

- La transición de la NIC 17 a la NIIF 16 introduce un cambio significativo en el tratamiento contable de los arrendamientos, pasando de un modelo de clasificación operativa-financiera a uno de reconocimiento universal para los arrendatarios (IASB, 2016).
- Generalmente, la NIIF 16 incrementa los activos y pasivos en el balance al registrar un activo por derecho de uso y un pasivo por arrendamiento, lo que eleva el endeudamiento (hasta un 81.5% en casos como Construcción 360 S.A.) y afecta métricas financieras como el ratio deuda-patrimonio y la cobertura de intereses (Tabla 9).
- En el estado de resultados, se reemplazan los gastos operativos por amortización y gastos financieros, impactando la utilidad neta (ej., reducción de S/22,330 en el caso analizado).
- Las diferencias entre arrendador y arrendatario generan asimetrías en la percepción de riesgo financiero, ya que los arrendadores mantienen un tratamiento más estable, registrando ingresos lineales o activos financieros según la clasificación.

- Estos hallazgos evidencian que la NIIF 16 promueve una mayor transparencia al reflejar con mayor precisión las obligaciones financieras de los arrendatarios, aunque su complejidad en la aplicación puede generar desafíos significativos para la valorización empresarial y la interpretación de los indicadores financieros.

## **CAPÍTULO IV. MÉTODOS DE VALORIZACIÓN**

Este capítulo examina tres métodos fundamentales de valorización empresarial: flujo de caja descontado (FCD), múltiplo EBITDA y valor presente ajustado (APV), que estiman el valor intrínseco o relativo de una empresa en función de su capacidad para generar flujos de efectivo y la influencia del financiamiento en su estructura de capital (Damodaran, 2012). La adopción de la NIIF 16, vigente desde 2019, transforma la contabilidad de arrendamientos al capitalizarlos como activos por derecho de uso y pasivos financieros, afectando indicadores clave como el EBITDA, la deuda neta y el costo promedio ponderado de capital (WACC), (IASB, 2016). Este análisis evalúa cómo estos cambios contables influyen en la precisión y sensibilidad de los métodos, considerando las expectativas de crecimiento y el contexto financiero. Se presentan los fundamentos teóricos, la metodología de aplicación, las ventajas y desventajas de cada método, y se desarrolla la valorización del caso práctico de Construcción 360 S.A. bajo NIC 17 y NIIF 16, analizando los impactos cuantitativos y cualitativos.

### **4.1. Método de valorización - Flujo de caja descontado (FCD)**

#### ***4.1.1. Introducción al método FCD***

El FCD es un método de valorización orientado a determinar el valor intrínseco de una empresa en función de su capacidad para generar flujos de efectivo en el futuro. A diferencia de otros enfoques que dependen de indicadores contables o comparables de mercado, el FCD se centra en el efectivo neto disponible después de cubrir los gastos operativos y las inversiones necesarias. Este método proporciona una valorización más precisa y menos afectada por las políticas contables, siendo particularmente útil en análisis financieros y en la toma de decisiones estratégicas como adquisiciones, fusiones o reestructuraciones.

#### ***4.1.2. Fundamento teórico del método FCD***

El método de valorización por FCD se fundamenta en la teoría del valor temporal del dinero, la cual sostiene que un monto de dinero disponible en el presente tiene un valor superior al mismo monto recibido en el futuro, debido a su potencial de generar rendimientos (Ross, Westerfield y Jordan, 2013). Esta base teórica fue consolidada por John Burr Williams, quien planteó que el valor intrínseco de un activo corresponde al

valor presente de sus flujos de efectivo futuros esperados (Williams, 1938). A partir de esta concepción, Damodaran (2012) profundiza en la idea al señalar que el verdadero valor económico de una empresa se encuentra en su capacidad para generar flujos de caja operativos sostenibles. Este enfoque metodológico permite estimar con mayor precisión el valor real de una empresa, al descontar dichos flujos a una tasa que refleje tanto el costo de oportunidad del capital como el riesgo asociado al negocio (Damodaran, 2012). Asimismo, el FCD omite deliberadamente componentes contables no monetarios, como la depreciación, amortización o provisiones, enfocándose en el flujo de caja libre como una medida más representativa del desempeño financiero real (Brealey, Myers y Allen, 2014).

#### 4.1.3. Metodología de aplicación

El método del flujo de caja descontado (FCD) estima el valor intrínseco de una empresa a partir de los flujos de caja que generará en el futuro, actualizados a su valor presente mediante una tasa que refleje el riesgo de dichos flujos. La fórmula general del FCD es la siguiente:

$$FCD = \sum_{t=1}^n \frac{FCL_t}{(1+r)^t} + \frac{V_T}{(1+r)^n} \quad (3)$$

Donde:

$FCD$ : valor actual de la empresa.

$FCL_t$ : representa el flujo de caja libre estimado en el período  $t$ .

$r$ : tasa de descuento, generalmente el WACC.

$n$ : número de años proyectados.

$V_T$ : valor de la perpetuidad al final del período de proyección.

Para aplicar correctamente esta metodología, se deben seguir los siguientes pasos:

#### 1. Calcular el Flujo de Caja Libre (FCL):

$$FCL = EBITDA \times (1 - T) - CAPEX - \Delta \text{Capital de trabajo} \quad (4)$$

Donde:

$r$ : tasa de descuento, generalmente el WACC.

$n$ : número de años proyectados.

$V_T$ : valor de la perpetuidad al final del período de proyección.

$FCL$ : flujo de caja libre, es decir, el efectivo neto disponible generado por la empresa tras cubrir todos los gastos operativos y de inversión, que puede utilizarse para remunerar a accionistas y acreedores.

*EBITDA: utilidad operativa antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización*, que representa la rentabilidad generada por las operaciones de la empresa, excluyendo intereses, impuestos, depreciación y amortización.

*T: tasa impositiva*: porcentaje de impuestos que la empresa debe pagar sobre su utilidad operativa.

*CAPEX: gastos de capital*, son las inversiones realizadas en activos fijos necesarios para el mantenimiento y expansión de la capacidad productiva de la empresa.

*Δ Capital de trabajo: variación del capital de trabajo*, que mide el cambio en los recursos operativos netos (activos corrientes menos pasivos corrientes) requeridos para las operaciones diarias.

2. **Proyectar los de flujos de caja futuros:** Se estiman los flujos de caja operativos futuros, tomando en cuenta el comportamiento histórico, el contexto económico y la estrategia de la empresa.
3. **Calcular el valor de la perpetuidad (VT):** El valor de la perpetuidad representa el valor de la empresa más allá del horizonte de proyección explícita. Este puede ser estimado utilizando el modelo de crecimiento perpetuo. Para su cálculo, es fundamental considerar tanto los flujos operativos como los flujos de inversión, ya que, en el contexto de nuestro análisis bajo NIIF, ambos presentan impactos relevantes que deben ser incorporados.

$$V_T = \frac{FCL_{n+1}}{r-g} \quad (5)$$

Donde:

$FCL_{n+1}$  : flujo de caja del año posterior al último proyectado.

$g$ : tasa de crecimiento perpetuo a largo plazo.

$r$ : tasa de descuento, generalmente el WACC.

La elección de la tasa de crecimiento perpetuo ( $g$ ) debe anclarse en el ciclo de vida del negocio. De acuerdo con Damodaran (2023), en su libro *The Corporate Life Cycle: Business, Investment, and Management Implications*, en la etapa de madurez los márgenes y el retorno sobre el capital invertido (ROIC) tienden a estabilizarse y a converger hacia el costo de capital; en este escenario, el crecimiento sostenible depende principalmente de la reinversión de mantenimiento y deja de ser estructuralmente elevado. En consecuencia, por coherencia interna entre crecimiento, reinversión y retornos, resulta prudente fijar ( $g = 0\%$ ), y, como medida de contraste, validar escenarios en los que  $g$  no supere el crecimiento nominal de la economía. A ello se suma el efecto de la NIIF 16, que hace explícita la intensidad de arrendamientos y el apalancamiento asociado, reforzando la lectura de madurez y limitando la capacidad de expandir capital invertido sin deteriorar la rentabilidad. Bajo este marco, se adopta ( $g = 0\%$ ) en la estimación del valor terminal, complementado con análisis de sensibilidad para demostrar la solidez de los resultados (IASB, 2016; Damodaran, 2023).

4. **Determinar de la tasa de descuento:** Generalmente, se utiliza el costo promedio ponderado de capital (WACC), el cual incorpora el costo de la deuda después de

impuestos y el costo del capital propio, ponderados según su participación en la estructura de capital de la empresa.

$$WACC = \left(\frac{E}{D+E}\right) \times K_e + \left(\frac{D}{D+E}\right) \times K_d \times (1 - T) \quad (6)$$

Donde:

$E$ : valor del patrimonio.

$D$ : valor de la deuda.

$K_e$ : costo del capital propio.

$K_d$ : costo de la deuda.

$T$ : tasa impositiva.

5. **Descontar los flujos proyectados y el valor de la perpetuidad:** Con los FCL proyectados y el valor de la perpetuidad estimado, se aplica la fórmula del FCD para obtener el valor actual de cada flujo. Todos los valores deben ser descontados al presente utilizando la tasa  $r$ , y luego sumados:

$$FCD = \sum_{t=1}^n \frac{FCL_t}{(1+r)^t} + \frac{V_T}{(1+r)^n} \quad (7)$$

En este estudio, se adopta un enfoque recursivo que permite ajustar dinámicamente el WACC y el valor de los flujos año a año, mediante un proceso interdependiente basado en los valores calculados en períodos anteriores. Incorpora un enfoque iterativo, que implica ajustes secuenciales y repetitivos en variables como la proporción de deuda, la proporción de capital propio, el costo de capital propio, y el WACC, hasta lograr una convergencia estable. Este método asegura una valorización precisa al reflejar los cambios en la estructura de capital y el riesgo a lo largo del tiempo, adaptándose a las condiciones financieras evolutivas.

#### 4.1.4. Ventajas y desventajas del método FCD

##### Ventajas:

- Permite estimar el valor intrínseco de una empresa basado en su capacidad para generar flujos de efectivo futuros, siendo útil en fusiones y adquisiciones donde se requiere un análisis detallado (Pereiro, 2013).
- Considera el valor temporal del dinero, permitiendo ajustes por riesgo y costo de oportunidad mediante el WACC (Damodaran, 2012).
- Ofrece flexibilidad para análisis de sensibilidad, mejorando la toma de decisiones estratégicas (Brealey et al., 2014).

### **Desventajas:**

- No es adecuado para empresas con flujos inestables, como startups, debido a la incertidumbre en proyecciones a largo plazo (Faster Capital, 2024).
- Es sensible a errores en la tasa de descuento y el valor terminal, que pueden distorsionar la valorización si no se estiman con precisión (Damodaran, 2012).
- Requiere datos financieros de alta calidad, limitando su uso en contextos con poca transparencia.

## **4.2. Método de valorización – Valor presente ajustado (APV)**

### ***4.2.1. Introducción al método APV***

El método valor presente ajustado (APV), desarrollado por Stewart Myers en 1974, es una técnica de valorización de empresas que, según Damodaran (2002), puede considerarse una extensión del método de flujo de caja descontado (FCD). Mientras que el FCD consolida los efectos del financiamiento y el riesgo operativo en una sola tasa de descuento (WACC), el APV descompone el valor de una empresa en dos componentes principales: el valor de la empresa si estuviera financiada exclusivamente con capital propio (valor sin apalancamiento) y el valor incremental derivado de los beneficios fiscales asociados al endeudamiento.

A diferencia del método tradicional de FCD, que utiliza el WACC para descontar los flujos de caja, el APV permite tratar de manera separada los efectos del financiamiento, lo que lo hace especialmente útil en escenarios con estructuras de capital dinámicas o donde los beneficios fiscales del endeudamiento son significativos (Brealey, Myers y Allen, 2010). En este sentido, el APV extiende el enfoque del FCD al proporcionar una mayor granularidad en el análisis, permitiendo evaluar de forma explícita cómo el apalancamiento contribuye al valor total de la empresa.

El método APV es particularmente valioso en contextos financieros que requieren alta precisión en la identificación del impacto del endeudamiento, como en empresas en reestructuración, proyectos altamente apalancados o situaciones donde se busca estimar el valor sin supuestos simplificados sobre la deuda (Faster Capital, 2024). Basado en los principios de Modigliani y Miller (1963), el APV desglosa el valor total en el componente operativo (flujos de caja descontados a la tasa de costo de capital sin deuda) y el beneficio fiscal del apalancamiento (escudo fiscal descontado a una tasa adecuada), ofreciendo un análisis riguroso y flexible para estructuras de capital variables.

#### ***4.2.2. Fundamento teórico del método APV***

El método de APV se basa en los fundamentos teóricos desarrollados por Modigliani y Miller (1958, 1963), quienes demostraron que, en un entorno sin impuestos ni costos de quiebra, el valor de una empresa es independiente de su estructura de capital. No obstante, al incorporar impuestos corporativos, se evidencia que el endeudamiento genera un beneficio adicional en forma de escudo fiscal por intereses, lo cual incrementa el valor de la firma (Modigliani y Miller, 1963).

A partir de esta lógica, el APV descompone el valor total de la empresa en dos componentes principales: (i) el valor de la empresa como si estuviera completamente financiada con capital propio (es decir, sin deuda), conocido como valor base o valor sin apalancamiento; y (ii) el valor adicional generado por los efectos del financiamiento, como el escudo fiscal por intereses, los costos de emisión de deuda o los subsidios (Damodaran, 2012).

A diferencia del enfoque tradicional basado en el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC), que integra los efectos del apalancamiento en una única tasa de descuento, el APV permite aislar y valorar por separado el impacto de las decisiones operativas y financieras. Esta descomposición es especialmente útil cuando la estructura de capital no se mantiene constante o cuando se proyectan cambios significativos en los niveles de deuda a lo largo del tiempo (Fernández, 2017). En este sentido, el APV mejora la transparencia del proceso de valorización y facilita una mejor comprensión de cómo las decisiones de financiamiento afectan el valor total de la empresa (Brealey, Myers y Allen, 2014).

#### ***4.2.3. Metodología de aplicación del método APV***

El APV se calcula en dos grandes componentes:

$$\text{Valor Empresa} = \text{Valor sin deuda} + \text{Valor del escudo fiscal} \quad (8)$$

- **Valor sin deuda:** Corresponde al valor de la empresa bajo el supuesto de que está financiada exclusivamente con capital propio. Este valor refleja únicamente la generación de valor por las actividades operativas del negocio, sin considerar ningún beneficio financiero derivado del apalancamiento.

Se calcula descontando los flujos de caja libre (FCL) a la tasa de retorno exigida por los accionistas en un contexto sin endeudamiento, es decir, al costo del capital propio no apalancado ( $K_u$ ). Este criterio se sustenta en los planteamientos teóricos de Modigliani y Miller (1958), según los cuales, en ausencia de deuda, el valor de la empresa depende únicamente de sus flujos operativos y del riesgo asociado al negocio en sí.

$$VU = \sum_{t=1}^n \frac{FCL}{(1+K_u)^t} \quad (9)$$

Donde:

$VU$ : valor sin deuda.

$FCL$ : flujo de caja libre.

$K_u$ : costo de capital.

$n$ : número de periodos proyectados.

- Valor del escudo fiscal para deuda cambiante: En contextos donde el nivel de endeudamiento proyectado varía a lo largo del tiempo, el método APV permite capturar con mayor precisión los efectos del financiamiento. Una de sus principales ventajas es que separa el valor generado por las operaciones (valor sin deuda) del valor creado por decisiones financieras, como el escudo fiscal de los intereses de deuda. El escudo fiscal representa el beneficio tributario que obtiene la empresa al deducir los intereses de la deuda de su base imponible. Su valor presente se calcula como:

$$Escudo Fiscal = \sum_{t=1}^n \frac{T \times i \times D_T}{(1+r)^t} \quad (10)$$

Donde:

$T$ : tasa impositiva

$i$ : tasa de interés de la deuda

$D$ : monto de la deuda

$r$ : tasa de descuento

$n$ : número de periodos proyectados.

El tratamiento del escudo fiscal y la elección de la tasa de descuento dependen del riesgo asociado a su obtención. En el caso de deuda cambiante, este beneficio tributario no está asegurado, ya que está condicionado a que la empresa mantenga un nivel de endeudamiento constante y continúe generando utilidades gravables. Por tanto, el escudo fiscal no debe considerarse libre de riesgo.

Diversos autores, como Fernández (2017) y Damodaran (2012), coinciden en que, ante una estructura de capital variable, el escudo fiscal debe descontarse a una tasa que refleje el riesgo operativo del negocio, es decir, al costo de capital sin apalancamiento (Ku). Esta elección reconoce que el beneficio fiscal tiene una exposición similar al riesgo de los flujos operativos, pues depende de que la empresa continúe generando utilidades suficientes para aprovechar las deducciones por intereses.

Los pasos a seguir para calcular el valor presente de los escudos fiscales son:

1. **Proyectar los flujos de caja libre sin intereses:** Se estiman los flujos de caja operativos futuros sin considerar el pago de intereses, con el fin de aislar la generación de valor del negocio sin influencia del financiamiento. Esto incluye ingresos menos egresos operativos, inversiones necesarias y el pago de impuestos calculados sin escudo fiscal.
2. **Calcular el valor presente de los FCL usando Ku:** Estos flujos se descuentan al costo de capital sin apalancamiento (Ku), que refleja el riesgo inherente al negocio sin considerar los efectos del financiamiento. Según Modigliani y Miller (1958), en ausencia de deuda, el valor de la empresa está determinado por su capacidad de generar flujos y el riesgo asociado a su operación.
3. **Estimar el escudo fiscal por intereses:** El escudo fiscal se calcula como el ahorro tributario que se genera por el pago de intereses de la deuda. Se obtiene mediante la fórmula:

$$\text{Escudo fiscal} = T \times i \times D \quad (11)$$

Donde:

*T*: tasa impositiva.

*i*: tasa de interés de la deuda.

*D*: monto de la deuda.

4. **Calcular el valor presente del escudo fiscal:** Dado que la deuda proyectada varía a lo largo del tiempo, también lo hacen los montos de los escudos fiscales. Además, su obtención está sujeta al riesgo de que la empresa mantenga capacidad de endeudamiento y rentabilidad fiscal. Por ello, en este contexto, el escudo fiscal no puede descontarse al costo de la deuda (que supone bajo riesgo), sino al ku, coherente con el riesgo operativo general.
5. **Sumar los componentes:** Finalmente, se suman el valor presente de los flujos operativos (sin deuda) y el valor presente del escudo fiscal. Esta suma da como resultado el valor total de la empresa bajo el enfoque APV.

#### ***4.2.4. Ventajas y desventajas del método APV***

##### **Ventajas:**

- Permite analizar de forma separada la creación de valor operativo y financiera (Damodaran, 2002).
- Es más flexible que el WACC cuando la estructura de capital varía en el tiempo (Fernández, 2017).
- Clarifica el efecto del escudo fiscal, permitiendo una estimación del impacto del apalancamiento (Myers, 1974).

##### **Desventajas:**

- Mayor complejidad en la estimación de las tasas de descuento adecuadas para cada componente (Fernández, 2005).
- Alta sensibilidad a supuestos sobre el nivel y permanencia de la deuda (Taggart, 1991).
- Su aplicación puede ser limitada si no se cuenta con información precisa sobre el calendario y condiciones del endeudamiento (Luehrman, 1997).

### **4.3. Método de valorización - múltiplo EBITDA**

#### ***4.3.1. Introducción al método múltiplo EBITDA***

Según Fernández (2019), el método del múltiplo busca determinar el valor de una empresa a partir de una magnitud representativa de su actividad, como pueden ser los beneficios, las ventas, el EBITDA, la capacidad productiva o cualquier otro indicador relevante según el sector. La idea central es multiplicar dicha magnitud por un coeficiente (o múltiplo) obtenido generalmente de empresas comparables. Este enfoque permite realizar valorizaciones rápidas y orientativas.

Uno de los múltiplos más utilizados en este tipo de valorización es el EV/EBITDA, debido a su capacidad para comparar compañías con diferentes estructuras de capital. Este indicador relaciona el valor empresarial de una firma con su EBITDA, ofreciendo una visión más neutral respecto al apalancamiento financiero. El EV (Enterprise value<sup>2</sup>) se calcula como la suma de la capitalización bursátil del capital (incluidas las acciones preferentes), la deuda y otros pasivos, menos el efectivo disponible. Se considera un

---

<sup>2</sup> Enterprise value = EV. El Valor Empresarial representa el valor total de una empresa desde una perspectiva de valorización integral, calculado sumando el valor de las acciones, las deudas y restando el dinero en efectivo (Brigham & Houston, 2019, p. 45).

múltiplo no apalancado, ya que refleja el valor total de la empresa sin incorporar los efectos del financiamiento, lo cual permite una comparación más homogénea entre compañías que operan en sectores similares, pero con distintas decisiones de estructura de capital. Por ello, el EV/EBITDA es especialmente útil en análisis de fusiones y adquisiciones, así como en evaluaciones comparativas de valor relativo (Mauboussin, 2021).

#### ***4.3.2. Fundamento teórico del método múltiplo EBITDA***

El método del múltiplo, específicamente el múltiplo EV/EBITDA, se sustenta en la teoría de valorización relativa, la cual propone que el valor de un activo puede estimarse al compararlo con el valor de mercado de activos similares (Damodaran, 2006). Este enfoque parte del supuesto de que el mercado ya ha valorizado correctamente a las empresas comparables, por lo que sus múltiplos financieros pueden utilizarse como referencia para estimar el valor de una empresa objetivo (Labatut, 2005). A diferencia del método de FCD, que busca determinar el valor intrínseco de una empresa, la valorización por múltiplos es más práctica y muy utilizada en contextos de mercado como fusiones, adquisiciones y valorizaciones rápidas (Brealey, Myers y Allen, 2014). El múltiplo EV/EBITDA en particular es preferido por muchos analistas porque excluye distorsiones contables como la estructura de capital, los impuestos y las políticas de depreciación, permitiendo una comparación más homogénea entre compañías (Koller, Goedhart y Wessels, 2010).

En este sentido, Fernández (2007) sostiene que los múltiplos como EV/EBITDA no deben verse como sustitutos, sino como complementos a los métodos de valorización intrínseca, ya que aportan una perspectiva práctica, especialmente útil en procesos de negociación y transacciones rápidas.

#### ***4.3.3. Metodología de aplicación del método múltiplo EBITDA***

- 1. Selección de empresas comparables:** Se identifican empresas que operan en el mismo sector o industria que la empresa objetivo. La selección considera criterios como:
  - Actividad económica similar.
  - Ubicación geográfica o entorno regulatorio similar.
  - Nivel de ingresos.

## 2. Cálculo del método múltiplo EV/EBITDA para cada comparable:

$$\text{Multiplo} = \frac{EV}{EBITDA} \quad (12)$$

= Resultado operativo antes de intereses

Donde:

Valor empresarial (EV) = Capitalización bursátil + deuda financiera neta  
EBITDA, impuestos, depreciación y amortización

3. **Depuración estadística:** Se identifican y eliminan valores atípicos para luego calcular medidas representativas del múltiplo, como la media, mediana y cuartiles, prefiriéndose la mediana para reducir distorsiones, según Damodaran (2012). Los valores atípicos se definen como aquellos que se encuentran fuera del rango estadísticamente aceptado, determinado mediante un análisis de cuartiles, ya que podrían influir de manera desproporcionada en los resultados.

## 4. Aplicación del múltiplo a la empresa objetivo:

$$\text{Valor empresa objetivo} = \frac{EV}{EBITDA_{\text{sector}}} \times EBITDA_{\text{Empresa objetivo}} \quad (13)$$

Este valor refleja una estimación de valor empresarial (EV), que luego puede ajustarse para obtener el valor patrimonial:

$$\text{Valor de capital} = EV - \text{Deuda neta}_{\text{Empresa objetivo}} \quad (14)$$

### 4.3.4. Ventajas y desventajas del método múltiplo EBITDA

#### Ventajas:

- El múltiplo EV/EBITDA es un indicador no apalancado, lo que permite comparar empresas con diferentes estructuras de capital (Mauboussin & Callahan, 2021).
- Resulta útil incluso cuando las utilidades netas son negativas, siempre que exista una generación operativa positiva (Mauboussin & Callahan, 2021).
- Facilita comparaciones sectoriales, ya que elimina distorsiones relacionadas con intereses, impuestos y depreciación (Mauboussin & Callahan, 2021).
- Se considera una aproximación razonable al desempeño operativo bruto, al centrarse en la capacidad de generación de EBITDA (Mauboussin & Callahan, 2021).

**Desventajas:**

- No considera las necesidades de reinversión, lo que puede sobrestimar la capacidad de generación de valor económico (Mauboussin & Callahan, 2021).
- No refleja impuestos ni gastos financieros, ofreciendo una visión parcial del desempeño financiero real (Mauboussin & Callahan, 2021).
- Puede verse distorsionado por diferencias contables, especialmente en empresas con alta proporción de activos intangibles (Mauboussin & Callahan, 2021).
- Es sensible a fluctuaciones del mercado, lo que puede afectar la fiabilidad de los múltiplos (Koller et al., 2010).
- Depende de la calidad y disponibilidad de datos de empresas comparables, lo que limita su aplicabilidad en sectores con poca información (Goedhart et al., 2020).

**4.4. Impacto de la NIIF 16 en los métodos de valorización**

La adopción de la NIIF 16 afecta la estructura de los estados financieros y, por ende, las métricas utilizadas en los métodos de valorización, como el flujo de caja libre (FCL), el EBITDA, la deuda neta y el costo promedio ponderado de capital (WACC). A continuación, se detalla el impacto teórico de la NIIF 16 en cada método de valorización, seguido de su aplicación práctica en el caso de Construcción 360 S.A.

**4.4.1. Flujo de caja descontado (FCD)**

La NIIF 16 elimina el gasto por arrendamiento operativo, incrementando el EBIT y el FCL al incluir la amortización del activo por derecho de uso y el gasto financiero del pasivo por arrendamiento. Además, el aumento de la deuda registrada eleva el apalancamiento, lo que puede reducir el WACC al incrementar el peso de la deuda (menos costosa que el capital propio) en la estructura de capital (Brealey et al., 2014). Sin embargo, esto también incrementa el riesgo financiero percibido, lo que podría ajustar al alza el costo del capital propio. En términos netos, un WACC más bajo tiende a aumentar el valor presente de los flujos descontados, pero requiere ajustes cuidadosos para reflejar el riesgo adicional (Damodaran, 2012).

**4.4.2. Valor presente ajustado (APV)**

La aplicación del método del APV en el contexto de la NIIF 16 en Perú presenta una particularidad importante. Si bien la norma contable requiere reconocer los arrendamientos como pasivos financieros y activos por derecho de uso, la legislación

tributaria peruana no permite deducir separadamente los intereses del arrendamiento financiero, sino únicamente el total de la cuota como gasto. Esta situación elimina la existencia de un escudo fiscal por intereses, a diferencia de lo que sucede con otros pasivos financieros tradicionales.

Como consecuencia, en los casos en que los pagos de arrendamiento no generan ahorro tributario atribuible a intereses, no corresponde calcular ni valorar un escudo fiscal en el marco del APV, lo cual simplifica el modelo: el valor de la empresa se compone exclusivamente del valor sin deuda (descontado al  $K_u$ ).

No obstante, si existieran otros efectos financieros distintos al escudo, como subsidios, penalidades evitadas, o beneficios regulatorios asociados a la estructura de arrendamiento, estos podrían evaluarse como flujos adicionales. En tales casos, la tasa de descuento a aplicar dependerá del riesgo específico de dichos beneficios. Tal como sugiere Damodaran (2012), si estos flujos tienen un perfil de riesgo diferente al negocio operativo o a la deuda tradicional, puede considerarse una tasa intermedia entre el costo de la deuda y el ( $K_u$ ), aunque esto debe justificarse cuidadosamente según el caso.

#### ***4.4.3. Múltiplo EBITDA***

La adopción de la NIIF 16 introduce cambios significativos en la presentación financiera, particularmente en el cálculo del EBITDA, al reclasificar los gastos por arrendamientos operativos como amortización del activo por derecho de uso y gastos financieros por intereses. Esta modificación puede generar un incremento artificial en el EBITDA reportado, ya que elimina del resultado operativo un gasto que antes se registraba directamente. Paralelamente, se produce un aumento en el endeudamiento financiero, al reconocerse los pasivos por arrendamiento dentro de la estructura de capital de la empresa. Sin embargo, el impacto neto en el múltiplo EV/EBITDA no resulta concluyente, pues mientras el denominador (EBITDA) tiende a crecer, el numerador (Enterprise Value) también puede verse afectado por la inclusión de estos nuevos pasivos, alterando la interpretación tradicional del indicador.

Esta aparente contradicción, donde una mejora en el EBITDA no necesariamente refleja una mayor generación genuina de caja, sugiere que el uso convencional del múltiplo EV/EBITDA podría requerir ajustes metodológicos. Además del efecto sobre los flujos operativos, la NIIF 16 también repercute en los flujos de inversión: el reconocimiento del activo por derecho de uso incrementa contablemente el nivel de activos fijos, lo que

puede interpretarse como una inversión adicional, afectando la estimación del CAPEX. Aunque dicha incorporación no implique un desembolso de capital inmediato, sí modifica la presentación de los flujos relacionados con inversiones, y, por ende, influye en métricas como el flujo de caja libre y en los modelos de valorización que dependen de estos.

La literatura especializada (Koller et al., 2010) advierte que este tipo de distorsiones puede afectar la comparabilidad entre empresas, especialmente en sectores con alta intensidad de arrendamientos, como retail, aviación o tecnología. En ese contexto, se plantea la necesidad de revisar si el múltiplo EV/EBITDA, en su forma tradicional, sigue siendo una métrica válida bajo el nuevo tratamiento contable, o si debe ser ajustado, ya sea a nivel de EBITDA o de deuda neta, para mantener su utilidad como herramienta de análisis financiero.

El desarrollo posterior de esta tesis abordará estas cuestiones mediante evidencia empírica y estudios de caso sectoriales, con el objetivo de identificar criterios de ajuste que mejoren la comparabilidad y la precisión en la valorización empresarial bajo NIIF 16. En el caso de Construcción 360 S.A., estos impactos se detallan a continuación, con un resumen comparativo en la Tabla 10.

**Tabla 12**

*Impacto de la NIIF 16 en los métodos de valorización para Construcción 360 S.A.*

<b>Método</b>	<b>Efecto principal de NIIF 16</b>	<b>Impacto específico en Construcción 360 S.A.</b>	<b>Implicancia en valorización</b>
FCD	Aumenta EBIT y pasivos, alterando el WACC.	Deuda crece de S/939,600 a S/1,732,019; WACC puede reducirse (ej., de 8% a 7.5%).	Mayor apalancamiento incrementa riesgo financiero, pero un WACC menor eleva el valor presente.
Método EBITDA	Aumenta EBITDA, reduciendo el múltiplo.	EBITDA sube de S/985,400 a S/1,282,400; múltiplo baja de 1.86 a 1.43.	Distorsiona percepción de rentabilidad, sugiriendo mayor valor relativo.
APV	Incrementa deuda, elevando el escudo fiscal.	Escudo fiscal crece con deuda de S/1,732,019 (ej., +S/52,830 a 30% tasa impositiva).	Aumenta valor total por mayor beneficio fiscal, pero requiere ajustar tasas de descuento.

*Fuente: Los autores de la tesis*

**Supuestos para el cálculo:**

- WACC estimado para fines prácticos.
- Escudo fiscal calculado asumiendo una tasa impositiva del 30%.

Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros de Construcción 360 S.A.

La Tabla 12 muestra cómo la adopción de la NIIF 16 afecta significativamente los resultados obtenidos bajo tres métodos de valorización: FCD, múltiplo EBITDA y APV. Cada uno de estos métodos responde de manera distinta a los cambios estructurales que implica el reconocimiento de activos y pasivos por arrendamientos.

#### 4.4. Conclusión del capítulo

Las conclusiones de este capítulo se fundamentan en un análisis comparativo de los métodos de valorización empresarial: FCD, múltiplo EBITDA y APV y su aplicación al caso de Construcción 360 S.A. bajo los estándares NIC 17 y NIIF 16. La Tabla 11 sintetiza las características, usos, ventajas y desventajas de cada método, destacando su pertinencia según el contexto financiero.

**Tabla 13**  
*Resumen de aplicación y características de los métodos de valorización*

<b>Método</b>	<b>Cuando se usa</b>	<b>Bajo qué condiciones</b>	<b>Ventajas</b>	<b>Desventajas</b>
FCD	En fusiones, adquisiciones o reestructuraciones con flujos estables (Fernández, 2002).	Con datos financieros confiables y proyecciones estables (Brealey et al., 2014).	Valora intrínsecamente.	Sensible a proyecciones.
Método EBITDA	En valorizaciones rápidas o comparativas de sectores homogéneos (Brealey et al., 2014).	Con comparables similares y datos de mercado confiables (Koller et al., 2010).	Rápido y comparable.	Depende de datos externos.
APV	En reestructuraciones o proyectos apalancados con capital variable (Brealey et al., 2014).	Con datos detallados de deuda y estructura dinámica (Luehrman, 1997).	Analiza financiamiento.	Complejo en estimaciones.

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 13 presenta un análisis comparativo de tres métodos comúnmente utilizados en la valorización de empresas: FCD, método EBITDA y ajuste por APV. Cada enfoque tiene contextos específicos de aplicación, requisitos técnicos y ventajas y desventajas particulares que deben ser considerados según el caso.

Por otro lado, la transición de NIC 17 a NIIF 16 genera implicancias a nivel financiero, de valorización y operativo en Construcción 360 S.A.

### **A nivel financiero**

- Al inicio del contrato, el EBITDA es más alto con la aplicación NIIF 16: El EBITDA aumenta de S/985,400 a S/1,282,400 (+30.2%), porque el gasto operativo (S/297,000) se reemplaza por amortización e intereses, que se excluyen del EBITDA. Esto puede mejorar la percepción de rentabilidad operativa, útil para analistas financieros.
- Utilidad neta reducida: La utilidad antes de impuestos cae de S/680,400 a S/658,070 (-S/22,330), ya que los nuevos gastos (amortización + intereses = S/256,696 + S/62,634 = S/319,330) superan el gasto operativo eliminado (S/297,000). Esto afecta negativamente la percepción de rentabilidad neta.
- Mayor endeudamiento: El reconocimiento del pasivo por arrendamiento (S/1,732,019, Capítulo III) eleva el ratio deuda-patrimonio, aumentando el riesgo financiero percibido.

### **A nivel de valorización**

- La NIIF 16 afecta de forma diferencial a los métodos de valorización según su sensibilidad a flujos de caja, deuda y beneficios fiscales.
- El FCD incrementa el valor empresarial al reflejar mayores flujos operativos y ajustes en la tasa de descuento, sugiriendo un mayor potencial económico percibido.
- El método EBITDA disminuye el valor relativo debido al aumento de la deuda, lo que puede distorsionar comparaciones sectoriales.
- El APV eleva el valor de la empresa gracias al reconocimiento de mayores ventajas fiscales por el apalancamiento, destacando su utilidad para capturar efectos financieros.
- Estos resultados subrayan la necesidad de elegir el método adecuado según el contexto financiero y las características del arrendamiento.

### **A nivel operativo**

- La NIIF 16 reubica los gastos de arrendamiento de operativos a financieros y de amortización, transformando la estructura de costos.
- Se mejora la percepción de rentabilidad operativa al eliminar el gasto operativo tradicional, influyendo positivamente en decisiones gerenciales.

- El reconocimiento de gastos financieros por el pasivo por arrendamiento incrementa el riesgo financiero percibido, afectando la gestión de liquidez.
- Estos cambios pueden impactar estrategias como la renegociación de contratos o la planificación de inversiones.

## **CAPÍTULO V. ANÁLISIS DEL IMPACTO SECTORIAL DE LA NIIF 16.**

Este capítulo examina el impacto de la NIIF 16 en los estados y los indicadores financieros de empresas peruanas en tres sectores clave: minería, retail y tecnología, seleccionados por su relevancia económica (9.8% del PBI en minería, 12% en retail, 3.5% en tecnología; INEI, 2023) y sus características operativas distintivas. La norma, al exigir el reconocimiento de activos por derecho de uso y pasivos por arrendamiento, genera efectos diferenciados, como incrementos en el EBITDA y en los pasivos, impactando la valorización empresarial y los ratios financieros.

El análisis, basado en tres empresas simuladas —Servicios Mineros Andinos S.A. (minería), Comercializadora del Sur S.A. (retail) y TechSec S.A. (tecnología)—, compara los escenarios bajo NIIF 16 y NIC 17, abordando cómo la norma afecta la estructura financiera, los métodos de valorización (FCD, APV, múltiplos EBITDA) y las diferencias intersectoriales. Este estudio es crucial para comprender cómo la gestión de arrendamientos influye en la percepción de riesgo financiero y la sostenibilidad en el contexto peruano, donde la no deducibilidad de intereses por arrendamiento amplifica los efectos contables.

### **5.1. Metodología del análisis sectorial**

#### **Justificación de la elección de los sectores**

La elección de los sectores de minería, retail y tecnología responde a su relevancia y a las particularidades operativas y financieras que enfrentan, las cuales se ven impactadas por la adopción de la NIIF 16.

- **Minería:** este sector se caracteriza por ser intensivo en el uso de activos físicos, como maquinaria pesada, camiones y equipos de perforación, los cuales generalmente se adquieren mediante arrendamientos operativos. La aplicación de la NIIF 16, que exige que los arrendamientos se reconozcan en el estado de situación financiera, modifica sustancialmente los activos y pasivos de las empresas, generando impactos significativos en los indicadores financieros (Deloitte, 2020). Además, los contratos cancelables sin penalidad, comunes en el sector minero, pueden influir en la forma en que se reconocen los arrendamientos, lo que requiere un análisis detallado y específico.

- **Retail:** en el sector minorista, la adopción de la NIIF 16 tiene un impacto considerable en los contratos de arrendamiento de locales comerciales, que suelen ser de largo plazo. Al convertirse estos contratos en activos y pasivos registrados en el balance, se generan efectos importantes en los resultados operativos y en la estructura de capital de las empresas (KPMG, 2020).
- **Tecnología:** en el sector de tecnología, la adopción de la NIIF 16 tiene un impacto significativo en los contratos de arrendamiento de equipos y centros de datos, que a menudo implican compromisos de mediano a largo plazo. Al transformarse estos contratos en activos por derecho de uso y pasivos registrados en el balance, se producen efectos notables en los resultados operativos y en la estructura de capital de las empresas (EY, 2022). Esta situación puede alterar la percepción de eficiencia financiera y afectar las decisiones estratégicas relacionadas con la inversión en infraestructura tecnológica, lo que subraya la importancia de analizar este sector de forma específica.

## **5.2. Sector Minería: Servicios Mineros Andinos S.A.**

### ***5.2.1. Contexto sectorial y características de la empresa simulada***

En el año 2024, el sector minero peruano consolidó su rol como motor económico, aportando el 9.8% del PBI y el 59% de las exportaciones (Instituto Peruano de Economía, 2024). Empresas de servicios mineros, como las que proveen servicios de perforación, voladura y transporte de mineral, son esenciales para la operación de minas a cielo abierto de cobre, oro y zinc. La adopción de la NIIF 16 desde el año 2019 ha impactado significativamente a estas empresas, al exigir el reconocimiento de activos por derecho de uso y pasivos por arrendamiento para contratos de maquinaria y vehículos. Esto afecta indicadores clave como el EBITDA y la relación deuda/EBITDA, críticos para métodos de valorización como el flujo de caja descontado (FCD) y el múltiplo EBITDA (Deloitte, 2023). Además, la volatilidad de precios de minerales como, por ejemplo, el cobre cayó 5% en el año 2024, y la presión por mejorar la liquidez han incentivado el uso de contratos de arrendamiento cancelables sin penalidad, los cuales requieren análisis específico bajo NIIF 16 para su exclusión del balance (IASB, 2016).

Servicios Mineros Andinos S.A. es una empresa ficticia, controlada por un grupo familiar, tiene un capital social de US\$48,687 miles al 31 de diciembre de 2022. La

empresa presta servicios a mineras, como perforación, voladura, transporte y construcción de plataformas de lixiviación (es un proceso metalúrgico mediante el cual se utiliza una solución química para extraer minerales valiosos, como el oro o el cobre, desde el mineral triturado). En el año 2022, generó ingresos por US\$260,120 miles, de los cuales el 99.7% proviene de servicios mineros y el 0.3% de actividades de construcción auxiliar, como preparación de sitios mineros.

### ***5.2.2. Estructura de arrendamientos y tratamiento bajo NIIF 16***

Servicios Mineros Andinos S.A. depende intensamente de arrendamientos para equipos pesados (ej., camiones, volquetes y perforadoras) y arrendamiento de locales para campamentos de minería, reflejando prácticas del sector minero (Deloitte, 2023). Al 31 de diciembre de 2022, los pasivos por arrendamiento bajo NIIF 16 alcanzan US\$11,828 miles (8% del total de pasivos), con activos por derecho de uso de US\$14,225 miles (7% del total de pasivos). Los contratos tienen plazos promedio de 2.5 años, con tasas de interés implícitas de 8%. Aproximadamente el 15% de los arrendamientos son de corto plazo (menos de 12 meses) o cancelables sin penalidad significativa, excluidos del reconocimiento contable según NIIF 16 (párrafos B34–B41).

En el caso de Servicios Mineros Andinos S.A., empresa del sector minero con un elevado nivel de endeudamiento, se ha considerado una tasa de descuento del 8% para la medición inicial del activo por derecho de uso, conforme a lo establecido en la NIIF 16. Esta elección se encuentra justificada por las condiciones de financiamiento propias de compañías con perfil crediticio más exigente. Según datos de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), las tasas activas promedio en moneda nacional para créditos de mediano plazo (entre 2 y 4 años) dirigidos a empresas fuera del segmento corporativo oscilan entre 7% y 8.5%. En ese contexto, la tasa del 8% utilizada representa un valor representativo del costo de financiamiento que la empresa enfrentaría razonablemente para obtener recursos con características similares al contrato de arrendamiento evaluado.

### ***5.2.3. Reestructuración del estado de situación financiera y estado de resultados ajustados***

Para evaluar el impacto de la NIIF 16, se reestructuran el estado de situación financiera y el estado de resultados desde 2018 hasta 2022, para esta reestructuración estamos

tomando la estructura de empresa del sector minero. Comparamos escenarios pre- y post-NIIF 16.

### **Estado de situación financiera reestructurado**

En el año 2022, Servicios Mineros Andinos S.A. reporta activos corrientes de US\$133,476 miles y pasivos corrientes de US\$143,008 miles, evidenciando desafíos de liquidez similares a los del sector (MINEM, 2024). La ganancia bruta asciende a US\$21,674 miles, pero una pérdida neta de US\$4,723 miles reflejan altos gastos financieros (US\$15,999 miles), incluyendo intereses por arrendamientos de US\$2,029 miles. La aplicación de la NIIF 16 incrementó el EBITDA un 57%, de US\$24,835 miles a US\$39,060 miles, al reclasificar gastos de arrendamiento como amortización e intereses, impactando métricas de valorización como el múltiplo EBITDA (Damodaran, 2020). La relación deuda/EBITDA disminuyó a 2.4 veces post-NIIF 16, desde 3.2 veces pre-NIIF 16, disminuyendo la percepción de riesgo financiero.

**Tabla 14**  
*Estado de situación financiera comparativo al 2022 Servicios mineros Andinos S.A.*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA 2022</b>	<b>NIIF 16</b>	<b>NIC 17</b>	<b>Variaciones</b>
<b>ACTIVOS</b>			
<b>ACTIVOS CORRIENTES:</b>			
Efectivo y equivalentes de efectivo	5,589	5,589	-
Cuentas por cobrar comerciales	94,813	94,813	-
Otras cuentas por cobrar	6,635	6,635	-
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	1,712	1,712	-
Inventarios y costos de proyectos	17,642	17,642	-
Activo por impuesto a las ganancias corriente	2,337	2,337	-
Gastos pagados por anticipado	1,748	1,748	-
Activos mantenidos para su venta	333	333	-
<b>Total activos corrientes</b>	<b>130,809</b>	<b>130,809</b>	<b>-</b>
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>			
Cuentas por cobrar comerciales	1,818	1,818	-
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	297	297	-
Inmuebles, maquinaria y equipo neto	75,703	75,703	-
Activos por derecho de uso	12,399	-	12,399
Inversiones en subsidiarias y acuerdos conjuntos	2,691	2,691	-
Activos intangibles neto	3,500	3,500	-
Activo diferido por intereses	1,054	-	1,054
Otros activos diferidos	9,780	9,780	-
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>107,242</b>	<b>93,789</b>	<b>13,453</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>238,051</b>	<b>224,598</b>	<b>13,453</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>			
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>			
Obligaciones financieras	36,201	36,201	-
Cuentas por pagar comerciales	78,877	78,877	-
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	2,665	2,665	-
Pasivo por arrendamiento	14,225	-	14,225
Otras cuentas por pagar y pasivos del contrato	7,246	7,246	-
Provisión por beneficios a los trabajadores	3,794	3,794	-
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>143,008</b>	<b>128,783</b>	<b>14,225</b>
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>			
Obligaciones financieras	43,382	43,382	-
Cuentas por pagar comerciales	12,806	12,806	-
Otras cuentas por pagar	1,217	1,217	-
Pasivos por acuerdos conjuntos	32	32	-
<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>57,437</b>	<b>57,437</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>200,445</b>	<b>186,220</b>	<b>14,225</b>
<b>PATRIMONIO</b>			
Capital social emitido	48,687	48,687	-
Otras reservas de capital	6,294	6,294	-
Resultado de conversión	-6,123	-6,123	-
Resultado del ejercicio	-4,723	-4,520	-203
Resultados de años anteriores	-6,529	-5,960	-569
<b>Total patrimonio</b>	<b>37,606</b>	<b>38,378</b>	<b>-772</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>238,051</b>	<b>224,598</b>	<b>13,453</b>

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 14 evidencia las diferencias clave derivadas de la adopción de la NIIF 16 frente a la NIC 17, en este caso, se observa el reconocimiento de un activo no corriente por derecho de uso por US\$12,399 miles, un activo diferido por intereses por US\$1,054 miles y, simultáneamente, un pasivo corriente por arrendamiento por US\$14,225 miles. Esta reclasificación contable tiene un impacto relevante en la estructura financiera de la empresa, al incrementar tanto el total de activos como de pasivos en US\$13,453 miles con respecto a la presentación bajo NIC 17. Esto implica una mayor visibilidad de los compromisos futuros de la entidad, aunque también altera los indicadores de apalancamiento y solvencia. Adicionalmente, el patrimonio se ve levemente reducido en US\$772 miles bajo NIIF 16 durante los 4 periodos analizados, debido al reconocimiento del gasto por amortización del activo por derecho de uso y del gasto financiero del pasivo por arrendamiento, que sustituyen el gasto lineal por alquiler reconocido anteriormente bajo NIC 17. Este efecto es más significativo en los primeros años del contrato, dada la naturaleza del método de amortización del pasivo, lo que produce una menor utilidad y, por consiguiente, una menor acumulación de patrimonio.

**Tabla 15**  
*Estado de resultados comparativo al 2022 Servicios mineros Andinos S.A.*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

ESTADO DE RESULTADOS 2022	NIIF 16	NIC 17	Variaciones
<b>Ingresos</b>			
Servicios de extracción de mineral, movimiento de tierras y construcción	259,513	259,513	-
Venta de materiales y otros	607	607	-
<b>Total ingresos de actividades ordinarias</b>	<b>260,120</b>	<b>260,120</b>	<b>-</b>
Costo de servicios prestados; venta de materiales y otros – depreciación	-	-	14,225
Amortización de activo por derecho de uso	-12,399		-12,399
Depreciación de maquinaria y equipo	-15,204	-15,204	-
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>21,674</b>	<b>19,848</b>	<b>1,826</b>
Gastos de administración sin amortización	-10,510	-10,510	-
Amortización de intangibles	-700	-700	-
Otros ingresos, neto	559	559	-
<b>Ganancia operativa</b>	<b>11,023</b>	<b>9,197</b>	<b>1,826</b>
Ingresos financieros	804	804	-
Gastos financieros	-15,999	-13,970	-2,029
Diferencia en cambio (neto)	-1,158	-1,158	-
Participación en la (pérdida) ganancia de negocios conjuntos	88	88	-
<b>Ganancia (pérdida) antes del impuesto a las ganancias</b>	<b>-5,242</b>	<b>-5,039</b>	<b>-203</b>
(Gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	519	519	-
<b>Ganancia (pérdida) neta del año</b>	<b>-4,723</b>	<b>-4,520</b>	<b>-203</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 15 nos muestra que la aplicación de la NIIF 16 también genera efectos significativos en el estado de resultados, particularmente en la estructura del costo y en los indicadores de rentabilidad operativa. En este caso, se observa que bajo NIIF 16 se elimina el gasto por arrendamiento operativo que previamente se registraba en el costo de ventas (US\$14,225 miles), y en su lugar se reconocen dos nuevas partidas: la amortización del activo por derecho de uso (US\$12,399 miles) y un gasto financiero por el pasivo de arrendamiento (US\$15,999 miles). Este cambio estructural conlleva a un incremento en la ganancia bruta y operativa de US\$1,826 miles, dado que la amortización del activo reemplaza un gasto operativo que antes disminuía directamente dicha ganancia.

Sin embargo, al incorporarse el gasto financiero en el resultado financiero neto, la utilidad antes del impuesto a las ganancias se reduce en US\$203 miles bajo NIIF 16, reflejando el efecto combinado del mayor gasto financiero y la estructura temporal del reconocimiento del arrendamiento. Este patrón es característico de los primeros años del contrato, donde el gasto financiero es mayor debido al método de interés efectivo. Finalmente, la ganancia neta del año bajo NIIF 16 se sitúa en -US\$4,723 miles frente a -US\$4,520 miles bajo NIC 17, lo que representa una reducción de US\$203 miles atribuible al nuevo tratamiento contable del arrendamiento.

#### ***5.2.4 Análisis de indicadores financieros antes y después de NIIF 16***

Los indicadores financieros reflejan el impacto de NIIF 16:

- EBITDA: aumenta de US\$24,835 miles a US\$39,060 miles (+57%), mejorando el múltiplo EBITDA, pero no refleja un aumento real en flujo de caja.
- Deuda/EBITDA: disminuye de 3.2 veces a 2.4 veces, a pesar del reconocimiento de pasivos por arrendamiento bajo NIIF 16, debido al mayor impacto en el EBITDA, lo que reduce la percepción de apalancamiento financiero.
- Deuda neta/activos: la razón deuda neta/ activos es mayor bajo NIIF 16 en comparación con NIC 17 durante el periodo 2018-2022, debido al reconocimiento de pasivos por arrendamiento. Sin embargo, la diferencia tiende a reducirse con el tiempo, estabilizándose en torno al 0.4.
- Deuda/patrimonio: la razón deuda/ patrimonio es consistentemente mayor en comparación con NIC 17 durante el periodo 2018-2022, debido al reconocimiento de pasivos por arrendamiento. Esta mayor carga financiera impacta directamente la

estructura de capital, reflejando un perfil de riesgo más elevado para los acreedores e inversores. A partir de 2021, la diferencia se estabiliza en 0.4, lo que indica un efecto sostenido de la norma en el apalancamiento patrimonial.

**Tabla 16**  
*Comparación de indicadores financieros Servicios mineros andinos S.A.*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>EBITDA</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
NIIF 16	39,939	63,150	33,697	40,993	39,060
NIC 17	25,714	48,925	19,472	26,768	24,835
<b>Diferencias</b>	<b>14,225</b>	<b>14,225</b>	<b>14,225</b>	<b>14,225</b>	<b>14,225</b>
<b>Deuda / EBITDA</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
NIIF 16	2.6	1.6	3.1	2.7	2.4
NIC 17	3.2	1.9	5.0	3.5	3.2
<b>Diferencias</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.3</b>	<b>-1.9</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.8</b>
<b>Deuda neta / activos</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
NIIF 16	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
NIC 17	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
<b>Diferencias</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Deuda / patrimonio</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
NIIF 16	2.0	1.7	2.2	2.6	2.5
NIC 17	1.6	1.6	2.0	2.2	2.1
<b>Diferencias</b>	<b>0.5</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 16 ilustra la comparación de indicadores para la empresa en análisis, la aplicación de la NIIF 16 tuvo un impacto sustancial en los indicadores financieros clave del periodo 2018–2022, principalmente por el reconocimiento de pasivos y activos asociados a arrendamientos. En términos de EBITDA, se observa un incremento constante de US\$14,225 miles en cada año respecto al cálculo bajo NIC 17 (por ejemplo, en el año 2022: US\$39,060 miles bajo NIIF 16 frente a US\$24,835 miles bajo NIC 17). Esta diferencia afecta directamente al ratio deuda/EBITDA, que se reduce bajo NIIF 16 (2.4 veces en el año 2022) en comparación con NIC 17 (3.2 veces en 2022), mostrando una mejora aparente debido al mayor EBITDA. Por otro lado, el indicador deuda neta/activos es levemente más alto bajo NIIF 16 en la mayoría de los años, como en el año 2022 (0.4 con NIIF 16 frente a 0.3 con NIC 17), debido al aumento de los pasivos. De forma similar, el ratio deuda/patrimonio evidencia un mayor apalancamiento bajo NIIF 16 (2.5 en el año 2022 frente a 2.1 bajo NIC 17). Estos efectos

reflejan que, si bien la NIIF 16 mejora ciertos indicadores operativos, también incrementa los niveles de endeudamiento contable.

### ***5.2.5 Consideración de contratos cancelables sin penalidad***

Dentro del análisis de arrendamientos bajo el enfoque de la NIIF 16, resulta fundamental distinguir entre los contratos que cumplen con los criterios de reconocimiento y aquellos que no califican como arrendamientos según la norma. En particular, los contratos cancelables sin penalidad significativa, es decir, aquellos que pueden ser terminados por cualquiera de las partes sin incurrir en costos relevantes, no generan un activo por derecho de uso ni un pasivo por arrendamiento en los estados financieros. Para el año 2022, se estima que el 85% del total de cuotas de arrendamiento (equivalente a US\$14,225 miles de un total de US\$16,735 miles) corresponde a contratos que sí cumplen con los criterios de la NIIF 16, mientras que el 15% restante (US\$2,510 miles) se clasifica como arrendamientos fuera del alcance de la norma. Esta separación es relevante para evaluar correctamente el nivel de apalancamiento financiero y el impacto real de la NIIF 16 sobre la estructura patrimonial de la empresa.

#### **Definición**

Los contratos cancelables sin penalidad permiten que una o ambas partes terminen el acuerdo sin incurrir en costos significativos (IASB, 2016). En Servicios Mineros Andinos S.A., estos contratos utilizados para arrendamiento de equipos pesados como camiones volquete en proyectos de corta duración se excluyen del reconocimiento contable bajo NIIF 16 al cumplir con los criterios de plazo menor o igual a 12 meses y cláusulas sin penalidad económica, evitando así un incremento de US\$5,020 miles en pasivos y manteniendo estable la relación deuda/EBITDA (2.4 veces). No obstante, esta flexibilidad introduce riesgos operativos que podrían afectar la continuidad de las operaciones y las proyecciones de flujo de caja.

#### **Consideraciones**

La NIIF 16 establece que el plazo de un arrendamiento comprende los períodos no cancelables, junto con las opciones de extensión o terminación cuya ejecución sea razonablemente cierta (IASB, 2016, párrafo 18). En contratos cancelables sin penalidad, el período no cancelable puede ser mínimo, limitado al plazo de notificación, lo que

plantea interrogantes sobre su clasificación como arrendamiento. En el sector minero, estos contratos son estratégicos para mantener flexibilidad operativa, pero requieren un análisis detallado para determinar si generan obligaciones financieras reconocibles bajo la norma.

### **Evaluación**

Según el párrafo B34 del Apéndice B de la NIIF 16, un contrato que puede ser cancelado sin penalidad significativa por cualquiera de las partes generalmente no genera derechos y obligaciones ejecutables más allá del período de notificación (si lo hay).

Por lo tanto:

- Si el contrato no establece un período mínimo de uso obligatorio, o si el período de notificación es insignificante, el contrato puede no cumplir con los requisitos para ser considerado un arrendamiento bajo la NIIF 16.
- Sin embargo, si el contrato incluye un activo identificado y el arrendatario tiene el control sobre su uso durante un período determinado (aunque sea breve), el contrato puede clasificarse como un arrendamiento de corto plazo.

### **Exención para arrendamientos de corto plazo**

La NIIF 16 permite a las entidades optar por no reconocer los arrendamientos de corto plazo (aquellos con un plazo de 12 meses o menos, incluyendo opciones de extensión no razonablemente ciertas) en el balance, registrando los pagos como un gasto en resultados de forma lineal (NIIF 16, párrafo 5). Los contratos cancelables sin penalidad a menudo caen en esta categoría, ya que el período ejecutable puede ser inferior a 12 meses.

### **Conclusión**

En Servicios Mineros Andinos S.A., aproximadamente el 15% de los arrendamientos corresponde a contratos cancelables sin penalidad o de corto plazo, utilizados para equipos en proyectos mineros específicos. Estos contratos, al ser excluidos del reconocimiento contable bajo la NIIF 16, reducen el impacto de la norma en el balance, evitando un incremento de US\$ 5,020 miles en pasivos y manteniendo estable la relación deuda/EBITDA (2.4 veces). Sin embargo, la posibilidad de terminación anticipada introduce riesgos operativos que podrían afectar la continuidad de las

operaciones, impactando las proyecciones del flujo de caja descontado (FCD) y, por ende, la valorización empresarial.

### **5.3. Sector Retail: Empresa Comercializadora del sur S.A.**

#### ***5.3.1. Contexto sectorial y características de la empresa simulada***

En el año 2024, el sector retail peruano mostró una recuperación moderada tras los desafíos económicos postpandemia, con un crecimiento de las ventas minoristas del 4.8% interanual en agosto 2024, aunque menor al 7.2% registrado en julio 2024 (CEIC, 2024). Este sector, que incluye la venta de alimentos, bebidas, electrodomésticos y moda, representa aproximadamente el 12% del PBI peruano y se ve impulsado por el aumento del consumo en Lima, donde se concentra el 60% de la actividad comercial (Euromonitor, 2025).

La adopción de la NIIF 16 desde el año 2019 ha transformado la estructura financiera de las empresas minoristas, al requerir el reconocimiento de activos por derecho de uso y pasivos por arrendamiento para contratos de locales comerciales, incrementando el endeudamiento reportado en un promedio del 15% en el sector (KPMG, 2020). Esto impacta indicadores como el EBITDA y la relación deuda/patrimonio, esenciales para métodos de valorización como el flujo de caja descontado (FCD) y el método de múltiplos de EBITDA (Deloitte, 2023). Además, la presión por mantener márgenes en un contexto de inflación controlada (2.3% en el año 2024) y la preferencia de los consumidores por productos de menor desembolso han incentivado el uso de contratos de arrendamiento cancelables sin penalidad, que requieren un análisis detallado bajo NIIF 16 para su exclusión del balance (IASB, 2016).

Comercializadora del Sur S.A. es una empresa ficticia, controlada por un grupo de inversionistas locales, tiene un capital social de S/156,709 miles al 31 de diciembre de 2022. La empresa opera en el segmento de retail, enfocándose en la venta de productos alimenticios, bebidas y electrodomésticos a través de una cadena de 15 tiendas en Lima y provincias. En 2022, generó ingresos por S/3,987,753 miles.

#### ***5.3.2. Estructura de arrendamientos y tratamiento bajo NIIF 16***

Comercializadora del Sur S.A. depende significativamente de arrendamientos para locales comerciales utilizados en sus 15 tiendas en Lima y provincias, reflejando

prácticas comunes del sector retail (KPMG, 2020). Al 31 de diciembre de 2022, los pasivos por arrendamiento bajo NIIF 16 alcanzan S/350,000 miles (20% del total de pasivos de S/1,744,243 miles), con activos por derecho de uso de S/251,609 miles (9.3% del total de activos de S/2,715,695 miles). Los contratos tienen plazos promedio de 10 años, con tasas de interés implícitas de 6.5%.

En el caso de Comercializadora del Sur S.A., empresa del sector retail con un nivel de endeudamiento moderado, se ha considerado una tasa de descuento del 6.5% para la medición inicial del activo por derecho de uso y pasivo por arrendamiento, conforme a lo establecido en la NIIF 16 (IASB, 2016, párrafo 26). Esta elección se justifica por las condiciones de financiamiento propias de empresas minoristas con un perfil crediticio estable. Según datos de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS, 2023), las tasas activas promedio en soles para créditos de mediano plazo (entre 3 y 5 años) dirigidos a pequeñas y medianas empresas del sector comercio oscilan entre 6% y 7%. Sin embargo, considerando los costos adicionales asociados a arrendamientos comerciales en zonas urbanas de Lima, como Miraflores, y los márgenes ajustados del sector retail (Deloitte, 2023), la tasa del 6.5% refleja un valor representativo del costo de financiamiento que la empresa enfrentaría razonablemente para obtener recursos con características similares a los contratos de arrendamiento evaluados.

### ***5.3.3. Reestructuración del estado de situación financiera y estado de resultados ajustados***

Para evaluar el impacto de la NIIF 16, se reestructura el estado de situación financiera y el estado de resultados entre los años desde 2018 a 2022. Para esta reestructuración estamos considerando la estructura de una empresa del sector retail, comparando escenarios pre- y post-NIIF 16.

#### **Estado de situación financiera reestructurado**

En el año 2022, Comercializadora del Sur S.A. reporta activos corrientes de S/1,466,663 miles y pasivos corrientes de S/1,067,839 miles, mostrando una posición de liquidez relativamente estable dentro del sector retail (Euromonitor, 2025). La ganancia bruta asciende a S/1,279,267 miles, con una utilidad neta de S/160,273 miles, aunque los gastos financieros alcanzan S/66,912 miles, incluyendo intereses por arrendamientos de S/22,027 miles. La aplicación de NIIF 16 incrementó el EBITDA en un 20%, de

S/358,034 miles a S/428,034 miles, al reclasificar los gastos de arrendamiento como amortización e intereses, impactando métricas de valorización como el múltiplo EBITDA (Damodaran, 2020). La relación deuda/EBITDA aumentó a 2 veces post-NIIF 16, desde 1.4 veces pre-NIIF 16, aumentando la percepción de riesgo financiero.

**Tabla 17**

*Estado de situación financiera comparativo al 2022 Comercializadora del sur S.A.  
Expresado en miles de soles (S/)*

<b>ESTADO DE SITUACION FINANCIERA 2022</b>	<b>NIF 16</b>	<b>NIC 17</b>	<b>Variaciones</b>
<b>ACTIVOS</b>			
<b>ACTIVOS CORRIENTES:</b>			
Efectivo y equivalentes de efectivo	241,148	241,148	-
Cuentas por cobrar comerciales, neto y activos del contrato	31,642	31,642	-
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	217,421	217,421	-
Inventarios, neto y costos de proyectos	950,387	950,387	-
Otros activos no financieros	26,065	26,065	-
<b>Total activos corrientes</b>	<b>1,466,663</b>	<b>1,466,663</b>	-
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>			-
Gastos pagados por anticipado	1,747	1,747	-
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	870,028	870,028	-
Activos por derecho de uso	251,609		251,609
Activos intangibles, neto	3,854	3,854	-
Activo diferido por intereses	59,102		59,102
Otros activos diferidos	62,692	62,692	-
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>1,249,032</b>	<b>938,321</b>	310,711
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>2,715,695</b>	<b>2,404,984</b>	310,711
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>			-
<b>PASIVO</b>			-
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>			-
Obligaciones financieras	203,650	203,650	-
Cuentas por pagar comerciales	241,347	241,347	-
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	378,530	378,530	-
Pasivo por arrendamiento	70,000		70,000
Otras cuentas por pagar y pasivos del contrato	121,652	121,652	-
Provisión por beneficios a los trabajadores	52,660	52,660	-
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>1,067,839</b>	<b>997,839</b>	70,000
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>			-
Obligaciones financieras	282,976	282,976	-
Pasivo por arrendamiento	280,000		280,000
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	109,301	109,301	-
Provisión por beneficios a los empleados	1,377	1,377	-
Otras provisiones	2,750	2,750	-
<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>676,404</b>	<b>396,404</b>	280,000
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,744,243</b>	<b>1,394,243</b>	350,000
<b>PATRIMONIO</b>			-
Capital social emitido	156,709	156,709	-
Otras reservas de capital	66,976	66,976	-
Resultado del ejercicio	160,273	162,621	- 2,348
Resultados de años anteriores	587,494	624,434	- 36,940
<b>Total patrimonio</b>	<b>971,452</b>	<b>1,010,741</b>	- 39,289
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>2,715,695</b>	<b>2,404,984</b>	310,711

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 17 evidencia las diferencias clave derivadas de la adopción de la NIIF 16 frente a la NIC 17, específicamente en el tratamiento de los contratos de arrendamiento operativo de Comercializadora del Sur S.A. . En este caso, se observa el reconocimiento de un activo no corriente por derecho de uso por S/251,609 miles, un activo diferido por intereses por S/59,102 miles y, simultáneamente, un pasivo por arrendamiento total de S/350,000 miles (S/70,000 miles corriente y S/280,000 miles no corriente).

Esta reclasificación contable tiene un impacto relevante en la estructura financiera de la empresa, al incrementar tanto el total de activos como de pasivos en S/310,711 miles con respecto a la presentación bajo NIC 17. Esto implica una mayor visibilidad de los compromisos futuros de la entidad, aunque también altera los indicadores de apalancamiento y solvencia. Adicionalmente, el patrimonio se ve reducido en S/39,289 miles bajo NIIF 16 en 2022, debido al reconocimiento del gasto por amortización del activo por derecho de uso y del gasto financiero del pasivo por arrendamiento, que sustituyen el gasto lineal por alquiler reconocido anteriormente bajo NIC 17. Este efecto es más pronunciado en los primeros años del contrato, dada la naturaleza del método de amortización del pasivo, lo que genera una menor utilidad y, por consiguiente, una menor acumulación de patrimonio.

**Tabla 18**  
*Estado de resultados comparativo al 2022 Comercializado del sur S.A.*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>ESTADO DE RESULTADOS 2022</b>	<b>NIIF 16</b>	<b>NIC 17</b>	<b>Variaciones</b>
Ingresos			
Ingresos de actividades ordinarias	3,987,753	3,987,753	-
<b>Total ingresos de actividades ordinarias</b>	<b>3,987,753</b>	<b>3,987,753</b>	-
Costo de servicios prestados y venta de materiales y otros-depreciación	-	-	40,671
Amortización de activo por derecho de uso	2,687,493	2,728,164	- 50,322
Ganancia bruta	-50,322		- 50,322
Gastos de ventas y distribución	1,249,938	1,259,589	- 9,651
Gastos de administración sin amortización	-800,297	-800,297	-
Gastos de administración sin amortización	-148,194	-147,748	- 446
Amortización de intangibles	-830	-1276	446
Depreciación de maquinaria y equipo	-57,480	-86,809	29,329
Otros ingresos operativos	33,242	33,242	-
Otros gastos operativos	-12,218	-12,218	-
Otras ganancias (pérdidas)	941	941	-
<b>Ganancia operativa</b>	<b>265,102</b>	<b>245,424</b>	<b>19,678</b>
Ganancia (pérdida) de la baja en activos financieros medidos al costo amortizado	-20,606	-20,606	-
Ingresos financieros	3,776	3,776	-
Gastos financieros	-36,627	-44,885	8,259
intereses por derecho de uso	-30,285		- 30,285
Diferencia en cambio (neto)	21,075	21,075	-
Participación en la (pérdida) ganancia de negocios conjuntos	20,280	20,280	-
<b>Ganancia (pérdida) antes del impuesto a las ganancias</b>	<b>222,715</b>	<b>225,063</b>	<b>- 2,348</b>
(Gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	-62,442	-62,442	-
<b>Ganancia (pérdida) neta del año</b>	<b>160,273</b>	<b>162,621</b>	<b>- 2,348</b>
Otros resultados integrales, neto de impuesto			-
<b>Total resultados integrales del año</b>	<b>160,273</b>	<b>162,621</b>	<b>- 2,348</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 18 nos muestra que la aplicación de la NIIF 16 genera efectos significativos en el estado de resultados de Comercializadora del Sur S.A., particularmente en la estructura del costo y en los indicadores de rentabilidad operativa. En este caso, se observa que bajo NIIF 16 se elimina el gasto por arrendamiento operativo que previamente se registraba en el costo de servicios prestados y venta de materiales (S/70,000 miles), y en su lugar se reconocen dos nuevas partidas: la amortización del activo por derecho de uso (S/50,322 miles) y un gasto financiero por el pasivo de arrendamiento (S/22,027 miles). Este cambio estructural conlleva a un incremento en la ganancia bruta de S/19,678 miles, dado que la amortización del activo reemplaza un gasto operativo que antes disminuía directamente dicha ganancia.

Sin embargo, al incorporarse el gasto financiero en el resultado financiero neto, la utilidad antes del impuesto a las ganancias se reduce en S/2,348 miles bajo NIIF 16, reflejando el efecto combinado del mayor gasto financiero y la estructura temporal del reconocimiento del arrendamiento. Este patrón es característico de los primeros años

del contrato, donde el gasto financiero es mayor debido al método de interés efectivo. Finalmente, la ganancia neta del año bajo NIIF 16 se sitúa en S/160,273 miles frente a S/162,621 miles bajo NIC 17, lo que representa una reducción de S/2,348 miles atribuible al nuevo tratamiento contable del arrendamiento.

#### ***5.3.4. Análisis de indicadores financieros antes y después de NIIF 16***

Los indicadores financieros reflejan el impacto de NIIF 16:

- EBITDA: aumenta de S/358,034 miles a S/428,034 miles (+20%) en 2022 bajo NIIF 16, mejorando el múltiplo EBITDA, pero no refleja un aumento real en flujo de caja, ya que el incremento se debe a la reclasificación de gastos de arrendamiento como amortización e intereses.
- Deuda/EBITDA: aumenta de 1.4 veces a 2.0 veces en el año 2022 bajo NIIF 16, a pesar del reconocimiento de pasivos por arrendamiento, debido al mayor impacto en el EBITDA, lo que aumenta la percepción de apalancamiento financiero en comparación con NIC 17.
- Deuda neta/activos: la razón deuda neta/activos es mayor bajo NIIF 16 en comparación con NIC 17 durante el periodo 2018 a 2022, debido al reconocimiento de pasivos por arrendamiento. Sin embargo, la diferencia tiende a estabilizarse en torno a 0.1 a partir del año 2021, reflejando una convergencia progresiva.
- Deuda/patrimonio: la razón deuda/patrimonio es consistentemente mayor bajo NIIF 16 en comparación con NIC 17 durante el periodo 2018-2022, debido al reconocimiento de pasivos por arrendamiento. Esta mayor carga financiera impacta directamente la estructura de capital, reflejando un perfil de riesgo más elevado para los acreedores e inversores. A partir del año 2021, la diferencia se estabiliza en 0.4, indicando un efecto sostenido de la norma en el apalancamiento patrimonial.

**Tabla 19**  
*Comparación de indicadores financieros Comercializadora del sur S.A.*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>EBITDA</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
NIIF 16	369,080	344,971	158,654	372,568	428,034
NIC 17	299,080	274,971	88,654	302,568	358,034
<b>Diferencias</b>	<b>70,000</b>	<b>70,000</b>	<b>70,000</b>	<b>70,000</b>	<b>70,000</b>

<b>Deuda / EBITDA</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
NIIF 16	2.9	1.9	4.3	2.5	2.0
NIC 17	1.4	0.3	2.1	1.7	1.4
<b>Diferencias</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>2.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.6</b>

<b>Deuda neta / activos</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
NIIF 16	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2
NIC 17	0.2	-0.1	0.0	0.1	0.1
<b>Diferencias</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>

<b>Deuda / patrimonio</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
NIIF 16	1.6	0.9	1.0	1.2	0.9
NIC 17	0.6	0.1	0.3	0.6	0.5
<b>Diferencias</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 19 ilustra la comparación de indicadores para la empresa Comercializadora del Sur S.A., la aplicación de la NIIF 16 tuvo un impacto sustancial en los indicadores financieros clave del periodo 2018–2022, principalmente por el reconocimiento de pasivos y activos asociados a arrendamientos. En términos de EBITDA, se observa un incremento constante de S/70,000 miles en cada año respecto al cálculo bajo NIC 17 (por ejemplo, en el año 2022: S/428,034 miles bajo NIIF 16 frente a S/358,034 miles bajo NIC 17). Esta diferencia afecta directamente al ratio deuda/EBITDA, que se aumenta bajo NIIF 16 (2.0 veces en el año 2022) en comparación con NIC 17 (1.4 veces en el año 2022), mostrando un deterioro aparente debido a la mayor deuda reconocida por el derecho de uso a largo plazo (10 años). Por otro lado, el indicador deuda neta/activos es levemente más alto bajo NIIF 16 en la mayoría de los años, como en el año 2022 (0.2 con NIIF 16 frente a 0.1 con NIC 17), debido al aumento de los pasivos. De forma similar, el ratio deuda/patrimonio evidencia un mayor apalancamiento bajo NIIF 16 (0.9 en el año 2022 frente a 0.5 bajo NIC 17). Estos efectos reflejan que, si bien la NIIF 16 mejora ciertos indicadores operativos, también incrementa los niveles de endeudamiento contable.

## **5.4. Sector tecnología: TechSec S.A.**

### ***5.4.1. Contexto sectorial y características de la empresa simulada***

En el año 2024, el sector tecnológico en Perú consolidó su posición como un pilar clave para la transformación digital, impulsado por el crecimiento del comercio electrónico y la adopción de servicios digitales. Según la Cámara Peruana de Comercio Electrónico (Capece), el e-commerce creció un 30% en el año 2023, alcanzando una facturación de US\$12,100 millones al cierre de del año 2022, tendencia que se mantuvo en el año 2024 con un incremento proyectado del 25%, equivalente a US\$15,125 millones (Sherlock Communications, 2024).

Este sector, que incluye software, hardware, telecomunicaciones y servicios digitales, representa aproximadamente el 3.5% del PBI peruano, con Lima concentrando el 70% de la actividad tecnológica (INEI, 2023). La adopción de la NIIF 16 desde el año 2019 ha impactado significativamente a las empresas tecnológicas, al exigir el reconocimiento de activos por derecho de uso y pasivos por arrendamiento para contratos de equipos y centros de datos, incrementando el endeudamiento reportado en un promedio del 10% en el sector (EY, 2022). Esto afecta indicadores clave como el EBITDA y la relación deuda/EBITDA, fundamentales para métodos de valorización como el flujo de caja descontado (FCD) y el método de múltiplos de EBITDA (Deloitte, 2023).

TechSec S.A. es una empresa ficticia, controlada por un grupo de inversionistas tecnológicos, tiene un capital social de S/6,040 miles al 31 de diciembre de 2022. La empresa se especializa en soluciones de ciberseguridad y almacenamiento en la nube, ofreciendo servicios de backup, protección contra ransomware y gestión de datos para pequeñas y medianas empresas. En el año 2022, generó ingresos por S/96,256 miles.

### ***5.4.2. Estructura de arrendamientos y tratamiento bajo NIIF 16***

TechSec S.A. depende significativamente de arrendamientos para equipos tecnológicos y centros de datos utilizados en sus operaciones de ciberseguridad y almacenamiento en la nube, reflejando prácticas comunes del sector tecnológico (KPMG, 2022). Al 31 de diciembre de 2022, los pasivos por arrendamiento bajo NIIF 16 alcanzan S/7,440 miles (12.3% del total de pasivos de S/60,323 miles), con activos por derecho de uso de

S/5,778 miles (6.5% del total de activos de S/89,005 miles). Los contratos tienen plazos promedio de 7 años, con tasas de interés implícitas de 6.75%.

En el caso de TechSec S.A., empresa del sector tecnológico con un nivel de endeudamiento moderado, se ha considerado una tasa de descuento del 6.75% para la medición inicial del activo por derecho de uso y pasivo por arrendamiento, conforme a lo establecido en la NIIF 16 (IASB, 2016, párrafo 26). Esta elección se justifica por las condiciones de financiamiento propias de empresas tecnológicas con un perfil crediticio estable. Según datos de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS, 2023), las tasas activas promedio en soles para créditos de mediano plazo (entre 2 y 3 años) dirigidos a empresas del sector servicios tecnológicos oscilan entre 6% y 7%. Sin embargo, considerando los costos adicionales asociados a arrendamientos de infraestructura tecnológica en zonas urbanas de Lima, como San Isidro, y la volatilidad de la demanda de servicios digitales (Deloitte, 2023), la tasa del 6.75% refleja un valor representativo del costo de financiamiento que la empresa enfrentaría razonablemente para obtener recursos con características similares a los contratos de arrendamiento evaluados.

#### ***5.4.3. Reestructuración del estado de situación financiera y estado de resultados ajustados***

Para evaluar el impacto de la NIIF 16, se reestructuran el estado de situación financiera y el estado de resultados desde el año 2018 hasta el año 2022, para esta reestructuración estamos considerando la estructura de los estados financieros de una empresa del sector tecnología. Comparamos escenarios pre- y post-NIIF 16.

#### **Estado de situación financiera reestructurado**

En el año 2022, TechSec S.A. reporta activos corrientes de S/54,362 miles y pasivos corrientes de S/46,138 miles, mostrando una posición de liquidez ajustada dentro del sector tecnológico (Sherlock Communications, 2024). La ganancia bruta asciende a S/21,165 miles, con una utilidad neta de S/5,574 miles, aunque los gastos financieros alcanzan S/854 miles, incluyendo intereses por arrendamientos de S/662 miles. La aplicación de NIIF 16 incrementó el EBITDA en un 28.3%, de S/8,472 miles a S/10,868 miles, al reclasificar los gastos de arrendamiento como amortización e intereses, impactando métricas de valorización como el múltiplo EBITDA (Damodaran, 2020).

La relación deuda/EBITDA aumentó a 1.2 veces post-NIIF 16, desde 0.7 veces pre-NIIF 16, manteniendo una percepción de riesgo financiero estable debido al equilibrio entre el incremento de deuda y el EBITDA.

**Tabla 20**  
*Estado de situación financiera comparativo al 2022 TechSec S.A.*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>ESTADO DE RESULTADOS 2022</b>	<b>NIIF 16</b>	<b>NIC 17</b>	<b>Variaciones</b>
<b>ACTIVOS</b>			
<b>ACTIVOS CORRIENTES:</b>			
Efectivo y equivalentes de efectivo	7,890	7,890	-
Cuentas por cobrar comerciales y activos del contrato	12,050	12,050	-
Otras cuentas por cobrar	5,462	5,462	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	9,495	9,495	-
Inventarios, neto y costos de proyectos	51	51	-
Gastos pagados por anticipado	421	421	-
Activo diferido (activos del contrato)	18,992	18,992	
<b>Total activos corrientes</b>	<b>54,362</b>	<b>54,362</b>	-
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>			-
Gastos pagados por anticipado	430	430	-
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	7,849	7,849	-
Activos por derecho de uso	5,778		5,778
Activos intangibles, neto	1,469	1,469	-
Inversiones en subsidiarias y acuerdos conjuntos	10,580	10,580	
Activo diferido por intereses	691		691
Otros activos diferidos	7,846	7,846	-
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>34,643</b>	<b>28,174</b>	<b>6,469</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>89,005</b>	<b>82,536</b>	<b>6,469</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>			-
<b>PASIVO</b>			-
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>			-
Obligaciones financieras	1,538	1,538	-
Cuentas por pagar comerciales	27,310	27,310	-
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	7,480	7,480	-
Pasivo por arrendamiento	3,720		3,720
Otras cuentas por pagar y pasivos del contrato	3,176	3,176	-
Provisión por beneficios a los trabajadores	2,914	2,914	-
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>46,138</b>	<b>42,418</b>	<b>3,720</b>
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>			-
Obligaciones financieras	4,279	4,279	-
Pasivo por arrendamiento	3,720		3,720
Cuentas por pagar comerciales	5,284	5,284	-
Pasivo diferido	901	901	-

<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>14,184</b>	<b>10,464</b>	<b>3,720</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>60,323</b>	<b>52,883</b>	<b>7,440</b>
<b>PATRIMONIO</b>			-
Capital social emitido	6,040	6,040	-
Otras reservas de capital	1,307	1,307	-
Resultado de conversión	-310	-310	
Resultado del ejercicio	5,574	5,405	169
Resultados de años anteriores	16,072	17,212	-1,140
<b>Total patrimonio</b>	<b>28,683</b>	<b>29,654</b>	<b>-971</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>89,005</b>	<b>82,536</b>	<b>6,469</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 20 evidencia las diferencias clave derivadas de la adopción de la NIIF 16 frente a la NIC 17, específicamente en el tratamiento de los contratos de arrendamiento operativo de TechSec S.A., en este caso, se observa el reconocimiento de un activo no corriente por derecho de uso por S/5,778 miles, un activo diferido por intereses por S/691 miles y, simultáneamente, un pasivo por arrendamiento total de S/7,440 miles (S/3,720 miles corriente y S/3,720 miles no corriente).

Esta reclasificación contable tiene un impacto relevante en la estructura financiera de la empresa, al incrementar tanto el total de activos como de pasivos en S/6,469 miles con respecto a la presentación bajo NIC 17. Esto implica una mayor visibilidad de los compromisos futuros de la entidad, aunque también altera los indicadores de apalancamiento y solvencia. Adicionalmente, el patrimonio se ve reducido en S/971 miles bajo NIIF 16 en el año 2022, debido al reconocimiento del gasto por amortización del activo por derecho de uso y del gasto financiero del pasivo por arrendamiento, que sustituyen el gasto lineal por alquiler reconocido anteriormente bajo NIC 17. Este efecto es más significativo en los primeros años del contrato, dada la naturaleza del método de amortización del pasivo, lo que genera una menor utilidad y, por consiguiente, una menor acumulación de patrimonio.

**Tabla 21**  
*Estado de resultados comparativo al 2022 TechSec S.A.*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>ESTADO DE RESULTADOS 2022</b>	<b>NIIF 16</b>	<b>NIC 17</b>	<b>Variaciones</b>
<b>Ingresos</b>			
Ingresos de actividades ordinarias	96,256	96,256	-
<b>Total ingresos de actividades ordinarias</b>	<b>96,256</b>	<b>96,256</b>	-
Costo de servicio	-69,864	-73,584	3,720
Amortización de activo por derecho de uso	-2,889		- 2,889
Depreciación de maquinaria y equipo	-520	-520	-
Amortización de intangibles	-1,818	-1,818	-
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>21,165</b>	<b>20,334</b>	<b>831</b>
Gastos de administración	-14,420	-14,420	-
Otros ingresos, neto	-836	-836	-
<b>Ganancia operativa</b>	<b>5,908</b>	<b>5,077</b>	<b>831</b>
Ingresos financieros	56	56	-
Gastos financieros	-192	-192	-
intereses por derecho de uso	-662		- 662
Diferencia en cambio (neto)	-338	-338	-
Participación en la (pérdida) ganancia de negocios conjuntos	1,723	1,723	-
<b>Ganancia (pérdida) antes del impuesto a las ganancias</b>	<b>6,495</b>	<b>6,326</b>	<b>169</b>
(Gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	-921	-921	-
<b>Ganancia (pérdida) neta del año</b>	<b>5,574</b>	<b>5,405</b>	<b>169</b>
Otros resultados integrales, neto de impuesto			-
<b>Total resultados integrales del año</b>	<b>5,574</b>	<b>5,405</b>	<b>169</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 21 nos muestra que la aplicación de la NIIF 16 genera efectos significativos en el estado de resultados de TechSec S.A., particularmente en la estructura del costo y en los indicadores de rentabilidad operativa. En este caso, se observa que bajo NIIF 16 se elimina el gasto por arrendamiento operativo que previamente se registraba en el costo de servicio (S/3,720 miles), y en su lugar se reconocen dos nuevas partidas: la amortización del activo por derecho de uso (S/2,889 miles) y un gasto financiero por el pasivo de arrendamiento (S/662 miles). Este cambio estructural conlleva a un incremento en la ganancia bruta de S/831 miles, dado que el gasto operativo eliminado excede la amortización del activo por derecho de uso.

Sin embargo, al incorporarse el gasto financiero en el resultado financiero neto, la utilidad antes del impuesto a las ganancias se incrementa en S/169 miles bajo NIIF 16, reflejando el efecto combinado del menor impacto neto del gasto financiero y la

estructura temporal del reconocimiento del arrendamiento. Este patrón es característico de los primeros años del contrato, donde el gasto financiero es mayor debido al método de interés efectivo, pero en este caso se compensa con la mejora en la ganancia operativa. Finalmente, la ganancia neta del año bajo NIIF 16 se sitúa en S/5,574 miles frente a S/5,405 miles bajo NIC 17, lo que representa un incremento de S/169 miles atribuible al nuevo tratamiento contable del arrendamiento.

#### **5.4.4. Análisis de indicadores financieros antes y después de NIIF 16**

Los indicadores financieros reflejan el impacto de NIIF 16:

- EBITDA: aumenta de S/8,472 miles a S/10,868 miles (+28.3%) en 2022 bajo NIIF 16, mejorando el múltiplo EBITDA, pero no refleja un aumento real en flujo de caja, ya que el incremento se debe a la reclasificación de gastos de arrendamiento como amortización e intereses.
- Deuda/EBITDA: disminuye de 0.7 veces a 1.2 veces en el año 2022 bajo NIIF 16, a pesar del aumento del EBITDA, hay un mayor impacto en el reconocimiento de pasivos por arrendamiento, lo que aumenta la percepción de apalancamiento financiero en comparación con NIC 17.
- Deuda neta/activos: la razón deuda neta/activos es mayor bajo NIIF 16 en comparación con NIC 17 durante el periodo 2018 a 2022, debido al reconocimiento de pasivos por arrendamiento. Sin embargo, la diferencia tiende a estabilizarse en torno a 0.1 a partir del año 2021, reflejando una convergencia progresiva.
- Deuda/patrimonio: la razón deuda/patrimonio es consistentemente mayor bajo NIIF 16 en comparación con NIC 17 durante el periodo 2018 a 2022, debido al reconocimiento de pasivos por arrendamiento. Esta mayor carga financiera impacta directamente la estructura de capital, reflejando un perfil de riesgo más elevado para los acreedores e inversores. A partir del año 2021, la diferencia se estabiliza en 0.5, indicando un efecto sostenido de la norma en el apalancamiento patrimonial.

**Tabla 22**  
*Comparación de indicadores financieros TechSec S.A.*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>EBITDA</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
NIIF 16	8,308	9,053	13,880	12,442	10,868
NIC 17	7,319	7,745	12,233	10,432	8,472
<b>Diferencias</b>	<b>990</b>	<b>1,308</b>	<b>1,647</b>	<b>2,009</b>	<b>2,396</b>
<b>Deuda / EBITDA</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
NIIF 16	3.2	2.3	1.3	1.2	1.2
NIC 17	0.6	0.3	0.2	0.4	0.7
<b>Diferencias</b>	<b>2.6</b>	<b>2.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.5</b>
<b>Deuda neta / activos</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
NIIF 16	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
NIC 17	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.0
<b>Diferencias</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>
<b>Deuda / patrimonio</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
NIIF 16	2.2	1.3	0.9	0.7	0.5
NIC 17	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2
<b>Diferencias</b>	<b>1.9</b>	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 22 ilustra la comparación de indicadores para la empresa TechSec S.A., la aplicación de la NIIF 16 tuvo un impacto sustancial en los indicadores financieros clave del periodo 2018–2022, principalmente por el reconocimiento de pasivos y activos asociados a arrendamientos.

En términos de EBITDA, se observa un incremento variable en cada año respecto al cálculo bajo NIC 17 (por ejemplo, en el año 2022: S/10,868 miles bajo NIIF 16 frente a S/8,472 miles bajo NIC 17, con una diferencia de S/2,396 miles). Esta diferencia afecta directamente al ratio deuda/EBITDA, que aumenta bajo NIIF 16 (1.2 veces en el año 2022) en comparación con NIC 17 (0.7 veces en el año 2022), mostrando un deterioro aparente a pesar de que el EBITDA incrementa, el impacto del reconocimiento de pasivos por arrendamiento es mayor. Por otro lado, el indicador deuda neta/activos es levemente más alto bajo NIIF 16 en la mayoría de los años, como en el año 2022 (0.1 con NIIF 16 frente a 0.0 con NIC 17), debido al aumento de los pasivos. De forma similar, el ratio deuda/patrimonio evidencia un mayor apalancamiento bajo NIIF 16 (0.5 en el año 2022 frente a 0.2 bajo NIC 17).

### **5.5. Comparación intersectorial y diferencias por sector.**

A continuación, mostramos una comparación intersectorial de los impactos de la NIIF 16 sobre los estados y ratios financieros de tres empresas representativas: Servicios

Mineros Andinos S.A.C. (minería), Comercializadora del Sur S.A. (retail), y TechSec S.A. (tecnología), analizando los efectos diferenciados en el año 2022. Se exploran patrones comunes y variaciones sectoriales en indicadores clave como EBITDA, deuda/EBITDA, deuda neta/activos y deuda/patrimonio, destacando cómo la norma afecta la estructura financiera según las características operativas de cada industria.

### 5.5.1. Evaluación de los riesgos contables y financieros asociados.

**Tabla 23**  
*Impacto intersectorial de la NIIF 16 en los estados financieros al 2022*

<b>Impacto de la implementación de la NIIF 16</b>	<b>Servicios Mineros Andinos S.A.C</b>	<b>Comercializadora del Sur S.A.</b>	<b>TechSec S.A.</b>
Incremento en activos totales	5.99%	12.92%	7.84%
Incremento en pasivos totales	7.64%	25.10%	14.07%
Disminución en el patrimonio neto	-2.01%	-3.89%	-3.27%
Variación en la utilidad antes de impuestos (UAI)	4.03%	-1.04%	2.67%
Aumento de gastos financieros sobre la ganancia operativa	22.06%	8.98%	13.04%
Incremento en la ganancia operativa por reemplazo de arrendamiento operativo por amortización	19.85%	8.02%	16.37%
Duración promedio de los contratos de arrendamiento (años)	2.5	10	7
Año en curso del contrato de arrendamiento	2	5	5
Tasa implícita promedio de los arrendamientos	8%	6.50%	6.75%

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 23 muestra el impacto intersectorial de la implementación de la NIIF 16 en los estados financieros de tres empresas al año 2022: Servicios Mineros Andinos S.A.C., Comercializadora del Sur S.A. y TechSec S.A., que representan los sectores de minería, retail y tecnología, respectivamente. Se evidencia incrementos en activos y pasivos, así como una disminución del patrimonio neto en todos los casos.

El sector retail, representado por Comercializadora del Sur S.A., fue el más impactado por la NIIF 16 en términos de balance general, al presentar el mayor incremento tanto en pasivos (25.10%) como en activos (12.92%). Este efecto se debe a la larga duración de sus contratos de arrendamiento (10 años) y al hecho de encontrarse en el quinto año de vigencia, lo que implica un valor presente aún significativo de los pagos futuros por reconocer. Además, su tasa implícita relativamente baja (6.50%) aumenta el valor actual

del pasivo registrado. A pesar de estos efectos sobre la estructura financiera, la utilidad antes de impuestos se vio levemente reducida (-1.04%), lo que sugiere que el mayor gasto financiero generado por los intereses del pasivo reconocido no fue compensado completamente por el incremento en la ganancia operativa.

En contraste, el sector minero, representado por Servicios Mineros Andinos S.A.C., mostró un perfil distinto. Si bien los contratos tienen una duración más corta (2.5 años) y están cerca de su vencimiento (año 2), se registró un aumento importante en la utilidad operativa (19.85%) y un efecto neto positivo en la utilidad antes de impuestos (4.03%). Sin embargo, también se evidenció un fuerte incremento en los gastos financieros (22.06%) como proporción de la ganancia operativa. Esto indica que, aunque la NIIF 16 mejora los resultados operativos al eliminar el gasto por arrendamiento operativo, el costo financiero derivado del pasivo reconocido sigue siendo considerable en contratos de corto plazo y con tasas implícitas más altas (8%).

Finalmente, el sector tecnológico, representado por TechSec S.A., presentó un impacto más moderado en todos los indicadores. Los contratos de arrendamiento tienen una duración de 7 años y también se encuentran en el quinto año de vigencia, lo que implica una menor porción de los pagos futuros por reconocer en comparación con el inicio del contrato. Además, la tasa implícita intermedia (6.75%) y los aumentos relativamente contenidos en activos (7.84%) y pasivos (14.07%) limitan el efecto total de la norma. Si bien se observó un incremento en la utilidad operativa (16.37%) por el tratamiento contable, este fue compensado en parte por un alza en los gastos financieros (13.04%), lo que resultó en un impacto general equilibrado sobre la utilidad antes de impuestos (2.67%).

## Riesgos contables y financieros asociados

**Tabla 24**

*Riesgos contables y financieros por sector*

Sector	Riesgos contables	Riesgos financieros
Minería	Mayor carga operativa por reconocimiento de gastos financieros (22.06%) e incremento del reemplazo del gasto de arrendamiento operativo por amortización de derecho de uso (19.85%) sobre la ganancia operativa, distorsionando la rentabilidad a corto plazo. Mayor frecuencia en renegociaciones debido a contratos de corta duración (2.5 años), aumentando la volatilidad por revaluaciones frecuentes. Tasa implícita alta (8%) eleva el valor presente de obligaciones.	Reducción del patrimonio neto (-2.01%) e incremento moderado de pasivos (7.64%), afectando la percepción de solvencia. Mejora en la utilidad antes de impuestos (4.03%), pero el apalancamiento financiero se intensifica.
Retail	-	Incremento significativo en pasivos (25.10%) y activos (12.92%), evidenciando fuerte apalancamiento contable. Caída en la utilidad antes de impuestos (-1.04%) y patrimonio neto (-3.89%), comprometiendo rentabilidad y sostenibilidad, especialmente con covenants. Largo plazo promedio de contratos (10 años) y madurez intermedia (año 5) exponen a riesgos de tasa de interés e incertidumbre futura.
Tecnología	Disminución del patrimonio (-3.27%) y aumento considerable en gastos financieros (13.04%) e incremento del reemplazo del gasto de arrendamiento operativo por amortización de derecho de uso (16.37%) sobre la ganancia operativa, reduciendo rentabilidad si no se controla el costo de arrendamientos. Riesgos por evaluación de deterioro del activo por derecho de uso y cambios en condiciones contractuales con contratos de larga duración (7 años, quinto año en curso). Tasa implícita (6.75%) implica riesgo financiero intermedio.	-

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 24 muestra que la aplicación de la NIIF 16 genera riesgos contables y financieros distintos según el sector, debido a diferencias en la duración de los contratos, la tasa implícita y la estructura financiera de cada empresa.

En minería, los riesgos contables surgen por la alta carga de gastos financieros (22.06%) y de amortización (19.85%) respecto a la ganancia operativa, afectando la rentabilidad a corto plazo. La corta duración de los contratos (2.5 años) y la tasa implícita alta (8%) incrementan la volatilidad contable y el valor de los pasivos. Aunque mejora la utilidad

antes de impuestos, el patrimonio disminuye y el apalancamiento aumenta, afectando la percepción de solvencia.

En retail, el riesgo es principalmente financiero: hay un fuerte apalancamiento con aumentos significativos en pasivos (25.10%) y una caída en la utilidad antes de impuestos (-1.04%) y el patrimonio neto (-3.89%). Los contratos son de larga duración (10 años) y están en una etapa media (año 5), lo que expone al sector a riesgos de tasa de interés y a posibles cambios económicos que afecten su sostenibilidad.

En tecnología, los riesgos contables se relacionan con el aumento de gastos financieros (13.04%) y amortización (16.37%), lo que puede afectar la rentabilidad si no se controlan los costos de arrendamiento. Con contratos largos (7 años) y una tasa implícita intermedia (6.75%), hay también riesgos por deterioro del activo y cambios contractuales, aunque el impacto es más moderado que en los otros sectores.

En conclusión, las diferencias de riesgo responden principalmente a la duración y madurez de los contratos, la tasa implícita aplicada y la sensibilidad de cada sector a los cambios contables y financieros introducidos por la NIIF 16.

### 5.5.2. Discusión de patrones comunes y diferencias por sector.

**Tabla 25**  
*Comparación intersectorial de ratios financieros al 2022*

Ratios	Servicios mineros Andinos S.A.C	Comercializador a del Sur S.A.	TechSec S.A.
<b>EBITDA</b>	<b>2022</b>	<b>2022</b>	<b>2022</b>
Variación porcentual de la aplicación de la NIIF 16	57.28%	19.55%	28.28%
<b>Deuda/EBITDA</b>	<b>2022</b>	<b>2022</b>	<b>2022</b>
NIIF 16	2.40	1.95	1.22
NIC 17	3.20	1.36	0.69
<b>Diferencias</b>	<b>-0.80</b>	<b>0.60</b>	<b>0.53</b>
<b>Deuda neta/Activos</b>	<b>2022</b>	<b>2022</b>	<b>2022</b>
NIIF 16	0.37	0.22	0.06
NIC 17	0.33	0.10	-0.03
<b>Diferencias</b>	<b>0.04</b>	<b>0.12</b>	<b>0.09</b>
<b>Deuda/Patrimonio</b>	<b>2022</b>	<b>2022</b>	<b>2022</b>
NIIF 16	2.49	0.86	0.46
NIC 17	2.07	0.48	0.20
<b>Diferencias</b>	<b>0.42</b>	<b>0.38</b>	<b>0.27</b>

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 25 muestra el impacto de la NIIF 16 en los principales ratios financieros de tres empresas de los sectores minería, retail y tecnología, evidenciando un aumento significativo del EBITDA, especialmente en Servicios Mineros Andinos S.A.C. (57.28%). La relación deuda/EBITDA disminuye en el sector de minería pero aumenta en los sectores de retail y tecnología, reflejando diferentes estructuras de arrendamiento. El ratio deuda neta/activos se incrementa levemente en los sectores de retail y tecnología, mientras que el de deuda/patrimonio crece en los tres casos, indicando un mayor apalancamiento contable por el reconocimiento de pasivos por arrendamientos.

Las diferencias responden a la estructura de los contratos y a la magnitud del pasivo incorporado, reafirmando que el impacto de la NIIF 16 no solo depende del sector, sino también de las condiciones específicas de los arrendamientos. Adicionalmente, para cuantificar el monto del arrendamiento, se calcula el pasivo por arrendamiento a partir de la diferencia en la deuda bajo NIIF 16 y NIC 17, expresado como porcentaje del EBITDA bajo NIC 17: 57.47% para el sector minero, 97.12% para el retail y 87.50% para el tecnológico. La variación porcentual se obtiene dividiendo la diferencia entre el producto del total de pasivos por arrendamiento más la deuda, multiplicado por el EBITDA\_NIIF y el producto de la deuda por EBITDA\_NIC. Finalmente, este cociente se multiplica por 100 para expresarlo en términos porcentuales.

En cuanto a la diferenciación de sectores por uso de capital, los sectores se distinguen en su dependencia del arrendamiento como mecanismo para financiar activos sin comprometer capital propio en compras directas. El sector minero, capital-intensivo por naturaleza, muestra un mayor uso de arrendamientos en términos relativos, con un impacto significativo en el EBITDA (57.28%), lo que indica que los gastos por arrendamientos representan una porción importante de los costos operativos. El pasivo calculado es aproximadamente igual al gasto anual (múltiplo de 1.00), sugiriendo arrendamientos de corto plazo o alta rotación, comúnmente utilizados para maquinaria y equipo pesado que requiere flexibilidad operativa en entornos variables.

Por contraste, el sector retail exhibe un menor aumento en EBITDA (19.55%), pero un pasivo por arrendamiento más elevado en relación con el gasto anual (múltiplo de 4.97), característico de contratos a largo plazo para locales y tiendas, permitiendo expansión geográfica y preservación de liquidez para inventarios y operaciones diarias. El sector tecnológico presenta un uso intermedio (aumento de 28.28% en EBITDA y múltiplo de 3.09), empleando arrendamientos para activos como oficinas, servidores o

equipo especializado, equilibrando innovación rápida con compromisos financieros moderados.

El uso del arrendamiento en estos sectores permite optimizar la estructura de capital, accediendo a activos esenciales sin inmovilizar fondos propios, mejorando la eficiencia y la flexibilidad financiera, aunque la adopción de la NIIF 16 ha incrementado la transparencia al reconocer estos pasivos en el balance, afectando la percepción de apalancamiento.

#### **Patrones comunes y diferencias por sector.**

- **Patrones comunes:** La aplicación de la NIIF 16 incrementa el EBITDA en los tres sectores, con variaciones porcentuales de 57.28% (Servicios Mineros Andinos S.A.C.), 19.55% (Comercializadora del Sur S.A.), y 28.28% (TechSec S.A.) en 2022, debido a la reclasificación de gastos de arrendamiento como amortización e intereses. La relación deuda neta/activos se incrementa en un 12.12% (0.04/0.33) en el sector de minería, 120% (0.12/0.10) en el sector de retail, y 300% (0.09/-0.03) en el sector de tecnología, reflejando un aumento promedio del 144.04% en el reconocimiento de pasivos. Asimismo, la diferencia en deuda/patrimonio crece en un 20.29% (0.42/2.07) en el sector de minería, 79.17% (0.38/0.48) en el sector de retail, y 135% (0.27/0.20) en el sector de tecnología, lo que indica un incremento promedio del 78.15% en el apalancamiento contable debido al impacto de los pasivos por arrendamientos, destacando un patrón uniforme de mayor exposición financiera bajo esta norma a nivel intersectorial.
- **Diferencias por sector:** el sector de minería presenta la mayor variación en EBITDA (57.28%) y el mayor apalancamiento (deuda/patrimonio de 2.49 vs. 2.07), con una reducción en deuda/EBITDA (-0.8), sugiriendo alta dependencia de maquinaria arrendada. El sector de retail muestra un incremento moderado en EBITDA (19.55%) y un aumento en deuda/EBITDA (0.6), con un apalancamiento intermedio (0.86 vs. 0.48), ligado a arrendamientos de locales comerciales. El sector de tecnología tiene una variación intermedia en EBITDA (28.28%) y la menor deuda/EBITDA (1.22 vs. 0.69, diferencia 0.53), con el menor apalancamiento (0.46 vs. 0.20), reflejando una estructura menos impactada por la norma, esto debido al arrendamiento de equipos tecnológicos a largo plazo.

### 5.5.3. Conclusiones del análisis del impacto sectorial de la NIIF 16.

- **Impacto uniforme del EBITDA:** la implementación de la NIIF 16 incrementa consistentemente el EBITDA en los sectores minería (57.28%), retail (19.55%), y tecnología (28.28%) en el año 2022, reflejando la reclasificación de gastos de arrendamiento como amortización e intereses.
- **Variabilidad en deuda/EBITDA:** la relación deuda/EBITDA muestra respuestas sectoriales distintas: una disminución en el sector de minería (-0.8, de 3.2 veces a 2.4 veces) indica una mejora aparente en la gestión de deuda gracias al mayor EBITDA, mientras que en los sectores de retail (0.6, de 1.4 veces a 2.0 veces) y tecnología (0.53, de 0.7 veces a 1.2 veces) reflejan un aumento del apalancamiento contable. Esto subraya la necesidad de analizar la duración de los contratos (2.5 años en minería vs. 10 y 7 años en retail y tecnología) para evaluar riesgos financieros a largo plazo.
- **Aumento progresivo en deuda neta/activos:** el incremento en deuda neta/activos (0.04 en el sector de minería, 0.12 en el sector de retail y 0.09 en el sector de tecnología) evidencia un reconocimiento más amplio de pasivos, con un impacto más pronunciado en retail (120%) y tecnología (300%) debido a contratos de mayor duración.
- **Crecimiento del apalancamiento en deuda/patrimonio:** la diferencia positiva en deuda/patrimonio (0.42 en el sector de minería, 0.38 en el sector de retail y en el sector de tecnología) indica un aumento del apalancamiento contable en todos los sectores, siendo el de minería el sector con mayor exposición (20.29% de incremento relativo). Este patrón sugiere un riesgo financiero creciente, particularmente en el sector de minería, donde la volatilidad de los ingresos puede agravar la dependencia de financiamiento externo.
- **Influencia de las características sectoriales:** las diferencias en la duración de los contratos (2.5 años en el sector de minería vs. 10 en el sector de retail y 7 en el sector de tecnología) y las tasas implícitas (8% en el sector de minería, 6.5% en el sector de retail y 6.75% en el sector de tecnología) determinan la magnitud del impacto. El sector de minería, con contratos cortos, enfrenta mayor frecuencia de renegociación y riesgo operativo, mientras que los sectores de retail y tecnología,

con compromisos a largo plazo, enfrentan riesgos de tasa de interés y obsolescencia tecnológica, afectando la sostenibilidad financiera.

## **CAPÍTULO VI. VALORIZACIÓN EMPRESARIAL Y EFECTOS DE LA NIIF**

### **16**

Este capítulo analiza el impacto de la NIIF 16 en la valorización empresarial de empresas peruanas con operaciones de arrendamiento en los sectores de minería, retail y tecnología, respondiendo a las interrogantes sobre cómo esta norma afecta el valor de la empresa, las diferencias intersectoriales y si los cambios son contables o económicos. Utilizando tres métodos de valorización FCD, APV y múltiplos basados en EBITDA, se evalúan tres empresas simuladas: Servicios Mineros Andinos S.A. (minería), Comercializadora del Sur S.A. (retail) y TechSec S.A. (tecnología). El capítulo se organiza en cinco secciones: la primera detalla los efectos contables en el estado de situación financiera, el estado de resultados y el flujo de caja, comparando NIIF 16 con NIC 17; la segunda describe los supuestos de proyección, como plazos de arrendamiento y tasas de descuento (WACC); la tercera presenta los resultados del FCD, incluyendo flujos de caja libres al 2026 y la perpetuidad; la cuarta analiza el APV, considerando la no deducibilidad de intereses por arrendamiento en el contexto peruano; y la quinta evalúa los múltiplos EBITDA. Finalmente, se analizarán los resultados generales de los tres métodos, destacando implicaciones para la toma de decisiones financieras y la interpretación de los efectos de la NIIF 16.

#### **6.1. Consideraciones metodológicas para la valorización bajo NIIF 16**

La NIIF 16 transforma la valorización empresarial al redefinir los arrendamientos como pasivos financieros, exigiendo ajustes específicos en los métodos FCD, APV y múltiplos EBITDA para reflejar su impacto real. En el FCD, la reclasificación de pagos de arrendamiento en amortización e intereses modifica el flujo de caja libre (FCL), mientras que el aumento en deuda neta afecta el WACC y los indicadores financieros. En el método APV, el reconocimiento de intereses incrementa el escudo fiscal; sin embargo, en el contexto fiscal peruano, al no considerarse los ajustes contables de NIIF, este beneficio debe ajustarse. Esto también implica modificar la estructura de capital y recalcular la tasa no apalancada ( $K_u$ ) debido a variaciones en el riesgo. Para los múltiplos EBITDA, la eliminación de gastos operativos infla artificialmente esta métrica, distorsionando el EV/EBITDA y necesitando ajustes comparativos.

### 6.1.1. Impacto en flujos de caja libre (FCL)

Con la NIIF 16, los pagos por arrendamientos operativos dejan de registrarse como gastos y se descomponen en amortización del activo por derecho de uso e intereses del pasivo, lo que modifica la presentación del estado de resultados y puede generar un aumento aparente del FCL.

Además, esta norma impacta el flujo de inversiones (CAPEX), ya que el reconocimiento del activo incrementa los activos no corrientes, afectando contablemente el nivel de inversión, aun sin desembolso inicial. Por ello, el análisis del FCL bajo NIIF 16 debe considerar tanto los cambios en el flujo operativo como en el flujo de inversiones, especialmente en empresas con alta proporción de arrendamientos

### 6.1.2. Ajustes a la estructura de capital y WACC

La NIIF 16 obliga a reconocer los arrendamientos como deuda financiera, lo que incrementa el apalancamiento y modifica la estructura de capital de la empresa. Este cambio impacta el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC), ya que aumenta la proporción de deuda en el financiamiento total. Sin embargo, dado que en Perú la NIIF 16 no tiene efecto en el impuesto a la renta, no se genera un escudo fiscal por intereses, por lo que el costo de la deuda no se reduce. El efecto final sobre el WACC dependerá del nuevo nivel de riesgo financiero percibido.

**Tabla 26**

*Impacto de la NIIF 16 en la estructura de capital y WACC por sector en el año 2022*

Variable	Minería	Retail	Tecnología
Deuda/Patrimonio NIIF 16	2.49x	0.86x	0.46x
Deuda/Patrimonio NIC 17	2.07x	0.48x	0.20x
Variación	20.29%	79.17%	130%
Pasivos por arrendamiento	US\$14,225 miles	S/350,000 miles	S/7,440miles
% de pasivos totales	8%	20%	12.30%
Deuda neta/Activos NIIF 16	0.37x	0.22x	0.06x
Deuda neta/Activos NIC 17	0.33x	0.10x	-0.03x
Tasa implícita	8%	6.50%	6.75%

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 26 muestra que la proporción deuda/patrimonio (D/E) aumenta significativamente: en minería de 2.07 veces a 2.49 veces (+20.29%), en retail de 0.48 veces a 0.86 veces (+79.17%), y en tecnología de 0.20 veces a 0.46 veces (+130%). Este cambio eleva el costo del capital propio (Ke) al ajustar el beta apalancado y el costo de deuda (Kd), influido por tasas implícitas.

### 6.1.3. Ajustes al EBITDA y escudo fiscal

**Tabla 27**  
*Impacto sectorial en el EBITDA en el año 2022*

<b>Categoría</b>	<b>Minería</b>	<b>Retail</b>	<b>Tecnología</b>
EBITDA NIC 17	US\$24,835 miles	S/358,034 miles	S/8,856 miles
EBITDA NIIF 16	US\$39,060 miles	S/428,034 miles	S/12,576 miles
Incremento	57.28%	19.55%	28.28%
Gastos arrendamiento eliminados	US\$14,225 miles	S/70,000 miles	S/3,720 miles
Amortización derecho de uso	US\$12,399 miles	S/50,322 miles	S/2,889 miles
Intereses arrendamiento	US\$2,029 miles	S/22,027 miles	S/662 miles
Problema principal	EBITDA inflado no refleja mayor generación de caja	Exagera capacidad operativa en sector con márgenes ajustados	Distorsiona comparaciones históricas

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 27 muestra un incremento del EBITDA de +57.28% en minería (US\$39,060 miles), +19.55% en retail (S/428,034 miles), y +42.01% en tecnología (S/12,576 miles). Este ajuste distorsiona valorizaciones basadas en múltiplos EV/EBITDA.

### **Reconocimiento del arrendamiento en la deuda financiera y exclusión de su escudo fiscal en las valorizaciones.**

Con la adopción de la NIIF 16, los arrendamientos operativos se reconocen como pasivos financieros, por lo que forman parte de la estructura de capital en la valorización empresarial. No obstante, según la normativa tributaria peruana, los intereses derivados de estos arrendamientos no son deducibles, ya que solo se permite deducir la cuota total del contrato.

En consecuencia, aunque el pasivo por arrendamiento se incluye en el cálculo del costo de la deuda, no se considera en el cálculo del escudo fiscal, ya que no genera ahorro tributario. Esta diferenciación es clave para evitar sobreestimar los beneficios del apalancamiento al aplicar metodologías de valorización para el FCD y APV.

### 6.1.4. Impacto en la deuda neta y tasa *Ku*

La NIIF 16 incrementa la deuda neta al incluir pasivos por arrendamiento, efecto que impactará la valorización:

**Tabla 28**  
*Impacto Sectorial en la deuda neta en el año 2022*

<b>Variable</b>	<b>Minería</b>	<b>Retail</b>	<b>Tecnología</b>
Pasivos arrendamiento	US\$14,225 miles	S/350,000 miles	S/7,440 miles
% del total pasivos	8%	20%	12.30%
Deuda neta/activos NIC 17	0.33x	0.10x	-0.03x
Deuda neta/activos NIIF 16	0.37x	0.22x	0.06x

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 28 muestra un incremento de la relación deuda neta sobre activos en minería de 0.33 veces a 0.37 veces, en retail de 0.10 veces a 0.22 veces, y en tecnología de -0.03 veces a 0.06 veces, lo cual podría afectar el flujo de caja para accionistas (FCFE).

## **6.2. Supuestos para la proyección de estados financieros y valorización**

Los supuestos de proyección de 4 años para los tres sectores, para los estados de situación financiera y resultados de los tres sectores (minería, retail y tecnología). A continuación, se detallan los criterios aplicados a cada partida de ambos estados, manteniendo uniformidad entre los marcos contables NIIF 16 y NIC 17, con la excepción de que NIC 17 no reconoce activos por derecho de uso, lo que implica una variación en la tasa de las obligaciones financieras bajo este estándar.

**Tabla 29***Supuestos para la proyección del estado de situación financiera del sector minería*

<b>Criterio</b>	<b>Partidas</b>	<b>Explicación</b>
Ciclo de conversión de efectivo	Cuentas por cobrar comerciales y relacionadas	Cálculo de los días promedio de los últimos 5 años
	Cuentas por pagar comerciales y relacionadas	
	Inventario	
Promedio de las cifras históricas de los últimos 5 años	Otras cuentas por cobrar	Promedio de los últimos 5 años
	Inversiones en subsidiarias y acuerdos conjuntos	
	Otros activos diferidos	
	Provisión por beneficios a los trabajadores	
	Otras cuentas por pagar y pasivos del contrato	
	Resultados de conversión	
Proyección basada en análisis histórico	Activos fijos e intangibles	Se considera que la depreciación se reinvierte de acuerdo con necesidad del negocio.
	Activos por derecho de uso y pasivos por arrendamiento	Minería: Se toma como supuesto que, al término del contrato, se renueva con adenda con los mismos términos; Activo 1 se renueva cada 3 años, Activo 2 se renueva cada 2 años. Retail: Renovación del activo 1 se hace cada 10 años Tecnología: Renovación del activo 1 se hace cada 7 años
	Obligaciones financieras	Desde 2022, la empresa dejó de adquirir nuevas deudas y se centró en amortizar las existentes, manteniendo un nivel de deuda estable con una tasa referencial basada en el último año.

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 29 muestra los criterios utilizados para proyectar las partidas del estado de situación financiera para los años 2023 al 2026.

## Estado de resultados:

**Tabla 30**  
*Supuestos para la proyección del estado de resultados*

<b>Criterio</b>	<b>Partidas</b>	<b>Explicación</b>
Promedio	Costo de ventas	Promedio de los porcentajes respecto de la venta, sobre cifras reales de los últimos 5 años.  * Para el impuesto, se utiliza una tasa promedio basada en la tasa efectiva de los últimos 5 años.
	Gastos de administración	
	Otros ingresos netos	
	Ingresos financieros	
	Diferencia en cambio	
	Participación de la pérdida o ganancia de negocios conjuntos	
	Impuestos*	
Proyección basada en análisis histórico	Ventas	Se estimaron tasas de crecimiento promedio para cada empresa con base en sus ventas históricas (2018–2022), excluyendo 2020 por distorsiones causadas por la pandemia. Como resultado, se consideró un crecimiento del 2% para minería, 7.5% para retail y 12% para tecnología, en línea con sus proyecciones sectoriales.
	Amortización de activo por derecho de uso	La tasa de interés implícita para minería es 8%; tecnología 7% y retail 6.5%
	Depreciación de maquinaria y equipo y amortización de intangibles	Se toma depreciación que corresponde al promedio de los últimos 5 años
	Gastos financieros	Se calculan tomando la tasa de interés del último año (2022)

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 30 muestra los criterios utilizados para proyectar las partidas del estado de resultados para los años 2023 al 2026.

### **6.2.1. Estados financieros proyectados**

Los estados financieros proyectados, estado de situación financiera y estado de resultados, para los años 2023 al 2026 de las empresas simuladas Servicios Mineros Andinos S.A. (minería), Comercializadora del Sur S.A. (retail) y TechSec S.A. (tecnología), elaborados bajo los marcos NIIF 16 y NIC 17, se presentan en detalle en los anexos (Tablas A, B y C). Estas proyecciones reflejan el impacto de la NIIF 16 en los estados de situación financiera y de resultados, incluyendo el reconocimiento de activos por derecho de uso y pasivos por arrendamiento, así como sus efectos en indicadores financieros clave como el EBITDA y la ganancia neta, en línea con los objetivos de la investigación.

### 6.2.2. Supuestos para la valorización

A continuación, detallamos los supuestos que se utilizarán en las valorizaciones:

- **Cálculo de la perpetuidad:** Se asume que el valor de la perpetuidad se calcula a partir del flujo operativo proyectado para el año 2027 (año  $n+1$ ), correspondiente al primer año posterior al período explícito de proyección (2018–2026). Se considera que este flujo se mantiene constante a perpetuidad, sin crecimiento, y que la relación deuda/capital se estabiliza en el largo plazo.
- **Parámetros de riesgo y estructura financiera:** Para efectos de valorización, se asume un costo de capital propio sin apalancamiento ( $R_u$ ) diferenciado por sector, calculado a partir del modelo CAPM. Esta tasa refleja el riesgo inherente de cada industria considerando una beta desapalancada, la tasa libre de riesgo y el retorno esperado del mercado. Los valores adoptados se resumen en la siguiente tabla.

**Tabla 31**  
*Supuestos para valorización en los tres sectores*

Concepto	Minería	Retail	Tecnología
Capital de trabajo	2 meses del costo variable	1 mes del costo variable	3 meses del costo variable
Beta unlevered ( $B_u$ )	1.50 Beta sin apalancamiento financiero	0.70 Beta sin apalancamiento financiero	1.20 Beta sin apalancamiento financiero
Retorno del mercado ( $E(R_m)$ )	11.50%	11.50%	11.15%
Tasa libre de riesgo ( $R_f$ )	4.80%	4.80%	4.80%
Costo de capital propio sin deuda ( $R_u$ )	14.85% (modelo CAPM)	9.49% (modelo CAPM)	12.42% (modelo CAPM)

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 31 muestra los supuestos que tomamos para valorizar bajo los tres métodos en cada sector.

- **Inversiones de capital (CAPEX):** Se asume que el flujo de inversiones netas proyectado para el periodo 2023–2026 responde a los presupuestos operativos y de crecimiento definidos por cada sector. Estas cifras corresponden principalmente a inversiones regulares de capital, tales como mantenimiento y expansión, e ingresan directamente en el cálculo del flujo de caja libre en todos los métodos de valorización aplicados. Adicionalmente, se reconoce el impacto de la renovación de activos

vinculados a contratos de arrendamiento bajo NIIF 16, la cual se trata como una anualidad periódica equivalente a un “CAPEX de arrendamiento”. Este ajuste complementa los presupuestos de inversión regulares, asegurando que los flujos proyectados reflejen de manera integral tanto la reposición de activos propios como la renovación de activos arrendados.

**Tabla 32**  
*Proyección del CAPEX operativo*

<b>Año</b>	<b>Minería Expresado en miles de dólares (US\$)</b>	<b>Retail Expresado en miles de soles (S)</b>	<b>Tecnología Expresado en miles de soles (S)</b>
2023	-6,972	-40,106	2,914
2024	-6,561	-43,961	4,297
2025	-8,081	-51,143	-4,149
2026	-8,054	-57,382	-333

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 32 presenta los flujos de inversión neta de capital proyectados para los tres sectores analizados, siendo lo presupuestado a inversiones regulares.

- **Cálculo de la tasa impositiva:** Para la tasa impositiva se realizan los siguientes cálculos por cada sector:

**Tabla 33**  
*Cálculo de la tasa impositiva*

<b>Cálculo de la tasa impositiva en porcentaje</b>	<b>Minería</b>	<b>Retail</b>	<b>Tecnología</b>
Tasa	29.50%	29.50%	29.50%
Base	100%	100%	100%
Participación de trabajadores	8%	8%	10%
Impuesto	27.14%	27.14%	26.55%
Utilidad neta	0.6486	0.6486	0.6345
Tasa efectiva del impuesto	35.14%	35.14%	36.55%

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 33 muestra el cálculo de la tasa impositiva en porcentaje incluyendo la participación de trabajadores de acuerdo con normatividad peruana y sector.

### **6.2.3. Cálculo de la deuda y flujos de caja proyectados**

La deuda proyectada y los flujos de caja de este apartado serán utilizados tanto para la valorización del flujo de caja descontado como para el valor presente ajustado.

- Para valorización del sector minería con NIIF 16:

**Tabla 34**  
*Deuda proyectada 2023-2026*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>Deuda proyectada</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Saldo de deuda inicial contable	93,808	74,583	89,538	73,313
<b>Saldo de deuda inicial para intereses (base)</b>	<b>92,754</b>	<b>106,880</b>	<b>87,239</b>	<b>82,466</b>
Arrendamientos	13,171	32,297	20,656	17,883
Obligaciones financieras	79,583	74,583	66,583	64,583
Saldo de deuda final contable	74,583	89,538	73,313	62,079
<b>Saldo de deuda final para intereses</b>	<b>106,880</b>	<b>87,239</b>	<b>82,466</b>	<b>74,043</b>
Arrendamientos	32,297	20,656	17,883	17,460
Obligaciones financieras	74,583	66,583	64,583	56,583
<b>Servicio de la deuda</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>Saldo de deuda inicial para intereses (base)</b>	<b>92,754</b>	<b>106,880</b>	<b>87,239</b>	<b>82,466</b>
Total intereses	6,258	7,461	6,007	5,654
Intereses arrendamiento	1,054	2,584	1,652	1,431
<b>Intereses de obligaciones financieras</b>	<b>5,205</b>	<b>4,878</b>	<b>4,355</b>	<b>4,224</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 34 muestra la proyección de la deuda y las obligaciones financieras durante el período 2023–2026, sirviendo como base para el cálculo de intereses. La diferencia entre el saldo de deuda final contable de un año y el saldo inicial contable del siguiente se debe al tratamiento específico de los arrendamientos bajo NIIF 16, donde para fines contables el valor se reduce a cero al terminar el contrato, pero para el cálculo de intereses se reinicia al valor del arrendamiento en cada nuevo ciclo.

El saldo de deuda inicial para intereses fluctúa entre US\$82,466 miles y US\$106,880 miles, compuesto por arrendamientos que oscilan entre US\$13,171 miles y US\$32,297 miles, y obligaciones financieras que disminuyen progresivamente de US\$79,583 miles a US\$64,583 miles. Los intereses totales anuales varían entre US\$5,654 miles y US\$7,461 miles, donde los intereses de arrendamientos representan entre US\$1,054 miles y US\$2,584 miles anuales.

**Tabla 35**  
*Costo de la deuda 2023-2026*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>Costo de la deuda</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Kd obligaciones financieras	6.54%	6.54%	6.54%	6.54%
Kd arrendamiento	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
Kd obligaciones financieras %	85.80%	69.78%	76.32%	78.31%
Kd arrendamiento %	14.20%	30.22%	23.68%	21.69%
<b>Costo de la deuda</b>	<b>6.75%</b>	<b>6.98%</b>	<b>6.89%</b>	<b>6.86%</b>
<b>Costo de la deuda sin escudo fiscal</b>	<b>4.78%</b>	<b>5.38%</b>	<b>5.13%</b>	<b>5.06%</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 35 muestra la estructura y evolución del costo de la deuda para el período 2023–2026, compuesta por obligaciones financieras (6.54% anual) y arrendamientos financieros (8.00% anual). La participación relativa de cada componente varía significativamente a lo largo del tiempo, siendo las obligaciones financieras las que representan entre 69.78% y 85.80% del total de la deuda, según el año analizado. Como resultado, el costo ponderado de la deuda antes de impuestos fluctúa entre 6.75% y 6.98%, mientras que el costo después del escudo fiscal se reduce a un rango de entre 5.06% y 4.78%. Esta diferencia refleja el beneficio tributario derivado únicamente de los intereses de las obligaciones financieras. Cabe precisar que los intereses asociados a los arrendamientos financieros no generan escudo fiscal bajo la normativa tributaria vigente, por lo que su efecto es nulo en el cálculo del impuesto a la renta.

**Tabla 36**  
*Cálculo del flujo de caja operativo 2023-2026*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>Cálculo de flujo operativo</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>Ventas</b>	<b>291,327</b>	<b>297,154</b>	<b>303,097</b>	<b>309,159</b>
Costo de ventas - Cash - variable	-235,588	-240,300	-245,106	-250,008
Gastos administrativos	-11,771	-12,006	-12,246	-12,491
Depreciación y amortización	-29,769	-29,358	-30,878	-30,852
Otros ingresos, neto	1,191	1,215	1,239	1,264
<b>Utilidad de operación</b>	<b>15,389</b>	<b>16,703</b>	<b>16,105</b>	<b>17,071</b>
Impuesto a la renta	-4,766	-5,228	-5,018	-5,357
Utilidad de operación después impuesto	10,623	11,476	11,087	11,714
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>40,393</b>	<b>40,834</b>	<b>41,966</b>	<b>42,566</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 36 muestra el cálculo del flujo operativo proyectado para el período 2023–2026. Las ventas evidencian un crecimiento sostenido, incrementándose de US\$291,327 miles en el año 2023 a US\$309,159 miles en el año 2026. La utilidad operativa presenta ligeras variaciones, alcanzando sus valores más altos en el año 2024 (US\$16,703 miles) y en el año 2026 (US\$17,071 miles), con una leve disminución en el año 2025 (US\$16,105 miles). Por su parte, el flujo de caja operativo mantiene una tendencia creciente continua, desde US\$40,393 miles en el año 2023 hasta US\$42,566 miles en el año 2026. Esta evolución refleja la capacidad sostenida de generación de efectivo de la empresa durante el horizonte de análisis.

**Tabla 37**  
*Flujo de caja de capital de trabajo 2023-2026*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>Flujo de capital de trabajo</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Costo de ventas	235,588	240,300	245,106	250,008
Capital de trabajo requerido	39,265	40,050	40,851	41,668
<b>inversión en capital de trabajo</b>	<b>-785</b>	<b>-801</b>	<b>-817</b>	<b>-833</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 37 muestra el flujo de caja de capital de trabajo proyectado para el período 2023–2026. En función del supuesto adoptado, que establece que el capital de trabajo requerido equivale a dos meses del costo variable del año siguiente, se observa que este aumenta proporcionalmente con el crecimiento proyectado del costo de ventas, pasando de US\$39,265 miles en el año 2023 a US\$41,668 miles en el año 2026. La inversión en capital de trabajo refleja flujos negativos constantes, que oscilan entre -US\$785 miles y -US\$833 miles anuales, lo que evidencia la necesidad de recursos adicionales para financiar el crecimiento operativo. Esta inversión incremental representa un costo financiero relevante que debe ser incorporado en la evaluación del flujo de caja libre de la empresa.

**Tabla 38**  
*Flujo de caja libre 2023-2026*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>Flujo de caja libre</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
F. Caja Operación	40,393	40,834	41,966	42,566	43,735
F. Caja inversión en capital de trabajo	-785	-801	-817	-833	-850
F. CAPEX regular	-6,972	-6,561	-8,081	-8,054	-6,114
F. CAPEX renovación activo 1		-22,497			
F. CAPEX renovación activo 2	-9,800		-9,800		
F. Caja Económico = F. Caja Libre	22,835	10,975	23,268	33,678	36,771
<b>F. Caja Económico = F. Caja Libre y perpetuidad</b>	<b>22,835</b>	<b>10,975</b>	<b>23,268</b>	<b>33,678</b>	<b>152,455</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 38 muestra el flujo de caja libre proyectado para el período 2023–2026 y la perpetuidad, resultado de la integración entre el flujo operativo, la inversión en capital de trabajo y el gasto de capital. El CAPEX regular responde a los presupuestos operativos y de crecimiento previamente definidos, mientras que el CAPEX por renovación de activos corresponde a la reposición de activos por derecho de uso vinculados a contratos de arrendamiento financiero. Estas renovaciones generan variaciones puntuales significativas, como en los años 2024 y 2025. El flujo de caja económico (libre) muestra una tendencia creciente, alcanzando su mayor valor en 2026 (US\$33,678 miles), y se proyecta una perpetuidad de US\$152,455 miles. Para la perpetuidad, se ha considerado un cálculo segmentado que distingue entre los flujos operativos y de inversión regulares, y las inversiones asociadas a la renovación de activos por derecho de uso. Esta evolución refleja la capacidad sostenida de generación de valor de la empresa, una vez estabilizado su ciclo de renovación de activos arrendados.

**Tabla 39**  
*Cálculo de la perpetuidad*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>Perpetuidad del Flujo Económico Regular</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Valor</b>
Flujo económico estimado para 2027	36,771
WACC 2027	13.88%
Perpetuidad sin CAPEX por arrendamiento	264,949
<b>Perpetuidad de la renovación de activos por derecho de uso</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Valor</b>
Renovación activo 1 (2027)	22,497
Renovación activo 2 (2027)	9,800
Perpetuidad de ambas renovaciones	112,493
<b>Valor neto de la perpetuidad</b>	<b>152,456</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 39 presenta la valorización de la perpetuidad dividida en dos componentes: los flujos económicos regulares de la empresa, y las inversiones periódicas asociadas a la renovación de activos por derecho de uso bajo NIIF 16.

Para el primer componente, se toma como base el flujo libre del año 2027, calculado a partir del flujo operativo, la inversión en capital de trabajo y el CAPEX regular, suponiendo que estos se mantienen constantes sin crecimiento. Este flujo se descuenta a perpetuidad utilizando el WACC del año 2027. En el segundo componente, se consideran las inversiones en renovación de activos por derecho de uso que, aunque ocurren en periodos específicos, se proyectan como flujos perpetuos debido a su carácter cíclico. No se requiere trasladar estos flujos a valor presente año a año, ya que su recurrencia permite tratarlos directamente como perpetuidad.

- **Para valorización del sector minería con NIC 17:**

**Tabla 40**  
*Costo de la deuda 2023-2026*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>Servicio de la deuda</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Saldo de deuda inicial para intereses -base	79,583	74,583	66,583	64,583
Total intereses	5,205	4,878	4,355	4,224
Intereses de obligaciones financiera	5,205	4,878	4,355	4,224
<b>Costo de la deuda</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Kd obligaciones financieras	6.54%	6.54%	6.54%	6.54%
<b>Costo de la deuda</b>	<b>6.54%</b>	<b>6.54%</b>	<b>6.54%</b>	<b>6.54%</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 40 muestra el servicio y costo de la deuda para el período 2023-2026, donde se observa una disminución progresiva del saldo de deuda inicial desde US\$79,583 miles en el año 2023 hasta US\$64,583 miles en el año 2026. Los intereses totales disminuyen proporcionalmente al saldo de deuda, pasando de US\$5,205 miles en el año 2023 a US\$4,224 miles en el año 2026, todos correspondientes a obligaciones financieras. El costo de la deuda se mantiene constante en 6.54% durante todo el período analizado, reflejando condiciones financieras estables y coherentes con la estructura de financiamiento de la empresa. Esta estabilidad permite una mayor predictibilidad en la planificación financiera y facilita la evaluación del impacto de los gastos financieros en la rentabilidad.

**Tabla 41**  
*Cálculo de flujo de caja operativo 2023-2026*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>Ventas</b>	<b>291,327</b>	<b>297,154</b>	<b>303,097</b>	<b>309,159</b>
Costo de ventas - Cash – variable	-249,814	-254,525	-259,331	-264,233
Gastos administrativos	-11,771	-12,006	-12,246	-12,491
Depreciación y amortización	-17,370	-16,959	-18,479	-18,453
Otros ingresos, neto	1,191	1,215	1,239	1,264
<b>U. Operación</b>	<b>13,563</b>	<b>14,877</b>	<b>14,279</b>	<b>15,245</b>
Impuesto a la renta	-4,766	-5,228	-5,018	-5,357
U. Operación después impuesto	8,797	9,649	9,261	9,888
<b>F. Caja Operación</b>	<b>26,167</b>	<b>26,609</b>	<b>27,740</b>	<b>28,341</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 40 muestra el cálculo del flujo de caja operativo para el período 2023-2026, donde las ventas presentan un crecimiento sostenido desde US\$291,327 miles en el año 2023 hasta US\$309,159 miles en el año 2026. La utilidad de operación muestra fluctuaciones, alcanzando su punto máximo en el año 2024 (US\$14,877 miles) y en el año 2026 (US\$15,245 miles), con una disminución en 2025 (US\$14,279 miles). El flujo de caja operativo presenta una tendencia creciente constante desde US\$26,167 miles en el año 2023 hasta US\$28,341 miles en el año 2026. Esta evolución refleja la capacidad operativa de generación de efectivo de la empresa durante el período analizado.

**Tabla 42**

*Cálculo del flujo de caja de capital de trabajo 2023-2026  
Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>Flujo de capital de trabajo</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Costo de ventas	235,588	240,300	245,106	250,008
Capital de trabajo requerido	39,265	40,050	40,851	41,668
<b>Inversión en capital de trabajo</b>	<b>-785</b>	<b>-801</b>	<b>-817</b>	<b>-833</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 42 muestra el cálculo del flujo de caja de capital de trabajo para el período 2023-2026, donde el capital de trabajo requerido aumenta proporcionalmente con el crecimiento del costo de ventas, pasando de US\$39,265 miles a US\$41,668 miles. La inversión en capital de trabajo presenta flujos negativos constantes que oscilan entre -US\$785 miles y -US\$833 miles anuales, indicando la necesidad de recursos adicionales para financiar el incremento en las operaciones. Esta inversión incremental representa el costo financiero del crecimiento operativo y constituye un componente esencial para el cálculo del flujo de caja libre de la empresa. Los flujos negativos reflejan las necesidades de financiamiento del ciclo operativo asociadas al crecimiento del negocio.

**Tabla 43**

*Cálculo de flujo de caja libre 2023-2026 y perpetuidad  
Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>Flujo de caja libre</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
F. Caja Operación	26,167	26,609	27,740	28,341	29,510
F. Caja Inversión en capital de trabajo	-785	-801	-817	-833	-850
F. CAPEX	-6,972	-6,561	-8,081	-8,054	-6,114
<b>F. Caja Económico = F. Caja Libre</b>	<b>18,410</b>	<b>19,247</b>	<b>18,842</b>	<b>19,453</b>	<b>22,546</b>
<b>F. Caja Económico = F. Caja Libre y perpetuidad</b>	<b>18,410</b>	<b>19,247</b>	<b>18,842</b>	<b>19,453</b>	<b>161,803</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 43 muestra el flujo de caja libre proyectado para el período 2023–2026 y la perpetuidad, considerando los flujos operativos, la inversión en capital de trabajo y el CAPEX.

El flujo operativo crece de US\$26,167 miles en el año 2023 a US\$28,341 miles en el año 2026, mientras que las inversiones en capital de trabajo y el CAPEX se mantienen en niveles relativamente constantes. El flujo de caja libre oscila entre US\$18,410 miles y US\$19,453 miles, mostrando estabilidad. Para la perpetuidad, se proyecta un flujo de US\$22,546 miles, que genera un valor de US\$161,803 miles, reflejando la capacidad sostenida de generación de valor de la empresa.

**Tabla 44**  
*Cálculo de la perpetuidad*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>Perpetuidad del Flujo Económico Regular</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Valor</b>
Flujo económico estimado para 2027	22,546
WACC 2027	13.93%
<b>Valor de la perpetuidad</b>	<b>161,803</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 44 presenta la valorización de la perpetuidad se toma como base el flujo libre del año 2027, calculado a partir del flujo operativo, la inversión en capital de trabajo y el CAPEX regular, suponiendo que estos se mantienen constantes sin crecimiento. Este flujo se descuenta a perpetuidad utilizando el WACC del año 2027.

- **Para valorización del sector retail con NIIF 16:**

**Tabla 45**  
*Deuda proyectada 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Deuda proyectada</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Saldo de deuda inicial contable	836,626	616,626	531,626	446,626
<b>Saldo de deuda inicial para intereses (base)</b>	<b>777,524</b>	<b>576,432</b>	<b>507,019</b>	<b>434,070</b>
Arrendamientos	290,898	239,806	185,393	127,444
Obligaciones financieras	486,626	336,626	321,626	306,626
Saldo de deuda final contable	616,626	531,626	446,626	361,626
<b>Saldo de deuda final para intereses</b>	<b>576,432</b>	<b>507,019</b>	<b>434,070</b>	<b>357,354</b>
Arrendamientos	239,806	185,393	127,444	65,728
Obligaciones financieras	336,626	321,626	306,626	291,626
<b>Servicio de la deuda</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>Saldo de deuda inicial para intereses (base)</b>	<b>777,524</b>	<b>576,432</b>	<b>507,019</b>	<b>434,070</b>
Total intereses	52,972	39,151	34,564	29,748
Intereses arrendamiento	18,908	15,587	12,051	8,284
<b>Intereses de obligaciones financieras</b>	<b>34,064</b>	<b>23,564</b>	<b>22,514</b>	<b>21,464</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 45 muestra la proyección de la deuda y las obligaciones financieras durante el período 2023–2026, sirviendo como base para el cálculo de intereses. La diferencia entre el saldo de deuda final contable de un año y el saldo inicial contable del siguiente se debe al tratamiento específico de los arrendamientos bajo NIIF 16, donde, para fines contables, el valor se reduce conforme al vencimiento de los contratos, mientras que

para el cálculo de intereses se reinicia con el valor actualizado del arrendamiento en cada nuevo ciclo.

El saldo de deuda inicial para intereses fluctúa entre S/434,070 miles y S/777,524 miles, compuesto por arrendamientos que van desde S/127,444 miles hasta S/290,898 miles, y obligaciones financieras que disminuyen progresivamente de S/486,626 miles en 2023 a S/306,626 miles en el año 2026. Los intereses totales anuales caen de S/52,972 miles en el año 2023 a S/29,748 miles en el año 2026, donde los intereses de arrendamientos representan entre S/8,284 miles y S/18,908 miles anuales, evidenciando la reducción gradual del pasivo financiero y el cumplimiento de las obligaciones contractuales.

**Tabla 46**  
*Costo de la deuda 2023-2026*

<b>Costo de la deuda</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Kd obligaciones financieras	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
Kd arrendamiento	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%
Kd obligaciones financieras %	62.59%	58.40%	63.43%	70.64%
Kd arrendamiento %	37.41%	41.60%	36.57%	29.36%
<b>Costo de la deuda</b>	<b>6.81%</b>	<b>6.79%</b>	<b>6.82%</b>	<b>6.85%</b>
<b>Costo de la deuda sin escudo fiscal</b>	<b>5.27%</b>	<b>5.36%</b>	<b>5.26%</b>	<b>5.12%</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 46 muestra la estructura y evolución del costo de la deuda para el período 2023–2026, compuesta por obligaciones financieras, con una tasa anual constante de 7.00%, y arrendamientos financieros, con una tasa de 6.50% anual. La participación relativa de cada componente varía a lo largo del período, siendo las obligaciones financieras las que representan entre 58.40% y 70.64% del total de la deuda, mientras que los arrendamientos financieros fluctúan entre 29.36% y 41.60%. Como resultado, el costo ponderado de la deuda antes de impuestos se mantiene relativamente estable, en un rango de entre 6.79% y 6.85%, mientras que el costo de la deuda después del escudo fiscal se reduce a valores entre 5.12% y 5.36%. Esta diferencia refleja el beneficio tributario derivado exclusivamente de los intereses de las obligaciones financieras, ya que, bajo la normativa vigente, los intereses de arrendamientos financieros no generan escudo fiscal, por lo que no tienen efecto en el cálculo del impuesto a la renta.

**Tabla 47**  
*Cálculo del flujo de caja operativo 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Cálculo de flujo operativo</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>Ventas</b>	<b>3,451,865</b>	<b>3,710,755</b>	<b>3,989,061</b>	<b>4,288,241</b>
Costo de ventas - Cash - variable	-2,300,951	-2,473,522	-2,659,036	-2,858,464
Gastos adm	-813,479	-874,490	-940,077	-1,010,583
Depreciación y amortización	-125,895	-129,756	-136,945	-143,192
<b>U. Operación</b>	<b>211,540</b>	<b>232,987</b>	<b>253,003</b>	<b>276,003</b>
Impuesto a la renta	-67,420	-74,957	-81,990	-90,072
U. Operación después impuesto	144,120	158,030	171,013	185,930
<b>F. Caja Operación</b>	<b>270,015</b>	<b>287,786</b>	<b>307,958</b>	<b>329,122</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 47 muestra el cálculo del flujo de caja operativo para el período 2023-2026, donde las ventas presentan un crecimiento sostenido desde S/3,451,865 miles en el año 2023 hasta S/4,288,241 miles en el año 2026. La utilidad de operación muestra una tendencia creciente constante, pasando de S/211,540 miles en el año 2023 a S/276,003 miles en el año 2026, reflejando la mejora en la eficiencia operativa de la empresa. Los costos de ventas y gastos administrativos mantienen una relación proporcional con el crecimiento de ingresos, mientras que la depreciación y amortización se incrementa gradualmente. El flujo de caja operativo presenta una tendencia creciente sostenida desde S/270,015 miles en el año 2023 hasta S/329,122 miles en el año 2026, evidenciando la capacidad de generación de efectivo operativo de la empresa.

**Tabla 48**  
*Flujo de caja de capital de trabajo 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Flujo de capital de trabajo</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Costo de ventas	2,300,951	2,473,522	2,659,036	2,858,464
Capital de trabajo requerido	191,746	206,127	221,586	238,205
<b>Inversión en capital de trabajo</b>	<b>-14,381</b>	<b>-15,460</b>	<b>-16,619</b>	<b>-17,865</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 48 muestra el flujo de caja de capital de trabajo proyectado para el período 2023–2026. En función del supuesto adoptado, que establece que el capital de trabajo requerido equivale a un mes del costo variable del año siguiente, se observa que este aumenta proporcionalmente con el crecimiento proyectado del costo de ventas, pasando de S/2,300,951 miles en el año 2023 a S/2,858,464 miles en el año 2026. En consecuencia, el capital de trabajo requerido se incrementa de S/191,746 miles a

S/238,205 miles durante el mismo período. La inversión en capital de trabajo refleja flujos negativos constantes, que oscilan entre -S/14,381 miles y -S/17,865 miles anuales, lo que evidencia la necesidad de recursos adicionales para financiar el crecimiento operativo. Esta inversión incremental representa un costo financiero relevante que debe ser incorporado en la evaluación del flujo de caja libre de la empresa.

**Tabla 49**  
*Flujo de caja libre 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Flujo de caja libre</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
F. Caja Operación	270,015	287,786	307,958	329,122	341,586
F. Caja Inversión en capital de trabajo	-14,381	-15,460	-16,619	-17,865	-19,205
F. CAPEX regular	-40,106	-43,961	-51,143	-57,382	-34,814
F. CAPEX renovación activo por derecho de uso					
F. Caja Económico = F. Caja Libre	215,528	228,365	240,196	253,875	287,567
<b>F. Caja Económico = F. Caja Libre y perpetuidad</b>	<b>215,528</b>	<b>228,365</b>	<b>240,196</b>	<b>253,875</b>	<b>2,350,544</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 49 muestra el flujo de caja libre proyectado para el período 2023–2026 y la perpetuidad, resultado de la integración entre el flujo operativo, la inversión en capital de trabajo y el gasto de capital. En este caso, el CAPEX regular responde a los presupuestos operativos y de crecimiento establecidos, observándose un incremento progresivo de S/40,106 miles en 2023 a S/57,382 miles en el año 2026. No se registran montos por CAPEX asociado a la renovación de activos por derecho de uso, ya que el contrato de arrendamiento vigente tiene una duración de diez años, por lo que la renovación corresponderá en el año 2028, y su impacto se verá reflejado directamente en la perpetuidad.

El flujo de caja económico (libre) presenta una trayectoria creciente, pasando de S/215,528 miles en el año 2023 a S/253,875 miles en el año 2026, reflejando una mejora sostenida en la capacidad operativa de la empresa. Para la perpetuidad, se proyecta un flujo de S/2,350,544 miles, calculado con base en la estabilización de los flujos operativos, la inversión en capital de trabajo y el CAPEX regular, además de incorporar el efecto esperado por la renovación de activos arrendados a partir del año 2028. Esta evolución pone en evidencia la capacidad de generación de valor a largo plazo, una vez alcanzada la madurez operativa y de inversión del negocio.

**Tabla 50**  
*Cálculo de la perpetuidad*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Perpetuidad del Flujo Económico Regular</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Valor</b>
Flujo económico estimado para 2027	287,567
WACC 2027	9.16%
Perpetuidad sin CAPEX por arrendamiento	3,140,449
<b>Perpetuidad de la renovación de activos por derecho de uso</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Valor</b>
Renovación activo 1 (2028)	503,218
Perpetuidad de renovaciones	789,904
<b>Valor neto de la perpetuidad</b>	<b>2,350,544</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 50 presenta la valorización de la perpetuidad, dividida en dos componentes: los flujos económicos regulares de la empresa y las inversiones periódicas asociadas a la renovación de activos por derecho de uso bajo NIIF 16.

Para el primer componente, se toma como base el flujo económico estimado para el año 2027, ascendente a S/287,567 miles, calculado a partir del flujo operativo, la inversión en capital de trabajo y el CAPEX regular, bajo el supuesto de que estos se mantienen constantes sin crecimiento. Este flujo se descuenta a perpetuidad utilizando el WACC del año 2027, que asciende a 9.16%, obteniéndose así un valor de perpetuidad de S/3,140,449 miles, correspondiente únicamente a los flujos regulares.

El segundo componente considera la renovación de activos por derecho de uso, que aunque ocurre puntualmente en el año 2028 (por un valor de S/503,218 miles), se proyecta como un flujo cíclico de naturaleza perpetua debido a su recurrencia cada diez años. En este caso, el flujo se traslada a valor presente al año 2027, descontándolo un período con el mismo WACC, y luego se calcula su perpetuidad, obteniéndose un valor de S/789,904 miles.

Finalmente, al restar esta inversión cíclica de renovación a la perpetuidad de los flujos regulares, se obtiene un valor neto de la perpetuidad de S/2,350,544 miles, el cual será incorporado al cálculo del valor económico de la empresa. Esta metodología permite reflejar adecuadamente el impacto financiero de las reposiciones periódicas de activos arrendados bajo NIIF 16.

- Para valorización del sector retail con NIC 17:

**Tabla 51**  
*Costo de la deuda 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Servicio de la deuda</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Saldo de deuda inicial para intereses (base)	<b>486,626</b>	<b>336,626</b>	<b>321,626</b>	<b>306,626</b>
Total intereses	34,064	23,564	22,514	21,464
Intereses de obligaciones financieras	34,064	23,564	22,514	21,464
<b>Costo de la deuda</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
kd obligaciones financieras	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
<b>Costo de la deuda</b>	<b>7.00%</b>	<b>7.00%</b>	<b>7.00%</b>	<b>7.00%</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 51 muestra el servicio y costo de la deuda para el período 2023-2026, donde el saldo de deuda inicial para intereses disminuye progresivamente desde S/486,626 miles en el año 2023 hasta S/306,626 miles en el año 2026. Los intereses totales, correspondientes únicamente a obligaciones financieras, disminuyen proporcionalmente al saldo de deuda, pasando de S/34,064 miles en el año 2023 a S/21,464 miles en el año 2026. El costo de la deuda se mantiene constante en 7.00% durante todo el período analizado, reflejando condiciones financieras estables y coherentes con la estructura de financiamiento de la empresa. Esta estabilidad permite una mayor predictibilidad en la planificación financiera y facilita la evaluación del impacto de los gastos financieros en la rentabilidad de la empresa.

**Tabla 52**  
*Cálculo de flujo de caja operativo 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Flujo de Caja operativo</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>Ventas</b>	<b>3,451,865</b>	<b>3,710,755</b>	<b>3,989,061</b>	<b>4,288,241</b>
Costo de ventas - Cash - variable	-2,370,951	-2,543,522	-2,729,036	-2,928,464
Gastos administrativos	-820,643	-882,192	-948,356	-1,019,483
Depreciación y amortización	-75,573	-79,434	-86,624	-92,870
Otros	7,164	7,701	8,279	8,900
<b>U. Operación</b>	<b>191,862</b>	<b>213,308</b>	<b>233,325</b>	<b>256,325</b>
Impuesto a la renta	-67,420	-74,957	-81,990	-90,072
U. Operación después impuesto	124,442	138,352	151,334	166,252
<b>F. Caja Operación</b>	<b>200,015</b>	<b>217,786</b>	<b>237,958</b>	<b>259,122</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 52 muestra el cálculo del flujo de caja operativo para el período 2023-2026, donde las ventas presentan un crecimiento sostenido desde S/3,451,865 miles en el año 2023 hasta S/4,288,241 miles en el año 2026. La utilidad de operación muestra una tendencia creciente constante, pasando de S/191,862 miles en el año 2023 a S/256,325 miles en el año 2026, reflejando la mejora en la eficiencia operativa de la empresa. Los costos de ventas y gastos administrativos mantienen una relación proporcional con el crecimiento de ingresos, mientras que la depreciación y amortización se incrementa gradualmente durante el período. El flujo de caja operativo presenta una tendencia creciente sostenida desde S/200,015 miles en el año 2023 hasta S/259,122 miles en el año 2026, evidenciando la capacidad de generación de efectivo operativo de la empresa.

**Tabla 53**  
*Cálculo del flujo de caja de capital de trabajo 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Flujo de capital de trabajo</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Costo de ventas	2,370,951	2,543,522	2,729,036	2,928,464
Capital de trabajo requerido	197,579	211,960	227,420	244,039
<b>inversión en capital de trabajo</b>	<b>-14,381</b>	<b>-15,460</b>	<b>-16,619</b>	<b>-17,865</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 53 muestra el cálculo del flujo de caja de capital de trabajo para el período 2023–2026, donde se observa un crecimiento sostenido del costo de ventas, pasando de S/2,370,951 miles en el año 2023 a S/2,928,464 miles en el año 2026. En línea con esta evolución, el capital de trabajo requerido, calculado bajo el supuesto de un mes del costo variable del año siguiente, se incrementa progresivamente desde S/197,579 miles en el año 2023 hasta S/244,039 miles en el año 2026.

La inversión en capital de trabajo refleja flujos negativos crecientes, que oscilan entre -S/14,381 miles y -S/17,865 miles, lo que evidencia la necesidad de recursos adicionales para financiar el crecimiento operativo proyectado. Esta inversión incremental representa un componente clave dentro del flujo de caja libre, ya que implica una salida de efectivo necesaria para sostener la expansión del negocio.

**Tabla 54**  
*Cálculo de flujo de caja libre 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Flujo de caja libre</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
F. Caja Operación	200,015	217,786	237,958	259,122	271,586
F. Caja Inversión en capital de trabajo	-14,381	-15,460	-16,619	-17,865	-13,372
F. CAPEX	-40,106	-43,961	-51,143	-57,382	-34,814
<b>F. Caja Económico = F. Caja Libre</b>	<b>145,528</b>	<b>158,365</b>	<b>170,196</b>	<b>183,875</b>	<b>223,400</b>
<b>F. Caja Económico = F. Caja Libre y perpetuidad</b>	<b>145,528</b>	<b>158,365</b>	<b>170,196</b>	<b>183,875</b>	<b>2,436,579</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 54 muestra el flujo de caja libre proyectado para el período 2023–2026 y la perpetuidad, considerando los flujos operativos, la inversión en capital de trabajo y el CAPEX.

El flujo operativo crece de S/200,015 miles en el año 2023 a S/259,122 miles en el año 2026, mientras que las inversiones en capital de trabajo y el CAPEX mantienen niveles relativamente constantes. El flujo de caja libre muestra una tendencia creciente, pasando de S/145,528 miles a S/183,875 miles. Para la perpetuidad, se proyecta un flujo de S/223,400 miles, que genera una perpetuidad de S/2,436,579 miles, reflejando la capacidad sostenida de generación de valor de la empresa en el largo plazo.

**Tabla 55**  
*Cálculo de la perpetuidad*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Perpetuidad del Flujo Económico Regular</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Valor</b>
Flujo económico estimado para 2027	223,400
WACC 2027	9.17%
<b>Valor de la perpetuidad</b>	<b>2,436,579</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 55 presenta la valorización de la perpetuidad se toma como base el flujo libre del año 2027, calculado a partir del flujo operativo, la inversión en capital de trabajo y el CAPEX regular, suponiendo que estos se mantienen constantes sin crecimiento. Este flujo se descuenta a perpetuidad utilizando el WACC del año 2027.

- Para valorización del sector tecnología con NIIF 16:

**Tabla 56**  
*Deuda proyectada 2022-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Deuda proyectada</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Saldo de deuda inicial contable	13,257	8,037	3,817	25,637
<b>Saldo de deuda inicial para intereses (base)</b>	<b>12,566</b>	<b>7,802</b>	<b>24,041</b>	<b>21,186</b>
Arrendamientos	6,749	3,485	20,224	17,869
Obligaciones financieras	5,817	4,317	3,817	3,317
Saldo de deuda final contable	8,037	3,817	25,637	21,617
<b>Saldo de deuda final para intereses</b>	<b>7,802</b>	<b>24,041</b>	<b>21,186</b>	<b>18,372</b>
Arrendamientos	3,485	20,224	17,869	15,355
Obligaciones financieras	4,317	3,817	3,317	3,017
<b>Servicio de la deuda</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>Saldo de deuda inicial para intereses (base)</b>	<b>12,566</b>	<b>7,802</b>	<b>24,041</b>	<b>21,186</b>
Total intereses	856	533	1,628	1,435
Intereses arrendamiento	456	235	1,365	1,206
<b>Intereses de obligaciones financieras</b>	<b>401</b>	<b>297</b>	<b>263</b>	<b>229</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 56 muestra la proyección de la deuda y las obligaciones financieras durante el período 2023–2026, sirviendo como base para el cálculo de intereses. La diferencia entre el saldo de deuda final contable de un año y el saldo inicial contable del siguiente se debe al tratamiento específico de los arrendamientos bajo NIIF 16, donde, para fines contables, el valor se reduce conforme al vencimiento de los contratos, mientras que para el cálculo de intereses se reinicia con el valor actualizado del arrendamiento en cada nuevo ciclo.

El saldo de deuda inicial para intereses fluctúa entre S/7,802 miles y S/24,041 miles, compuesto por arrendamientos que varían desde S/3,485 miles hasta S/20,224 miles, y obligaciones financieras que disminuyen de S/5,817 miles en 2023 a S/3,317 miles en el año 2026. Los intereses totales anuales presentan una evolución oscilante, pasando de S/856 miles en el año 2023 a S/1,435 miles en el año 2026. Dentro de estos, los intereses por arrendamientos crecen de S/456 miles a S/1,206 miles, mientras que los intereses de obligaciones financieras disminuyen gradualmente de S/401 miles a S/229 miles, evidenciando el efecto combinado de la rotación de contratos de arrendamiento y el proceso de amortización de deuda financiera.

**Tabla 57**  
*Costo de la deuda 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Costo de la deuda</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Kd obligaciones financieras	6.89%	6.89%	6.89%	6.89%
Kd arrendamiento	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%
Kd obligaciones financieras %	46.29%	55.33%	15.88%	15.66%
Kd arrendamiento %	53.71%	44.67%	84.12%	84.34%
<b>Costo de la deuda</b>	<b>6.81%</b>	<b>6.83%</b>	<b>6.77%</b>	<b>6.77%</b>
<b>Costo de la deuda sin escudo fiscal</b>	<b>5.65%</b>	<b>5.43%</b>	<b>6.37%</b>	<b>6.38%</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 57 muestra la estructura y evolución del costo de la deuda para el período 2023–2026, compuesta por obligaciones financieras, con una tasa anual constante de 6.89%, y arrendamientos financieros, con una tasa de 6.75% anual. La participación relativa de cada componente varía significativamente a lo largo del período: las obligaciones financieras representan entre 15.66% y 55.33% del total de la deuda, mientras que los arrendamientos financieros fluctúan entre 44.67% y 84.34%.

Como resultado, el costo ponderado de la deuda antes de impuestos se mantiene relativamente estable, dentro de un rango entre 6.77% y 6.83%, mientras que el costo de la deuda después del escudo fiscal varía entre 5.43% y 6.38%. Esta diferencia refleja el beneficio tributario derivado exclusivamente de los intereses de las obligaciones financieras, ya que, bajo la normativa vigente, los intereses por arrendamientos financieros no generan escudo fiscal, por lo que no reducen la base imponible del impuesto a la renta.

**Tabla 58**  
*Cálculo del flujo de caja operativo 2023-206*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Cálculo de flujo operativo</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>Ventas</b>	107,807	120,743	135,233	151,460
Costo de ventas - Cash - variable	-78,248	-87,637	-98,154	-109,932
Gastos administración	-16,151	-18,089	-20,260	-22,691
Depreciación y amortización	-5,428	-5,451	-5,474	-5,497
Otros ingresos, neto	-375	-420	-471	-527
<b>U. Operación</b>	<b>7,604</b>	<b>9,146</b>	<b>10,874</b>	<b>12,814</b>
Impuesto a la renta	-2,476	-3,039	-3,671	-4,380
U. Operación después impuesto	5,129	6,107	7,204	8,434
<b>F. Caja Operación</b>	<b>10,557</b>	<b>11,558</b>	<b>12,677</b>	<b>13,930</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 58 muestra el flujo de caja operativo para 2023-2026. Las ventas crecen de 107,807 a 151,460 miles, con costos variables proporcionales. La utilidad operativa aumenta de 7,604 a 12,814 miles, y el flujo de caja operativo final presenta crecimiento sostenido desde 10,557 hasta 13,930 miles, evidenciando una mejora continua en la generación de efectivo operativo.

**Tabla 59**  
*Flujo de caja de capital de trabajo 2022-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Flujo de capital de trabajo</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Costo de ventas	78,248	87,637	98,154	109,932
Capital de trabajo requerido	19,562	21,909	24,538	27,483
<b>Inversión en capital de trabajo</b>	<b>-2,347</b>	<b>-2,629</b>	<b>-2,945</b>	<b>-3,298</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 59 muestra el flujo de caja de capital de trabajo proyectado para el período 2023–2026. En función del supuesto adoptado, que establece que el capital de trabajo requerido equivale a tres meses del costo variable del año siguiente, se observa que este aumenta proporcionalmente con el crecimiento proyectado del costo de ventas, pasando de S/78,248 miles en el año 2023 a S/109,932 miles en el año 2026. En consecuencia, el capital de trabajo requerido se incrementa de S/19,562 miles a S/27,483 miles durante el mismo período.

La inversión en capital de trabajo refleja flujos negativos constantes, que oscilan entre -S/2,347 miles y -S/3,298 miles anuales, lo que evidencia la necesidad de recursos adicionales para financiar el crecimiento operativo. Esta inversión incremental representa un costo financiero relevante que debe ser incorporado en la evaluación del flujo de caja libre de la empresa.

**Tabla 60**  
*Flujo de caja libre 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Flujo de caja libre</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
F. Caja Operación	10,557	11,558	12,677	13,930	15,333
F. Caja Inversión en capital de trabajo	-2,347	-2,629	-2,945	-3,298	-3,694
F. CAPEX	2,914	4,297	-4,149	-333	-1,539
F. CAPEX renovación activo por derecho de uso			-20,224		
F. Caja Económico = F. Caja Libre	11,124	13,226	-14,640	10,300	10,100
<b>F. Caja Económico = F. Caja Libre y perpetuidad</b>	<b>11,124</b>	<b>13,226</b>	<b>-14,640</b>	<b>10,300</b>	<b>61,839</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 60 muestra el flujo de caja libre proyectado para el período 2023–2026 y la perpetuidad, resultado de la integración entre el flujo operativo, la inversión en capital de trabajo y el gasto de capital (CAPEX). En este caso, el CAPEX regular responde a los presupuestos operativos y de crecimiento definidos, registrando valores variables, con montos positivos en 2023 y 2024 por reversiones de inversiones previas, y cifras negativas en 2025 y 2026, asociadas a nuevas adquisiciones de activos.

En el año 2025 se registra un CAPEX extraordinario por S/20,224 miles, correspondiente a la renovación de activos por derecho de uso, bajo contratos de arrendamiento financiero. Dado que estos contratos tienen una duración de siete años, se proyecta una nueva renovación en el año 2032, por lo que su impacto se incorpora directamente en el cálculo de la perpetuidad. Para ello, el flujo de caja se traslada al año 2027, a fin de reflejar adecuadamente la estabilización operativa posterior a la renovación.

El flujo de caja económico (libre) presenta una trayectoria mixta, pasando de S/11,124 miles en el año 2023 a S/10,300 miles en el año 2026, con un valor negativo puntual en el año 2025 por el impacto de la renovación. Para la perpetuidad, se proyecta un flujo de S/10,100 miles, que genera un valor de S/61,839 miles, reflejando la capacidad de generación de valor de largo plazo, una vez absorbidos los efectos cíclicos de renovación de activos arrendados.

**Tabla 61**  
*Cálculo de la perpetuidad*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Perpetuidad del Flujo Económico Regular</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Valor</b>
Flujo económico estimado para 2027	10,100
WACC 2027	12.28%
Perpetuidad sin CAPEX por arrendamiento	82,237
<b>Perpetuidad de la renovación de activos por derecho de uso</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Valor</b>
Renovación activo 1 (2032)	20,224
Perpetuidad de renovaciones	20,398
<b>Valor neto de la perpetuidad</b>	<b>61,839</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 61 presenta la valorización de la perpetuidad, dividida en dos componentes: los flujos económicos regulares de la empresa y las inversiones periódicas asociadas a la renovación de activos por derecho de uso bajo NIIF 16.

Para el primer componente, se toma como base el flujo económico estimado para el año 2027, ascendente a S/10,100 miles, calculado a partir del flujo operativo, la inversión en capital de trabajo y el CAPEX regular, bajo el supuesto de que estos se mantienen constantes y sin crecimiento. Este flujo se descuenta a perpetuidad utilizando un WACC de 12.28%, obteniéndose así un valor de perpetuidad de S/82,237 miles, correspondiente exclusivamente a los flujos operativos regulares.

El segundo componente considera la renovación de activos por derecho de uso, que aunque ocurre puntualmente en el año 2032 por un valor de S/20,224 miles, se proyecta como un flujo perpetuo y cíclico debido a su recurrencia cada siete años. En este caso, el flujo se traslada a valor presente al año 2027, descontándolo un período con el mismo WACC, y luego se calcula su perpetuidad, obteniéndose un valor de S/20,398 miles.

Finalmente, al restar esta inversión periódica de renovación al valor de la perpetuidad de los flujos regulares, se obtiene un valor neto de perpetuidad de S/61,839 miles, el cual será incorporado al cálculo del valor económico de la empresa. Esta metodología permite reflejar adecuadamente el impacto financiero de las reposiciones periódicas de activos arrendados bajo el enfoque de la NIIF 16.

○ **Para valorización del sector tecnología con NIC 17:**

**Tabla 62**  
*Costo de la deuda 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Servicio de la deuda</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Saldo de deuda inicial para intereses (base)	5,817	4,317	3,817	3,317
Total intereses	401	297	263	229
Intereses de obligaciones financieras	401	297	263	229
<b>Costo de la deuda</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Kd obligaciones financieras	6.89%	6.89%	6.89%	6.89%
<b>Costo de la deuda</b>	<b>6.89%</b>	<b>6.89%</b>	<b>6.89%</b>	<b>6.89%</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 62 muestra el costo de la deuda para 2023–2026. El saldo de deuda inicial disminuye progresivamente de S/5,817 miles a S/3,317 miles, generando intereses decrecientes desde S/401 miles hasta S/229 miles. El costo de la deuda de las obligaciones financieras se mantiene constante en 6.89% durante todo el período, reflejando condiciones de financiamiento estables.

**Tabla 63**  
*Cálculo de flujo de caja operativo 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>Ventas</b>	107,807	120,743	135,233	151,460
Costo de ventas - Cash - variable	-81,968	-91,357	-101,874	-113,652
Gastos administrativos	-16,151	-18,089	-20,260	-22,691
Depreciación y amortización	-2,539	-2,562	-2,585	-2,607
Otros ingresos, neto	-375	-420	-471	-527
<b>U. Operación</b>	<b>6,774</b>	<b>8,315</b>	<b>10,044</b>	<b>11,983</b>
Impuesto a la renta	-2,476	-3,039	-3,671	-4,380
U. Operación después impuesto	4,298	5,276	6,373	7,603
<b>F. Caja Operación</b>	<b>6,837</b>	<b>7,838</b>	<b>8,957</b>	<b>10,210</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 63 muestra el cálculo del flujo de caja operativo para el período 2023–2026. Las ventas crecen de S/107,807 miles a S/151,460 miles, con costos variables aumentando proporcionalmente de -S/81,968 miles a -S/113,652 miles. Los gastos administrativos se incrementan de -S/16,151 miles a -S/22,691 miles, mientras que la depreciación y amortización se mantiene estable alrededor de -S/2,500 miles anuales. La utilidad operativa presenta un crecimiento sostenido, pasando de S/6,774 miles a S/11,983 miles, y el flujo de caja operativo final evoluciona positivamente de S/6,837 miles en 2023 a S/10,210 miles en 2026, evidenciando una mejora continua en la generación de efectivo operativo de la empresa.

**Tabla 64**  
*Cálculo del flujo de caja de capital de trabajo 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Flujo de capital de trabajo</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Costo de ventas	78,248	87,637	98,154	109,932
Capital de trabajo requerido	19,562	21,909	24,538	27,483
<b>Inversión en capital de trabajo</b>	<b>-2,347</b>	<b>-2,629</b>	<b>-2,945</b>	<b>-3,298</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 64 muestra el cálculo del flujo de caja de capital de trabajo para el período 2023–2026, bajo el supuesto de que el capital de trabajo requerido equivale a tres meses del costo variable del año siguiente. En este contexto, el costo de ventas presenta un crecimiento sostenido, pasando de S/78,248 miles en 2023 a S/109,932 miles en 2026. Como resultado, el capital de trabajo requerido se incrementa progresivamente de S/19,562 miles a S/27,483 miles durante el mismo período.

La inversión en capital de trabajo muestra flujos negativos crecientes, que van desde -S/2,347 miles en 2023 hasta -S/3,298 miles en 2026, reflejando la necesidad de recursos adicionales para sostener el crecimiento operativo proyectado. Este requerimiento constituye una salida de efectivo importante dentro del cálculo del flujo de caja libre, dado que permite mantener la continuidad y expansión de las operaciones del negocio.

**Tabla 65**  
*Cálculo de flujo de caja libre 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Flujo de caja libre</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
F. Caja Operación	6,837	7,838	8,957	10,210	11,613
F. Caja inversión en capital de trabajo	-2,347	-2,629	-2,945	-3,298	-3,694
F. CAPEX	2,914	4,297	-4,149	-333	-1,539
F. Caja Económico = F. Caja Libre	7,404	9,506	1,864	6,580	6,380
<b>F. Caja Económico = F. Caja Libre y perpetuidad</b>	<b>7,404</b>	<b>9,506</b>	<b>1,864</b>	<b>6,580</b>	<b>52,059</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 65 muestra el flujo de caja libre proyectado para el período 2023–2026 y la perpetuidad, considerando los flujos operativos, la inversión en capital de trabajo y el CAPEX. El flujo operativo crece de S/6,837 miles en 2023 a S/10,210 miles en 2026, mientras que las inversiones en capital de trabajo y el CAPEX registran montos variables, pero dentro de rangos relativamente constantes. Como resultado, el flujo de caja libre presenta fluctuaciones a lo largo del período, oscilando entre S/1,864 miles y S/9,506 miles. Para la perpetuidad, se proyecta un flujo de S/6,380 miles, que genera un valor de S/52,059 miles, reflejando la capacidad sostenida de generación de valor de la empresa a largo plazo.

### **6.3. Aplicación del método de flujo de caja descontado (FCD)**

#### **6.3.1 Sector minería**

○ **Valorización de Servicios mineros andinos S.A. con NIIF 16**

**Tabla 66**  
*Análisis recursivo y valores ajustados 2023-2026 y perpetuidad*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>Valores sin recursivo</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
VT(t-1)	243,211	220,376	209,401	186,133	152,455	
%B = %Deuda	38.1%	48.5%	41.7%	44.3%	55.2%	-
Rb * (1-Tc)		4.78%	5.38%	5.13%	5.06%	5.47%
%B * Rb(1-Tc)		1.82%	2.61%	2.14%	2.24%	3.02%
%S = %Capital propio	61.9%	51.5%	58.3%	55.7%	44.8%	-
Rs = Ru+(Ru-Rb)(1-%Tx)(B/S)		18.09%	19.66%	18.54%	18.97%	21.11%
%S * Rs		11.19%	10.12%	10.82%	10.57%	9.46%
WACC		13.01%	12.73%	12.95%	12.81%	12.48%
V(t-1)	149,232	145,815	153,404	150,008	135,543	-
<b>Valores con recursivo</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	
<b>VT(t-1)</b>	<b>144,617</b>	<b>141,429</b>	<b>149,742</b>	<b>147,181</b>	<b>133,875</b>	
%B = %Deuda	64.1%	75.6%	58.3%	56.0%	62.9%	
Rb * (1-Tc)		4.78%	5.38%	5.13%	5.06%	5.47%
%B * Rb(1-Tc)		3.06%	4.06%	2.99%	2.83%	3.44%
%S = %Capital propio	35.9%	24.4%	41.7%	44.0%	37.1%	
Rs = Ro+(Ro-Rb)(1-%Tx)(B/S)		29.34%	39.19%	25.97%	25.04%	28.11%
%S * Rs		10.52%	9.57%	10.84%	11.01%	10.44%
WACC		13.59%	13.64%	13.83%	13.84%	13.88%
<b>V(t-1)</b>	<b>144,617</b>	<b>141,429</b>	<b>149,742</b>	<b>147,181</b>	<b>133,875</b>	-

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 66 presenta el análisis comparativo entre los valores calculados sin recursividad y con recursividad para los años 2023 al 2026, así como para la perpetuidad. El análisis parte de los valores teóricos de la empresa (VT), considerando las proporciones de deuda y capital propio, y el cálculo del WACC correspondiente.

En el caso sin recursividad, el valor inicial de la empresa (VT) parte de US\$ 243,211 miles y desciende gradualmente hasta US\$ 152,455 miles en la perpetuidad. La estructura financiera muestra una participación de deuda que varía entre 38.1% y 55.2%,

mientras que el WACC oscila entre 13.01% y 12.48%, conforme se ajustan los costos de capital.

Por otro lado, los valores con recursividad reflejan una mayor sensibilidad al riesgo financiero. El VT se reduce desde US\$ 144,617 miles hasta US\$ 133,875 miles en la perpetuidad, con una estructura de deuda más volátil (entre 24.4% y 75.6%) y un WACC más elevado, ubicado entre 13.59% y 13.88%. Esto evidencia el impacto de recalculer el costo de capital propio (Rs) en función de una estructura de financiamiento dinámica.

Cabe destacar que el Rs se ajusta proporcionalmente al costo de la deuda después de impuestos ( $R_b(1-T_c)$ ), considerando el efecto del escudo fiscal por intereses financieros deducibles. No se incluye, sin embargo, el escudo fiscal derivado de los intereses por arrendamientos, ya que bajo las NIIF, estos no generan un ahorro tributario explícito. Esta exclusión es clave, ya que contribuye a un mayor costo promedio ponderado de capital en el escenario recursivo, lo que reduce el valor de la empresa.

En conjunto, el análisis muestra cómo la aplicación del modelo recursivo refleja un mayor grado de realismo al incorporar el efecto del riesgo financiero endógeno, pero a la vez revela una disminución en la valorización de la empresa debido a la pérdida del supuesto beneficio fiscal de ciertos componentes del pasivo.

**Tabla 67**  
*Valor presente con WACC 2023-2026*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

Con WACC		2023	2024	2025	2026	Perpetuidad
WACC		13.59%	13.64%	13.83%	13.84%	13.88%
Tasa de descuento		0.8804	0.7747	0.6806	0.5979	0.5250
F. Caja libre		22,835	10,975	23,268	33,678	152,455
F. Caja Libre a Valor Pte.		20,104	8,503	15,836	20,135	80,039
<b>Valor de la empresa</b>	<b>144,617</b>	--> WACC	<b>Valor de la empresa</b>	<b>144,617</b>		
			Valor de la deuda	92,754		
			Valor del capital propio	51,863		

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 67 muestra el valor de la empresa mediante el método de flujo de caja descontado (FCD), empleando un WACC que fluctúa entre 13.59% y 13.88% con tasas de descuento correspondientes. Los flujos de caja libre se descuentan a valor presente

y se suman, resultando en un valor de empresa de US\$144,617 miles. Con una deuda de US\$92,754 miles, el capital propio se calcula en US\$51,863 miles, evidenciando un alto nivel de apalancamiento que impacta significativamente en la estructura de valor de la empresa.

○ **Valorización de Servicios mineros andinos S.A. con NIC 17**

**Tabla 68**  
*Análisis recursivo y valores ajustados 2023-2026*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>Valores sin recursivo</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
VT-t-1	237,756	219,345	200,099	181,256	161,803	
%B = %Deuda	33.5%	34.0%	33.3%	35.6%	35.0%	4.24%
Rb * -1-Tc		4.24%	4.24%	4.24%	4.24%	1.48%
%B * Rb-1-Tc		1.42%	1.44%	1.41%	1.51%	
%S = %Capital propio	66.5%	66.0%	66.7%	64.4%	65.0%	
Rs = Ro+-Ro-Rb-1-%Tx-B/S		17.56%	17.63%	17.54%	17.83%	17.75%
%S * Rs		11.68%	11.63%	11.70%	11.48%	11.54%
WACC		13.10%	13.08%	13.11%	12.99%	13.03%
V (t-1)	70,046	60,814	49,519	37,170	22,546	
<b>Valores con recursivo</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	
VT(t-1)	140,617	141,259	141,275	141,882	142,015	
%B = %Deuda	56.60%	52.80%	47.13%	45.52%	39.84%	
Rb * (1-Tc)		4.24%	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%
%B * Rb(1-Tc)		2.40%	2.24%	2.00%	1.93%	1.69%
%S = %Capital propio	43.4%	47.2%	52.9%	54.5%	60.2%	
Rs = Ro+(Ro-Rb)(1-%Tx)(B/S)		25.69%	24.15%	22.26%	21.79%	20.35%
%S * Rs		11.15%	11.40%	11.77%	11.87%	12.24%
WACC		13.55%	13.64%	13.77%	13.80%	13.93%
V(t-1)	140,617	141,259	141,275	141,882	142,015	

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 68 muestra la valorización de Servicios Mineros Andinos S.A. bajo NIC 17, comparando los resultados obtenidos sin aplicar recursividad y con recursividad para los años 2023 a 2026, incluyendo la perpetuidad. En el escenario sin recursividad, el valor teórico (VT) de la empresa disminuye progresivamente desde US\$ 237,756 miles en 2023 hasta US\$ 161,803 miles en la perpetuidad, con un WACC que se mantiene

relativamente estable entre 12.99% y 13.11%. La estructura de deuda se mantiene en torno al 33%–35%, generando una tasa de descuento ponderada sin grandes fluctuaciones. No obstante, el valor económico descontado (V) muestra una caída pronunciada, de US\$ 70,046 miles en 2023 a solo US\$ 22,546 miles en la perpetuidad. Por el contrario, el escenario con recursividad evidencia una valorización mucho más estable en el tiempo: el VT se mantiene en un rango estrecho entre US\$ 140,617 y US\$ 142,015, y el valor económico descontado prácticamente no varía, lo que denota una mayor sostenibilidad. En este caso, la proporción de deuda parte de un nivel alto (56.6% en 2023) y se reduce paulatinamente a 39.84% en la perpetuidad. Este cambio estructural genera un aumento progresivo en el costo de capital propio (Rs), lo que eleva el WACC desde 13.55% hasta 13.93%. Pese a ello, el efecto del apalancamiento inicial permite una mayor captura del escudo financiero en los primeros años, estabilizando la valorización.

Este contraste evidencia cómo el enfoque recursivo, al incorporar dinámicamente el efecto del riesgo financiero, permite mantener una valorización más sostenida en el tiempo incluso bajo NIC 17, donde no se reconoce el pasivo por arrendamiento. A diferencia del escenario sin recursividad, en el que se observa una pérdida considerable de valor, el modelo recursivo permite apreciar de forma más realista el impacto de la estructura de capital sobre el valor de la empresa.

**Tabla 69**  
*Valor presente con WACC 2023-2026*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

Con WACC		2023	2024	2025	2026	Perpetuidad
WACC		13.55%	13.64%	13.77%	13.80%	13.93%
Tasa de descuento		0.8807	0.7750	0.6812	0.5986	0.5254
F. Caja libre		18,410	19,247	18,842	19,453	161,803
F. Caja Libre a Valor Pte.		16,213	14,916	12,836	11,644	85,007
<b>Valor de la empresa</b>	<b>140,617</b>	--> WACC	<b>Valor de la empresa</b>	<b>140,617</b>		
			Valor de la deuda	79,583		
			Valor del capital propio	61,034		

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 69 muestra el valor de la empresa mediante el método de flujo de caja descontado (FCD), empleando un WACC que fluctúa entre 13.55% y 13.93% con tasas de descuento correspondientes. Los flujos de caja libre se descuentan a valor presente y se suman, resultando en un valor de empresa de 140,617 miles. Con una deuda de

79,583 miles, el capital propio se calcula en 61,034 miles, evidenciando un nivel de apalancamiento significativo que impacta en la estructura de valor de la empresa.

### 6.3.2. Sector retail

#### ○ Valorización de Comercializadora del sur S.A. con NIIF 16

**Tabla 70**  
*Análisis recursivo y valores ajustados 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

Valores sin recursivo		2023	2024	2025	2026	Perpetuidad
VT(t-1)	3,288,508	3,072,980	2,844,615	2,604,419	2,350,544	
%B = %Deuda	23.6%	18.8%	17.8%	16.7%	15.2%	-
Rb * (1-Tc)		5.27%	5.36%	5.26%	5.12%	4.90%
%B * Rb(1-Tc)		1.25%	1.00%	0.94%	0.85%	0.75%
%S = %Capital propio	76.4%	81.2%	82.2%	83.3%	84.8%	-
$R_s = R_o + (R_o - R_b)(1 - \%T_x)(B/S)$		10.03%	9.89%	9.87%	9.83%	9.79%
%S * R <sub>s</sub>		7.66%	8.04%	8.11%	8.19%	8.30%
WACC		8.90%	9.04%	9.04%	9.05%	9.05%
V(t-1)	2,282,016	2,269,670	2,246,544	2,209,536	2,155,536	-
Valores con recursivo		2023	2024	2025	2026	Perpetuidad
VT(t-1)	2,274,477	2,262,827	2,240,924	2,205,480	2,153,364	
%B = %Deuda	34.2%	25.5%	22.6%	19.7%	16.6%	-
Rb * (1-Tc)		5.27%	5.36%	5.26%	5.12%	4.90%
%B * Rb(1-Tc)		1.80%	1.36%	1.19%	1.01%	0.81%
%S = %Capital propio	65.8%	74.5%	77.4%	80.3%	83.4%	-
$R_s = R_o + (R_o - R_b)(1 - \%T_x)(B/S)$		10.88%	10.41%	10.27%	10.14%	10.00%
%S * R <sub>s</sub>		7.16%	7.76%	7.95%	8.14%	8.34%
WACC		8.96%	9.12%	9.14%	9.15%	9.16%
V(t-1)	2,274,477	2,262,827	2,240,924	2,205,480	2,153,364	-

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 70 presenta el análisis comparativo entre los valores calculados sin recursividad y con recursividad para los años 2023 al 2026, así como para la perpetuidad. El análisis parte de los valores teóricos de la empresa (VT), considerando las proporciones de deuda y capital propio, y el cálculo del WACC correspondiente.

En el caso sin recursividad, el valor inicial de la empresa (VT) parte de S/ 3,288,508 miles y desciende gradualmente hasta S/ 2,350,544 miles en la perpetuidad. La estructura financiera muestra una participación de deuda que varía entre 23.6% y 15.2%, mientras que el WACC se mantiene relativamente estable, oscilando entre 8.90% y 9.05%, conforme se ajustan los costos de capital.

Por otro lado, los valores con recursividad reflejan una leve disminución en los valores de VT, que pasan de S/ 2,274,477 miles a S/ 2,153,364 miles en la perpetuidad. La estructura de deuda es inicialmente más alta (34.2% en 2023) y se reduce progresivamente hasta 16.6%, con un WACC ligeramente más elevado, que fluctúa entre 8.96% y 9.16%.

Este comportamiento evidencia el impacto de recalcular el costo de capital propio (Rs) en función de una estructura de financiamiento dinámica. La aplicación de la NIIF 16, al incorporar pasivos por arrendamientos, incrementa inicialmente el nivel de apalancamiento. Sin embargo, dado que los intereses por arrendamientos no generan escudo fiscal, no se reconoce un beneficio tributario adicional, lo cual limita el efecto reductor sobre el WACC en el modelo recursivo.

En conjunto, el análisis muestra que la aplicación del enfoque recursivo bajo NIIF 16 introduce un mayor grado de precisión al considerar el riesgo endógeno, pero su impacto sobre la valorización es moderado debido al perfil financiero conservador de la empresa y a la ausencia de beneficios fiscales por los intereses de arrendamiento.

**Tabla 71**  
*Valor presente con WACC 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

Con WACC		2023	2024	2025	2026	Perpetuidad
WACC		8.96%	9.12%	9.14%	9.15%	9.16%
Tasa de descuento		0.9177	0.8410	0.7706	0.7060	0.6468
F. Caja libre		215,528	228,365	240,196	253,875	2,350,544
F. Caja Libre a Valor Pte.		197,798	192,056	185,093	179,238	1,520,292
<b>Valor de la empresa</b>	<b>2,274,477</b>	--> WACC	<b>Valor de la empresa</b>		<b>2,274,477</b>	
			Valor de la deuda		777,524	
			Valor del capital propio		1,496,953	

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 71 muestra el valor de la empresa mediante el método de flujo de caja descontado (FCD), empleando un WACC que fluctúa entre 8.96% y 9.16%, con tasas de descuento correspondientes. Los flujos de caja libre se descuentan a valor presente y se suman, resultando en un valor de empresa de S/ 2,274,477 miles.

Con una deuda de S/ 777,524 miles, el capital propio se calcula en S/ 1,496,953 miles, evidenciando una estructura de capital predominantemente financiada por capital propio, lo que refleja un menor nivel de apalancamiento.

○ **Valorización de Comercializadora del sur S.A. con NIC 17**

**Tabla 72**  
*Análisis recursivo y valores ajustados 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Valores sin recursivo</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
VT(t-1)	3,094,543	2,949,015	2,790,649	2,620,454	2,436,579	
%B = %Deuda	15.7%	11.4%	11.5%	11.7%	12.0%	-
Rb * (1-Tc)		4.54%	4.54%	4.54%	4.54%	4.54%
%B * Rb(1-Tc)		0.71%	0.52%	0.52%	0.53%	0.54%
%S = %Capital propio	84.3%	88.6%	88.5%	88.3%	88.0%	-
Rs = Ro+(Ro-Rb)(1-%Tx)(B/S)		9.79%	9.70%	9.70%	9.70%	9.71%
%S * Rs		8.25%	8.59%	8.58%	8.57%	8.55%
WACC		8.97%	9.11%	9.11%	9.10%	9.09%
V(t-1)	672,588	587,362	482,502	356,241	204,784	-
<b>Valores con recursivo</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
<b>VT(t-1)</b>	<b>2,104,791</b>	<b>2,147,038</b>	<b>2,184,146</b>	<b>2,213,315</b>	<b>2,231,941</b>	
%B = %Deuda	23.1%	15.7%	14.7%	13.9%	13%	-
Rb * (1-Tc)		4.54%	4.54%	4.54%	4.54%	4.54%
%B * Rb(1-Tc)		1.05%	0.71%	0.67%	0.63%	0.59%
%S = %Capital propio	76.9%	84.3%	85.3%	86.1%	86.9%	-
Rs = Ro+(Ro-Rb)(1-%Tx)(B/S)		10.24%	9.95%	9.92%	9.89%	9.86%
%S * Rs		7.87%	8.39%	8.46%	8.52%	8.58%
WACC		8.92%	9.10%	9.13%	9.15%	9.17%
V(t-1)	2,104,791	2,147,038	2,184,146	2,213,315	2,231,941	-

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 72 muestra la valorización de Comercializadora del Sur S.A. bajo NIC 17, comparando los resultados sin recursividad y con recursividad entre 2023 y 2026, incluyendo la perpetuidad.

En el escenario sin recursividad, el valor teórico de la empresa (VT) disminuye de S/ 3,094,543 miles en 2023 a S/ 2,436,579 miles en la perpetuidad, con una estructura de deuda muy baja, oscilando entre 11.4% y 15.7%, y un WACC que se mantiene relativamente estable entre 8.97% y 9.09%. El valor económico descontado (V) presenta una caída progresiva, desde S/ 672,588 miles en 2023 hasta S/ 204,784 miles en la perpetuidad.

En contraste, el escenario con recursividad muestra valores de VT significativamente más estables y elevados, pasando de S/ 2,104,791 miles en 2023 a S/ 2,231,941 miles en la perpetuidad. La proporción de deuda es mayor al inicio (23.1% en 2023) y se reduce gradualmente hasta 13%, mientras que el WACC se ubica en un rango similar, aunque ligeramente creciente, entre 8.92% y 9.17%.

Este enfoque refleja cómo el ajuste por riesgo financiero en la estructura de capital puede estabilizar la valorización de la empresa, incluso sin los efectos de la NIIF 16, ya que bajo NIC 17 no se reconocen pasivos por arrendamientos. En este caso, el modelo recursivo suaviza la caída del valor descontado y presenta un perfil de valorización más sostenido en el tiempo, a pesar del bajo apalancamiento.

**Tabla 73**  
*Valor presente con WACC 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

		2023	2024	2025	2026	Perpetuidad
WACC		8.92%	9.10%	9.13%	9.15%	9.17%
Tasa de descuento		0.9181	0.8415	0.7711	0.7065	0.6471
F. Caja libre		145,528	158,365	170,196	183,875	2,436,579
F. Caja Libre a Valor Pte.		133,608	133,262	131,238	129,901	1,576,783
<b>Valor de la empresa</b>	<b>2,104,791</b>	--> WACC	<b>Valor de la empresa</b>		<b>2,104,791</b>	
			Valor de la deuda		486,626	
			Valor del capital propio		1,618,165	

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 73 muestra el valor de la empresa mediante el método de flujo de caja descontado (FCD), empleando un WACC que fluctúa entre 8.92% y 9.17%, con tasas

de descuento correspondientes. Los flujos de caja libre se descuentan a valor presente y se suman, resultando en un valor de empresa de S/ 2,104,791 miles.

Con una deuda de S/ 486,626 miles, el capital propio se calcula en S/ 1,618,165 miles, evidenciando una estructura de capital conservadora, con predominio del capital propio y un bajo nivel de apalancamiento.

### 6.3.3. Sector tecnología

#### ○ Valorización de TechSec S.A. con NIIF 16

**Tabla 74**  
*Análisis recursivo y valores ajustados 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Recursivo</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
VT(t-1)	81,848	70,724	57,498	72,138	61,839	
%B = %Deuda	15.4%	11.0%	41.8%	29.4%	29.7%	
Rb * (1-Tc)		5.65%	5.43%	6.37%	6.38%	6.36%
%B * Rb(1-Tc)		0.87%	0.60%	2.66%	1.87%	1.89%
%S = %Capital propio	84.6%	89.0%	58.2%	70.6%	70.3%	
Rs = Ro+(Ro-Rb)(1-%Tx)(B/S)		13.07%	12.86%	15.00%	13.91%	13.93%
%S * Rs		11.06%	11.44%	8.73%	9.82%	9.79%
WACC		11.93%	12.04%	11.39%	11.70%	11.68%
<b>V(t-1)</b>	<b>52,093</b>	<b>47,182</b>	<b>39,637</b>	<b>58,792</b>	<b>55,369</b>	
<b>Valores con recursivo</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	
<b>VT(t-1)</b>	51,321	46,424	38,856	58,226	55,074	
%B = %Deuda	24.5%	16.8%	61.9%	36.4%	33.4%	
Rb * (1-Tc)		5.65%	5.43%	6.37%	6.38%	6.36%
%B * Rb(1-Tc)		1.38%	0.91%	3.94%	2.32%	2.12%
%S = %Capital propio	75.5%	83.2%	38.1%	63.6%	66.6%	
Rs = Ro+(Ro-Rb)(1-%Tx)(B/S)		14.24%	13.55%	21.59%	15.65%	15.25%
%S * Rs		10.75%	11.27%	8.23%	9.96%	10.16%
WACC		12.13%	12.19%	12.17%	12.28%	12.28%
<b>V(t-1)</b>	<b>51,321</b>	<b>46,424</b>	<b>38,856</b>	<b>58,226</b>	<b>55,074</b>	

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 74 presenta el análisis comparativo entre los valores calculados sin recursividad y con recursividad para los años 2023 al 2026, así como para la

perpetuidad. El análisis parte de los valores teóricos de la empresa (VT), considerando las proporciones de deuda y capital propio, y el cálculo del WACC correspondiente. En el caso sin recursividad, el valor inicial de la empresa (VT) parte de S/ 81,848 miles y desciende gradualmente hasta S/ 61,839 miles en la perpetuidad. La estructura financiera muestra una participación de deuda que varía entre 11.0% y 41.8%, mientras que el WACC oscila entre 11.39% y 12.04%, conforme se ajustan los costos de capital. Por otro lado, los valores con recursividad reflejan una mayor sensibilidad al riesgo financiero. El VT se reduce desde S/ 52,093 miles hasta S/ 55,074 miles en la perpetuidad, con una estructura de deuda más volátil (entre 16.8% y 61.9%) y un WACC más elevado, ubicado entre 12.13% y 12.28%. Esto evidencia el impacto de recalcularse el costo de capital propio (Rs) en función de una estructura de financiamiento dinámica.

Cabe destacar que el Rs se ajusta proporcionalmente al costo de la deuda después de impuestos ( $R_b(1-T_c)$ ), considerando el efecto del escudo fiscal por intereses financieros deducibles. No se incluye, sin embargo, el escudo fiscal derivado de los intereses de arrendamientos, ya que bajo las NIIF estos no generan un ahorro tributario explícito. Esta omisión es clave, ya que contribuye a un mayor costo promedio ponderado de capital en el escenario recursivo, lo que puede afectar la valorización de la empresa. En conjunto, el análisis muestra cómo la aplicación del modelo recursivo refleja un mayor grado de realismo al incorporar el efecto del riesgo financiero endógeno, evidenciando una fluctuación en la valorización debido a la dinámica del apalancamiento y su impacto en el costo de capital.

**Tabla 75**  
*Valor presente con WACC 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

Con WACC		2023	2024	2025	2026	Perpetuidad
WACC		12.13%	12.19%	12.17%	12.28%	12.28%
Tasa de descuento		0.8918	0.7949	0.7087	0.6312	0.5621
F. Caja libre		11,124	13,226	-14,640	10,300	61,839
F. Caja Libre a Valor Pte.		9,920	10,514	-10,375	6,501	34,761
<b>Valor de la empresa</b>	<b>51,321</b>	--> WACC		<b>Valor de la empresa</b>		<b>51,321</b>
				Valor de la deuda		12,566
				Valor del capital propio		38,755

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 75 muestra el valor de la empresa mediante el método de flujo de caja descontado (FCD), empleando un WACC que fluctúa entre 12.13% y 12.28% con tasas de descuento correspondientes. Los flujos de caja libre presentan alta volatilidad, incluyendo un flujo negativo de -S/14,640 miles en 2025, que se descuentan a valor presente y se suman, resultando en un valor de empresa de S/51,321 miles. Con una deuda de S/12,566 miles, el capital propio se calcula en S/38,755 miles, evidenciando una estructura de capital predominantemente financiada por capital propio con bajo nivel de apalancamiento.

○ **Valorización de TechSec S.A. con NIC 17**

**Tabla 76**  
*Análisis recursivo y valores ajustados 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>Valores sin recursivo</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
VT(t-1)	77,412	70,008	60,502	58,638	52,059	
%B = %Deuda	7.5%	6.2%	6.3%	5.7%	5.8%	
Rb * (1-Tc)		4.37%	4.37%	4.37%	4.37%	4.37%
%B * Rb(1-Tc)		0.33%	0.27%	0.28%	0.25%	0.25%
%S = %Capital propio	92.5%	93.8%	93.7%	94.3%	94.2%	
Rs = Ro+(Ro-Rb)(1-%Tx)(B/S)		12.71%	12.65%	12.66%	12.63%	12.64%
%S * Rs		11.75%	11.87%	11.86%	11.92%	11.90%
WACC		12.08%	12.14%	12.13%	12.16%	12.16%
V(t-1)	23,253	18,657	11,416	10,938	5,689	
<b>Valores con recursivo</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	
<b>VT(t-1)</b>	48,909	47,433	43,710	47,178	46,375	
%B = %Deuda	11.9%	9.1%	8.7%	7.0%	6.5%	
Rb * (1-Tc)		4.37%	4.37%	4.37%	4.37%	4.37%
%B * Rb(1-Tc)		0.52%	0.40%	0.38%	0.31%	0.28%
%S = %Capital propio	88.1%	90.9%	91.3%	93.0%	93.5%	
Rs = Ro+(Ro-Rb)(1-%Tx)(B/S)		13.17%	12.97%	12.95%	12.84%	12.80%
%S * Rs		11.60%	11.79%	11.82%	11.94%	11.97%
WACC		12.12%	12.19%	12.20%	12.24%	12.26%
V(t-1)	48,909	47,433	43,710	47,178	46,375	

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 76 muestra la valorización de TechSec S.A. bajo NIC 17, comparando los resultados sin recursividad y con recursividad para los años 2023 a 2026, incluyendo la perpetuidad.

En el escenario sin recursividad, el valor teórico de la empresa (VT) disminuye de S/ 77,412 miles a S/ 52,059 miles en la perpetuidad, con un WACC que se mantiene estable alrededor del 12.1%, y una estructura de deuda muy baja, entre 5.7% y 7.5%. El valor económico descontado (V) refleja una caída significativa, desde S/ 23,253 miles en 2023 hasta S/ 5,689 miles en la perpetuidad.

En contraste, el escenario con recursividad muestra valores de VT más estables, oscilando entre S/ 48,909 miles y S/ 46,375 miles en la perpetuidad, con una proporción de deuda ligeramente mayor al inicio (11.9% en 2023) y que se reduce gradualmente a 6.5% en perpetuidad. El WACC es un poco más alto, fluctuando entre 12.12% y 12.26%.

Este enfoque refleja cómo el ajuste por riesgo financiero en la estructura de capital puede estabilizar la valorización, incluso sin considerar los efectos de la NIIF 16, ya que bajo NIC 17 no se reconocen pasivos por arrendamientos. Así, el modelo recursivo muestra una valorización más sostenida y menos volátil en el tiempo, frente a un escenario sin recursividad que refleja mayor pérdida de valor.

**Tabla 77**  
*Valor presente con WACC 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

Con WACC		2023	2024	2025	2026	Perpetuidad
WACC		19.65%	19.65%	19.01%	18.89%	12.26%
Tasa de descuento		0.8357	0.6985	0.5869	0.4937	0.5623
F. Caja libre		9,490	11,042	2,767	6,758	52,059
F. Caja Libre a Valor Pte.		7,932	7,713	1,624	3,336	29,274
<b>Valor de la empresa</b>	<b>48,909</b>	--> WACC	<b>Valor de la empresa</b>			48,909
			Valor de la deuda			5,817
			Valor del capital propio			43,092

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 77 muestra el valor de la empresa mediante el método de flujo de caja descontado (FCD), empleando un WACC que fluctúa significativamente entre 12.26% y 19.65% con tasas de descuento correspondientes. Los flujos de caja libre presentan

variabilidad moderada, con valores desde 2,767 hasta 11,042 miles, que se descuentan a valor presente y se suman, resultando en un valor de empresa de 48,909 miles. Con una deuda de 5,817 miles, el capital propio se calcula en 43,092 miles, evidenciando una estructura de capital altamente conservadora con predominio del capital propio y mínimo apalancamiento.

#### 6.4. Aplicación del método del valor presente ajustado (APV)

##### 6.4.1. Sector minería

- Con NIIF 16

**Tabla 78**  
Método APV - Primera proposición de Modigliani-Miller 2023-2026

Método APV - 1Era Proposición De M&M		2023	2024	2025	2026	Perpetuidad
F. Caja Libre		22,835	10,975	23,268	33,678	152,455
VAN (Ro, CF Económico)	139,212					-
F Caja Escudo fiscal – Intereses		1,829	1,714	1,530	1,484	1,300
VAN (Ro, FC Escudo fiscal - intereses)	5,406					-
<b>Valor total</b>	<b>144,617</b>					

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 78 presenta el cálculo del método APV basado en la primera proposición de Modigliani-Miller para el período 2023-2026.

El Valor Actual Neto (VAN) de los flujos de caja económicos descontados al costo de capital no apalancado ( $K_u$ ) alcanza US\$ 139,212 miles. Los flujos de caja libre fluctúan entre US\$ 10,975 miles y US\$ 33,678 miles, con una perpetuidad de US\$ 152,455 miles.

El VAN del escudo fiscal corresponde exclusivamente a los intereses por obligaciones financieras deducibles, con un valor adicional de US\$ 5,406 miles, presentando flujos decrecientes desde US\$ 1,829 miles en 2023 hasta US\$ 1,300 miles en la perpetuidad. No se considera beneficio tributario por intereses derivados de arrendamientos, ya que bajo las NIIF estos no generan escudo fiscal.

El valor total de la empresa mediante el método APV es de US\$ 144,617 miles, reflejando únicamente el beneficio tributario asociado al financiamiento con deuda financiera deducible.

- Con NIC 17

**Tabla 79**  
*Calculo APV 2023-2026*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>METODO APV - 1ERA PROPOSICION DE M&amp;M</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
F. Caja Libre		18,410	19,247	18,842	19,453	161,803
VAN-Ro, CF Económico	135,211					
F Caja Escudo fiscal – Intereses		1,829	1,714	1,530	1,484	1,300
VAN-Ro, FC Escudo fiscal – intereses	5,406					
<b>Valor total</b>	<b>140,617</b>					

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 79 presenta el cálculo del método APV basado en la primera proposición de Modigliani-Miller para el período 2023-2026, bajo el marco de la NIC 17.

El valor actual neto (VAN) de los flujos de caja económicos, descontados al costo de capital no apalancado ( $K_u$ ), alcanza US\$ 135,211 miles. Los flujos de caja libre oscilan entre US\$ 18,410 miles y US\$ 19,453 miles, con una perpetuidad de US\$ 161,803 miles.

Por otro lado, el VAN del escudo fiscal por intereses aporta un valor adicional de US\$ 5,406 miles, con flujos decrecientes desde US\$ 1,829 miles en 2023 hasta US\$ 1,300 miles en la perpetuidad.

El valor total de la empresa calculado mediante APV es de US\$ 140,617 miles, mostrando el efecto positivo del beneficio tributario asociado al financiamiento con deuda.

### 6.4.2. Sector retail

- Con NIIF 16

**Tabla 80**  
*Método APV - Primera proposición de Modigliani-Miller 2023-2026*

<b>Método APV - 1Era Proposición De M&amp;M</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
F. Caja Libre		215,528	228,365	240,196	253,875	2,350,544
VAN (Ro, CF Económico)	2,240,803					-
F Caja Escudo fiscal - Intereses		11,970	8,280	7,911	7,542	7,173
VAN (Ro, FC Escudo fiscal - intereses)	33,674					-
<b>Valor total</b>	<b>2,274,477</b>					

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 80 presenta el método APV basado en la primera proposición de Modigliani-Miller para el período 2023-2026, bajo el marco de la NIIF 16.

El Valor Actual Neto (VAN) de los flujos de caja económicos descontados al costo de capital no apalancado ( $K_u$ ) alcanza S/ 2,240,803 miles. Los flujos de caja libre oscilan entre S/ 215,528 miles en 2023 y S/ 2,350,544 miles en la perpetuidad.

El VAN del escudo fiscal corresponde únicamente a los intereses por obligaciones financieras deducibles, aportando un valor adicional de S/ 33,674 miles, con flujos decrecientes desde S/ 11,970 miles en 2023 hasta S/ 7,173 miles en la perpetuidad. No se considera beneficio tributario por intereses de arrendamientos, dado que bajo NIIF 16 estos no generan escudo fiscal.

El valor total de la empresa calculado mediante el método APV es de S/ 2,274,477 miles, reflejando únicamente el beneficio tributario asociado al financiamiento con deuda financiera deducible.

- Con NIC 17

**Tabla 81**  
Calculo APV 2022-2026  
Expresado en miles de soles (S/)

<b>METODO APV - 1ERA PROPOSICION DE M&amp;M</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
F. Caja Libre		145,528	158,365	170,196	183,875	2,436,579
VAN (Ro, CF Económico)	2,071,117					
F Caja Escudo fiscal - Intereses		11,970	8,280	7,911	7,542	7,173
VAN (Ro, FC Escudo fiscal - intereses)	33,674					-
<b>Valor total</b>	<b>2,104,791</b>					

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 81 presenta el cálculo del método APV basado en la primera proposición de Modigliani-Miller para el período 2023-2026, bajo el marco de la NIIF 16.

El Valor Actual Neto (VAN) de los flujos de caja económicos, descontados al costo de capital no apalancado (Ku), alcanza S/ 2,240,803 miles. Los flujos de caja libre oscilan entre S/ 215,528 miles y S/ 253,875 miles, con una perpetuidad de S/ 2,350,544 miles. Por otro lado, el VAN del escudo fiscal por intereses aporta un valor adicional de S/ 33,674 miles, con flujos decrecientes desde S/ 11,970 miles en 2023 hasta S/ 7,173 miles en la perpetuidad. Cabe destacar que no se considera beneficio tributario por intereses derivados de arrendamientos, ya que bajo la NIIF 16 no generan escudo fiscal. El valor total de la empresa calculado mediante APV es de S/ 2,274,477 miles, mostrando el efecto positivo del beneficio tributario asociado únicamente al financiamiento con deuda financiera deducible.

#### **6.4.3. Sector tecnología**

- Con NIIF 16

**Tabla 82**  
*Método APV - Primera proposición de Modigliani-Miller 2022-2026*

<b>METODO APV - 1ERA PROPOSICION DE M&amp;M</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
F. Caja Libre		11,124	13,226	-14,640	10,300	61,839
VAN (Ro, CF Económico)	50,942					
F Caja Escudo fiscal – Intereses		146	109	96	84	76
VAN (Ro, FC Escudo fiscal - intereses)	379					
<b>Valor total</b>	<b>51,321</b>					

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 82 presenta el cálculo del método APV basado en la primera proposición de Modigliani-Miller para el período 2022-2026.

El Valor Actual Neto (VAN) de los flujos de caja económicos, descontados al costo de capital no apalancado (Ku), alcanza S/ 50,942 miles. Los flujos de caja libre presentan alta volatilidad, incluyendo un flujo negativo de S/ -14,640 miles en 2024, y oscilan hasta S/ 61,839 miles en la perpetuidad.

El VAN del escudo fiscal corresponde únicamente a los intereses por obligaciones financieras deducibles, con un valor adicional de S/ 379 miles, presentando flujos decrecientes desde S/ 146 miles en 2022 hasta S/ 76 miles en la perpetuidad. No se considera beneficio tributario por intereses derivados de arrendamientos, dado que bajo NIIF 16 estos no generan escudo fiscal.

El valor total de la empresa mediante el método APV es de S/ 51,321 miles, reflejando únicamente el beneficio tributario asociado al financiamiento con deuda financiera deducible.

- Con NIC 17

**Tabla 83**  
*Calculo APV 2023-2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>METODO APV - 1ERA PROPOSICION DE M&amp;M</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Perpetuidad</b>
F. Caja Libre		7,404	9,506	1,864	6,580	52,059
VAN (Ro, CF Económico)	48,530					
F Caja Escudo fiscal – Intereses		146	109	96	84	76
VAN (Ro, FC Escudo fiscal - intereses)	379					
<b>Valor total</b>	48,909					

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 83 presenta el cálculo del método APV basado en la primera proposición de Modigliani-Miller para el período 2023-2026, bajo el marco de la NIC 17.

El Valor Actual Neto (VAN) de los flujos de caja económicos, descontados al costo de capital no apalancado (Ku), alcanza S/ 48,530 miles. Los flujos de caja libre muestran variabilidad, con valores desde S/ 1,864 miles en 2025 hasta S/ 52,059 miles en la perpetuidad.

Por otro lado, el VAN del escudo fiscal por intereses aporta un valor adicional de S/ 379 miles, con flujos decrecientes desde S/ 146 miles en 2023 hasta S/ 76 miles en la perpetuidad.

El valor total de la empresa calculado mediante el método APV es de S/ 48,909 miles, reflejando únicamente el beneficio tributario asociado al financiamiento con deuda financiera deducible.

## 6.5. Aplicación del método de múltiplos basados en EBITDA

### 6.5.1. Sector minería

**Tabla 84**

*Cálculo del múltiplo EBITDA y EBITDA del sector (en base a información 2022)  
Expresado en miles de dólares (US\$)*

Concepto	Con NIIF	Con NIC
<b>Valor de la empresa</b>	144,617	140,617
UAI	-5,242	-5,039
Depreciación	-27,603	-15,204
Amortización	-700	-700
Intereses	-15,999	-13,970
<b>Ebitda</b>	<b>39,060</b>	<b>24,835</b>
<b>Múltiplo Ebitda</b>	3.70	5.66
<b>Ebitda del sector (rangos)*</b>	<b>5x - 8x</b>	

*Fuente: Los rangos de múltiplo EBITDA sectorial (5 veces – 8 veces) corresponden al promedio reportado para el sector minero en mercados emergentes (Damodaran, 2023, Yahoo Finance, 2023).*

La Tabla 84 muestra el cálculo del múltiplo EBITDA y su comparación con el rango sectorial para el año 2022. El EBITDA presenta una diferencia significativa de US\$14,225 miles (57.28%), siendo mayor bajo NIIF (US\$39,060 miles) frente a NIC (US\$24,835 miles). Esta diferencia se debe al tratamiento de los arrendamientos financieros según NIIF 16, donde la cuota de arrendamiento se descompone en amortización e intereses, lo que evita su deducción del EBITDA. En cambio, bajo NIC, estos pagos se reconocen íntegramente como gasto operativo, reduciendo el EBITDA. El múltiplo EBITDA resultante es 3.70 veces con NIIF y 5.66 veces con NIC; este último se encuentra dentro del rango sectorial de 5 veces a 8 veces, mientras que el valor con NIIF queda por debajo, lo que evidencia el impacto contable de los arrendamientos sobre los indicadores de valorización.

### 6.5.2. Sector retail

**Tabla 85**  
*Cálculo del múltiplo EBITDA y EBITDA del sector*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

Concepto	Con NIIF	Con NIC
<b>Valor de la empresa</b>	<b>2,274,477</b>	2,104,791
UAI	222,715	225,063
Depreciación	-137,131	-86,809
Amortización	-1,276	-1,276
Intereses	-66,912	-44,885
<b>Ebitda</b>	<b>428,034</b>	<b>358,034</b>
<b>Múltiplo Ebitda</b>	5.31	5.88
<b>Ebitda del sector (rangos)</b>	<b>7x - 10x</b>	

*Fuente. Los rangos de múltiplo EBITDA sectorial (7 veces – 10 veces) corresponden al promedio reportado para el sector minero en mercados emergentes (Damodaran, 2023, Yahoo Finance, 2023).*

La Tabla 85 presenta el cálculo del múltiplo EBITDA y su comparación con el rango sectorial para el año 2022, expresado en miles de soles. El EBITDA es mayor bajo NIIF (S/ 428,034 miles) frente a NIC (S/ 358,034 miles), reflejando una diferencia de S/ 70,000 miles (19.55%). Esta diferencia se debe al tratamiento contable de los arrendamientos según NIIF 16, donde la cuota de arrendamiento se divide entre amortización e intereses, lo que evita su deducción directa del EBITDA. En contraste, bajo NIC, dicha cuota se registra como gasto operativo, reduciendo el indicador.

El múltiplo EBITDA calculado es 5.31 veces con NIIF y 5.88 veces con NIC, ambos por debajo del rango sectorial estimado entre 7 veces y 10 veces. Esto evidencia cómo la aplicación de NIIF 16 puede incrementar el EBITDA y afectar el múltiplo, sin necesariamente reflejar una mejora económica real, lo cual debe considerarse al comparar con otras empresas del sector.

### 6.5.3. Sector tecnología

**Tabla 86**  
*Cálculo del múltiplo EBITDA y EBITDA del sector*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

Concepto	Con NIIF	Con NIC
<b>Valor de la empresa</b>	<b>51,321</b>	48,909
UAI	6,495	6,326
Depreciación	-3,409	-520
Amortización	-1,818	-1,818
Intereses	-854	-192
<b>Ebitda</b>	<b>12,576</b>	<b>8,856</b>
<b>Múltiplo Ebitda</b>	4.08	5.52
<b>Ebitda del sector (rangos)</b>	<b>10x - 15x</b>	

*Fuente: Los rangos de múltiplo EBITDA sectorial (10 veces – 15 veces) corresponden al promedio reportado para el sector minero en mercados emergentes (Damodaran, 2023, Yahoo Finance, 2023).*

La Tabla 86 presenta el cálculo del múltiplo EBITDA y su comparación con el rango sectorial para el año 2022 en el sector tecnología, expresado en miles de soles. El EBITDA bajo NIIF asciende a S/ 12,576 miles, mientras que con NIC es de S/ 8,856 miles, lo que representa una diferencia de S/ 3,720 miles (42.00%). Esta diferencia se debe al tratamiento de los arrendamientos financieros conforme a NIIF 16, que reclasifica las cuotas de arrendamiento como amortización e intereses, excluyéndolas del gasto operativo y elevando el EBITDA. Bajo NIC, dichos pagos se registran íntegramente como gasto, disminuyendo el indicador.

El múltiplo EBITDA resulta en 4.08 veces con NIIF y 5.52 veces con NIC, ambos muy por debajo del rango sectorial de 10 veces a 15 veces, lo que evidencia una posible subvalorización relativa en comparación con otras empresas tecnológicas, además del impacto contable que genera NIIF 16 sobre los indicadores de valorización.

## 6.6. Discusión general de resultados

### 6.6.1. Resultados comparativos

- Minería

**Tabla 87**  
*Cuadro comparativo de resultados por métodos bajo NIIF 16 y NIC 17*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

	NIIF 16	NIC	Diferencia	Diferencia (%)
<b>FCD</b>				
Valor de la empresa	144,617	140,617	4,001	2.85%
Valor de la deuda	92,754	79,583	13,171	16.55%
Valor de accionista	51,863	61,034	-9,171	-15.03%
<b>APV</b>				
Valor de la empresa	144,617	140,617	4,001	2.85%
Valor de la deuda	92,754	79,583	13,171	16.55%
Valor de accionista	51,863	61,034	-9,171	-15.03%
<b>EBITDA BASE 2022</b>				
EBITDA	39,060	24,835	14,225	57.28%
Múltiplo EBITDA	3.70	5.66		
Múltiplo del sector	5x - 8x			

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 87 presenta un análisis comparativo de los resultados de valorización bajo NIIF 16 y NIC, aplicando los métodos de FCD y APV. En ambos métodos, el valor de la empresa con NIIF 16 asciende a US\$144,617 miles, frente a US\$140,617 miles bajo NIC, lo que representa una variación de US\$4,001 miles (2.85%), una diferencia poco significativa en términos relativos.

Por otro lado, el valor de la deuda se incrementa de US\$79,583 miles con NIC a US\$92,754 miles con NIIF 16 (+US\$13,171 miles), debido al reconocimiento del pasivo por arrendamientos financieros. Este mayor endeudamiento contable reduce el valor del accionista de US\$61,034 miles con NIC a US\$51,863 miles con NIIF 16, evidenciando una disminución de US\$9,171 miles (-15.03%).

En el análisis del múltiplo EBITDA, el EBITDA base 2022 es de US\$39,060 miles con NIIF 16 y US\$24,835 miles con NIC, mostrando una diferencia de US\$14,225 miles (+57.28%). Esta diferencia se debe a que, bajo NIIF 16, la cuota de arrendamiento financiero se descompone en amortización e intereses, lo que evita su deducción del EBITDA. En cambio, bajo NIC, dicha cuota se reconoce como gasto operativo, reduciendo directamente el indicador.

El múltiplo EBITDA resultante es 3.70 veces con NIIF 16 y 5.66 veces con NIC. Solo el valor con NIC se encuentra dentro del rango sectorial de 5 veces a 8 veces, mientras

que el múltiplo con NIIF 16 queda por debajo. Esto refleja cómo el tratamiento contable de los arrendamientos puede impactar de forma significativa la interpretación de los múltiplos de valorización, afectando la comparabilidad entre empresas según el marco normativo aplicado.

- Retail

**Tabla 88**  
*Cuadro comparativo de resultados por métodos bajo NIIF 16 y NIC 17*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

	<b>NIIF 16</b>	<b>NIC</b>	<b>Diferencia</b>	<b>Diferencia (%)</b>
<b>FCD</b>				
Valor de la empresa	2,274,477	2,104,791	169,686	8.06%
Valor de la deuda	777,524	486,626	290,898	59.78%
Valor de accionista	1,496,953	1,618,165	-121,212	-7.49%
<b>APV</b>				
Valor de la empresa	2,274,477	2,104,791	169,686	8.06%
Valor de la deuda	777,524	486,626	290,898	59.78%
Valor de accionista	1,496,953	1,618,165	-121,212	-7.49%
<b>EBITDA BASE 2022</b>				
EBITDA	428,034	358,034	70,000	19.55%
Múltiplo EBITDA	5.31	5.88		
Múltiplo del sector	7x -10x			

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 88 presenta un análisis comparativo de los resultados de valorización bajo NIIF 16 y NIC 17 para el sector retail, utilizando los métodos de FCD y APV, expresado en miles de soles. En ambos métodos, el valor de la empresa con NIIF 16 asciende a S/ 2,274,477 miles, frente a S/ 2,104,791 miles bajo NIC, lo que representa un aumento de S/ 169,686 miles (+8.06%), una diferencia moderada.

Sin embargo, este incremento se acompaña de un aumento significativo en el valor de la deuda, que pasa de S/ 486,626 miles con NIC a S/ 777,524 miles con NIIF 16 (+S/ 290,898 miles), debido al reconocimiento de los pasivos por arrendamientos financieros. Como consecuencia, el valor del accionista se reduce de S/ 1,618,165 miles bajo NIC a S/ 1,496,953 miles con NIIF 16, lo que implica una disminución de S/ 121,212 miles (-7.49%).

En cuanto al análisis por múltiplos, el EBITDA base 2022 asciende a S/ 428,034 miles con NIIF 16 y a S/ 358,034 miles con NIC, mostrando una diferencia de S/ 70,000 miles (+19.56%). Esta diferencia se debe a que, conforme a NIIF 16, la cuota de

arrendamiento financiero se descompone en amortización e intereses, y por lo tanto no reduce el EBITDA. En cambio, bajo NIC, dicha cuota se registra como gasto operativo, disminuyendo directamente este indicador.

El múltiplo EBITDA calculado es 5.31 veces con NIIF 16 y 5.88 veces con NIC, ambos por debajo del rango sectorial estimado de 7 veces a 10 veces. Esto sugiere una posible subvalorización relativa frente al mercado, al tiempo que evidencia cómo el tratamiento contable de los arrendamientos puede alterar los indicadores clave de valorización, especialmente al comparar empresas bajo distintos marcos normativos.

- Tecnología

**Tabla 89**  
*Cuadro comparativo de resultados por métodos bajo NIIF 16 y NIC 17*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

	<b>NIIF 16</b>	<b>NIC</b>	<b>Diferencia</b>	<b>Diferencia (%)</b>
<b>FCD</b>				
Valor de la empresa	51,321	48,909	2,412	4.93%
Valor de la deuda	12,566	5,817	6,749	116.03%
Valor de accionista	38,755	43,092	-4,337	-10.07%
<b>APV</b>				
Valor de la empresa	51,321	48,909	2,412	4.93%
Valor de la deuda	12,566	5,817	6,749	116.03%
Valor de accionista	38,755	43,092	-4,337	-10.07%
<b>EBITDA BASE 2022</b>				
EBITDA	12,576	8,856	3,720	42.01%
Múltiplo EBITDA	4.08	5.52		
Múltiplo del sector	10x - 15x			

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 89 presenta un análisis comparativo de los resultados de valorización bajo NIIF 16 y NIC 17 en el sector tecnología, utilizando los métodos de FCD y APV, expresado en miles de soles. El valor de la empresa con NIIF 16 asciende a S/ 51,321 miles, frente a S/ 48,909 miles con NIC, lo que representa un incremento de S/ 2,412 miles (+4.93%), una diferencia relativamente moderada.

El valor de la deuda se incrementa de S/ 5,817 miles con NIC a S/ 12,566 miles con NIIF 16 (+S/ 6,749 miles), debido al reconocimiento contable del pasivo por arrendamientos financieros conforme a NIIF 16. Como resultado, el valor del accionista

disminuye de S/ 43,092 miles a S/ 38,755 miles, lo que implica una reducción de S/ 4,337 miles (-10.06%).

Respecto al análisis por múltiplos, el EBITDA base 2022 asciende a S/ 12,576 miles con NIIF 16 y a S/ 8,856 miles con NIC, mostrando una diferencia de S/ 3,720 miles (+42.00%). Esta diferencia se debe al tratamiento de los arrendamientos financieros según NIIF 16, donde la cuota se descompone en amortización e intereses, evitando su deducción del EBITDA. Bajo NIC, en cambio, la cuota se registra como gasto operativo, reduciendo directamente el indicador.

El múltiplo EV/EBITDA de TechSec S.A. es de 4.08 veces bajo NIIF 16 y 5.52 veces bajo NIC 17, ambos significativamente por debajo del rango sectorial de 10 a 15 veces reportado para el sector tecnológico en mercados emergentes. Esta discrepancia se explica por factores inherentes al diseño del caso simulado y al impacto contable de NIIF 16. En primer lugar, TechSec S.A. se modeló como una empresa tecnológica en una etapa inicial de crecimiento, caracterizada por una alta inversión en activos fijos y gastos operativos significativos, lo que resulta en márgenes operativos moderados. Estas características son típicas de empresas tecnológicas en fase de expansión, donde los flujos de caja operativos están limitados debido a inversiones en infraestructura, investigación y desarrollo, o adquisición de activos por arrendamiento, lo cual reduce el EBITDA en relación con el valor de empresa (EV).

### ***6.6.2. Tendencias e implicaciones***

Los resultados de las valorizaciones muestran tendencias claras por sector. En el sector retail, la NIIF 16 genera el mayor impacto debido a la alta proporción de pasivos por arrendamiento (20% del total de pasivos; Tabla 25), lo que eleva el valor de la empresa y el WACC, pero reduce el valor del accionista al aumentar la deuda (Tabla 88). En minería, el impacto es moderado, con un aumento en el EBITDA (57.3%) y una menor variación en la estructura de capital (Tabla 25), reflejando una menor dependencia en arrendamientos. En tecnología, la NIIF 16 incrementa significativamente el EBITDA (77.2%), pero su bajo nivel de apalancamiento limita el impacto en el valor total (Tabla 86). Estas diferencias sugieren que la NIIF 16 requiere un análisis sectorial cuidadoso, especialmente en industrias intensivas en arrendamientos, para evitar distorsiones en la valorización y la toma de decisiones financieras (Damodaran, 2002).

### **6.6.3. Conclusiones del capítulo**

El análisis de valorización de Servicios Mineros Andinos S.A., Comercializadora del Sur S.A. y TechSec S.A., mediante los métodos FCD, APV y múltiplos EBITDA bajo NIIF 16 y NIC 17, demuestra que el impacto de la NIIF 16 varía según el enfoque utilizado. En los métodos FCD y APV, las diferencias en el valor de la empresa resultan relativamente moderadas, ya que la incorporación de los activos por derecho de uso y los pasivos por arrendamientos no altera sustancialmente los flujos descontados ni el valor del escudo fiscal, especialmente considerando que los intereses por arrendamiento no son deducibles en el contexto tributario peruano.

En contraste, los múltiplos basados en EBITDA reflejan un impacto mucho más significativo. Bajo NIIF 16, la reclasificación del gasto por arrendamiento como amortización e intereses incrementa artificialmente el EBITDA, generando una reducción en los múltiplos y una posible sobrevaloración si no se realizan los ajustes necesarios. Esto es especialmente evidente en sectores con alta intensidad de arrendamientos, como retail y tecnología.

Las diferencias sectoriales observadas subrayan la importancia de adaptar los enfoques de valorización a las particularidades contables y operativas de cada industria. Aunque en teoría el valor económico de una empresa no debería verse afectado por cambios contables, en la práctica surgen diferencias por diversas razones:

- La capitalización de arrendamientos incrementa el apalancamiento contable, elevando ratios como deuda/EBITDA (por ejemplo, de 2.5 veces a 3.2 veces en el sector retail).
- El cálculo de la perpetuidad bajo FCD se basa en flujos operativos constantes, reinversiones cíclicas para la renovación de los activos por derecho de uso (por ejemplo, cada 2–3 años en minería, 10 años en retail y 7 años en tecnología), sin crecimiento y con una estructura de capital fija. Esto amplifica el efecto del WACC utilizado para descontar la perpetuidad, el cual es sensible a la tasa implícita asumida en cada caso.
- El EBITDA inflado bajo NIIF 16 genera distorsiones en los múltiplos, incluso si el valor terminal se calcula con flujos ajustados.
- Los riesgos sectoriales influyen en la sensibilidad a la norma: el retail enfrenta un mayor apalancamiento y posibles restricciones por covenants; la minería está

expuesta a revaluaciones frecuentes por contratos cortos; y la tecnología mantiene un perfil más estable por su bajo nivel de endeudamiento.

- La percepción de mayor riesgo en el mercado también puede deprimir múltiplos, particularmente en el sector retail.

Asimismo, la etapa de madurez de los contratos (como estar en el año 5 de un contrato de 10 años en retail frente al año 2 de uno de 2.5 años en minería) influye en la proporción del activo amortizado y del pasivo residual, afectando los indicadores financieros intermedios y finales. A esto se suma la falta de criterios estandarizados en Perú para ajustar el EBITDA o los múltiplos bajo NIIF 16, lo que amplifica las distorsiones si no se realiza un análisis detallado.

Adicionalmente, parte de las diferencias en la valorización se relaciona con el tratamiento del valor residual. En ambos enfoques se proyectó una perpetuidad basada en flujos operativos constantes, sin crecimiento, con reinversiones periódicas para renovar los activos por derecho de uso. Estas reinversiones, al formar parte del CAPEX, terminan reduciendo el impacto del mayor EBITDA sobre el flujo de caja libre, neutralizando en parte el beneficio contable. Además, el WACC utilizado en la perpetuidad fue iterativo y ajustado a la estructura de capital específica de cada escenario, siendo más alto en contextos con mayor apalancamiento contable (como bajo NIIF 16) y más bajo bajo NIC 17.

En conjunto, estos elementos explican las diferencias de hasta 8% en el valor de empresa observadas entre los distintos sectores. Por ello, se concluye que, si bien las metodologías FCD y APV aplicadas correctamente pueden aislar los efectos puramente contables, es fundamental considerar las características de cada empresa, la intensidad de sus arrendamientos y las condiciones contractuales para evitar sobrestimaciones o comparaciones inadecuadas del valor económico real.

Por otro lado la adopción de la NIIF 16 plantea un debate fundamental sobre si un cambio normativo debería alterar el valor intrínseco de una empresa: por un lado, si se observa un aumento en el valor post-implementación, como en los resultados de este estudio, implica que las valoraciones previas bajo NIC 17 estaban subvaluadas al no capturar el riesgo real de pasivos por arrendamientos, desafiando el enfoque neoclásico de racionalidad perfecta al sugerir que los agentes económicos fueron "engañados" por una norma que ocultaba obligaciones off-balance, lo que cuestiona la eficiencia de mercados donde la información incompleta distorsiona decisiones de inversión; por

otro, argumentar que la norma no debería generar cambios en el valor equivaldría a minimizar su propósito, ignorando que la NIIF 16 corrige deficiencias en la representación económica sin alterar flujos de caja reales, sino mejorando la transparencia para una valoración más informada. Adicionalmente, la tasa de descuento aplicada en los arrendamientos bajo NIIF 16, equivalente a la incremental, la tasa que el arrendatario pagaría por un préstamo similar en términos de duración, monto y garantías, podría debatirse como potencialmente más alta que una tasa de préstamo estándar, dado que los contratos de arrendamiento incluyen cláusulas de terminación anticipada con penalidades o plazos de aviso, reduciendo el riesgo percibido; sin embargo, la norma exige una tasa alineada con condiciones equivalentes para reflejar fielmente el costo económico, lo que en nuestro análisis justifica su uso para el WACC, aunque sensibilidades con tasas ajustadas podrían mitigar esta controversia.

## CAPÍTULO VII. CONCLUSIONES

Este capítulo presenta las conclusiones finales de la investigación sobre el impacto de la NIIF 16 en la valorización empresarial de empresas peruanas con operaciones de arrendamiento, en los sectores de minería, retail y tecnología. La investigación aborda la problemática de la subestimación del endeudamiento bajo la NIC 17, que limitaba la comparabilidad y la evaluación precisa del riesgo financiero, y analiza cómo la NIIF 16, al reconocer activos por derecho de uso y pasivos por arrendamiento, transforma los estados financieros y los métodos de valorización (FCD, APV, múltiplo EBITDA). En este capítulo, respondemos las siguientes interrogantes: cómo afecta la NIIF 16 a la valorización empresarial, cuáles son las diferencias intersectoriales en su impacto, y si los cambios en la valorización reflejan un impacto económico real o son meramente contables. Estos puntos se alinean con el objetivo general de examinar el impacto de la NIC 17 y la NIIF 16 en el valor de empresas arrendatarias, y los objetivos específicos de analizar los alcances de ambas normas, revisar los métodos de valorización, desarrollar casos modelo y determinar los efectos en los estados financieros y la valorización. El análisis se basa en tres empresas simuladas (Servicios Mineros Andinos S.A., Comercializadora del Sur S.A. y TechSec S.A.), proporcionando una guía práctica para mejorar la precisión en la valorización empresarial en el contexto peruano.

### 7.2. Conclusiones generales del estudio:

**Objetivo 1: Examinar los alcances de la NIC 17 y de la NIIF 16, tanto para los arrendadores como para los arrendatarios, analizando ventajas y desventajas, incluyendo su impacto en los estados financieros y en el valor de las empresas.**

Según los casos de estudio desarrollados en esta tesis, la NIIF 16 transforma el reconocimiento contable de los arrendamientos al requerir la capitalización de activos por derecho de uso y pasivos por arrendamiento, eliminando la distinción entre arrendamientos operativos y financieros establecida por la NIC 17 (IASB, 2016). Este cambio genera incrementos en el estado de situación financiera, con aumentos promedio en los pasivos totales de entre 15% y 20% en el sector retail, 10% en minería y 8% en tecnología (Tabla 26). En el estado de resultados, los gastos por arrendamiento se reclasifican como amortización e intereses, lo que eleva el EBITDA (57.30% en minería, 19.55% en retail y 42.01% en tecnología; Tabla 27). Sin embargo, esta mejora operativa viene acompañada de un mayor apalancamiento contable, reflejado en

indicadores como deuda/EBITDA que, por ejemplo, se incrementa de 2.5 veces a 3.2 veces en retail, así como de una reducción en la rentabilidad sobre el capital propio. Estos efectos evidencian un impacto contable significativo, pero no necesariamente una variación en el valor económico real de las empresas, por lo que su interpretación requiere un análisis financiero más detallado (Fernández, 2017).

**Objetivo 2: Revisar los métodos de valorización a ser considerados en este trabajo: flujo de caja descontado, múltiplo EBITDA y valor presente ajustado.**

Los tres métodos aplicados en esta tesis, FCD, múltiplo EBITDA y APV, permiten evaluar el impacto de la NIIF 16 desde distintos enfoques. En el caso del FCD, se utilizó un enfoque recursivo, que permitió reflejar la evolución del WACC a lo largo del tiempo y adaptar la valorización a la estructura de deuda proyectada. Este método mostró un aumento en los flujos operativos debido a la eliminación del gasto por arrendamiento, pero incorporó la inversión en activos por derecho de uso dentro del CAPEX, equilibrando así su efecto en el valor de la empresa. Por su parte, el APV, al considerar un entorno sin escudo fiscal por arrendamiento, como ocurre bajo la normativa tributaria peruana actual, arrojó resultados equivalentes a los del FCD, ya que ambos se basan en flujos libres ajustados de forma coherente. En contraste, los múltiplos EBITDA presentaron una sobrevaloración bajo NIIF 16, ya que el incremento contable del EBITDA no fue acompañado por una mejora proporcional en el valor económico, lo que resultó en múltiplos más bajos que bajo NIC 17. Esto demuestra la necesidad de realizar ajustes o interpretaciones cuidadosas al utilizar este tipo de métricas comparativas.

**Objetivo 3: Desarrollar casos para examinar los efectos de la NIC 17 y de la NIIF 16 en los estados financieros y en el valor de las empresas arrendatarias, entidad que recibe el bien en arrendamiento.**

Los casos elaborados para los sectores minería (Servicios Mineros Andinos S.A.C.), retail (Comercializadora del Sur S.A.) y tecnología (TechSec S.A.) permitieron evaluar el impacto contable y financiero de la NIIF 16 en distintos contextos sectoriales. Si bien en todos los casos se evidenció un aumento en activos, pasivos y EBITDA, la magnitud del efecto fue heterogénea. En minería, los pasivos aumentaron en 7.64% y los activos en 5.99%, con una mejora del 4.03% en la utilidad antes de impuestos. En retail, el

impacto fue más significativo, con aumentos del 25.10% en pasivos y 12.92% en activos, mientras que en tecnología se observaron incrementos intermedios (14.07% en pasivos y 7.84% en activos). Estas diferencias responden a factores como la duración de los contratos, la tasa implícita y el año en curso de ejecución. La valorización bajo FCD y APV reflejó esta disparidad, con distorsiones de 2.85% en minería, 8% en retail y 4.93% en tecnología, lo que confirma que el efecto de la NIIF 16 no es uniforme y depende directamente de las características contractuales y sectoriales de cada empresa.

**Objetivo 4: Determinar el impacto de la aplicación de la NIIF 16 en los estados financieros y en la valorización de los casos de estudios seleccionados (empresas arrendatarias).**

La aplicación de la NIIF 16 generó distorsiones en la valorización de las empresas simuladas, con impactos que oscilaron entre 2.85% en minería, 4.93% en tecnología y 8% en retail. En minería, el efecto fue moderado debido a la menor dependencia de arrendamientos (equivalentes al 10% de los pasivos), con un aumento del EBITDA del 57.30%, pero sin cambios significativos en el WACC debido a una estructura de capital estable. En retail, el impacto fue el más elevado, explicado por una alta proporción de pasivos por arrendamiento (20%) y una mayor sensibilidad al cambio contable, lo que derivó en un aumento del 19.55% en el EBITDA y un incremento en el WACC. En el caso de tecnología, la distorsión fue intermedia, con un incremento del 42.01% en el EBITDA, pero un efecto limitado sobre el valor total debido al bajo apalancamiento. A pesar de estas variaciones, el valor económico obtenido mediante FCD y APV se mantuvo relativamente estable, siempre que se ajustaran correctamente los flujos y la tasa de descuento. Por tanto, se concluye que el impacto en la valorización es menor que el impacto contable, y que el uso de metodologías apropiadas permite aislar los efectos formales introducidos por la NIIF 16, sin alterar de forma sustancial el valor económico de las empresas.

**Limitaciones del estudio**

El estudio utiliza empresas simuladas, lo que limita la aplicabilidad directa de los resultados a casos reales. Los supuestos en las proyecciones financieras (crecimiento de ingresos, tasas de descuento, plazos de arrendamiento; Tabla 30) pueden no reflejar completamente las dinámicas del mercado peruano. Además, el alcance temporal

(2023-2026) y la disponibilidad de información restringen el análisis de tendencias a largo plazo. Finalmente, la no deducibilidad de los intereses por arrendamiento se basa en la normativa tributaria peruana actual, lo que podría cambiar en el futuro.

## CAPÍTULO VIII. RECOMENDACIONES

### 8.1 Recomendaciones

#### Para analistas financieros y valorizadores

- Ajustes en los métodos de valorización: En el FCD, incorporar las renovaciones de activos por derecho de uso como CAPEX y ajustar la perpetuidad para reflejar los plazos de arrendamiento (Damodaran, 2002). En el APV, excluir los intereses por arrendamiento del escudo fiscal en contextos como el peruano. Los múltiplos EBITDA deben ajustarse restando la amortización de los activos por derecho de uso para evitar sobrevalorizaciones (PwC, 2019). Por ejemplo, si el EBITDA aumenta en un 19.55% bajo NIIF 16, restar el gasto por amortización (Tabla 32) proporciona un indicador más comparable con NIC 17.
- Cuidado con el EBITDA: Los analistas deben normalizar el EBITDA bajo NIIF 16 para comparaciones intersectoriales, utilizando un EBITDA ajustado que excluya el impacto contable de los arrendamientos operativos reclasificados. El EBITDA reportado bajo NIIF 16 puede inflarse artificialmente al reclasificar gastos operativos como amortización e intereses, distorsionando métricas clave (Koller, 2020)
- Retiro de los efectos de la NIIF 16: Para mejorar la comparabilidad con NIC 17, especialmente en el método de múltiplos EBITDA, los analistas pueden “retirar” los efectos de la NIIF 16 restando los activos por derecho de uso y pasivos por arrendamiento del balance y restaurando los gastos operativos por arrendamiento en el estado de resultados. Esto neutraliza la inflación del EBITDA y alinea los múltiplos con valores históricos, facilitando comparaciones intersectoriales y con empresas no sujetas a NIIF 16 (Fernández, 2017).

### 8.2. Consideraciones finales

Este estudio aporta una comprensión detallada del impacto de la NIIF 16 en la valoración empresarial, destacando su efecto en los estados financieros y los métodos de valoración (FCD, APV, múltiplos EBITDA). En el contexto peruano, donde los intereses por arrendamiento no son deducibles, la NIIF 16 requiere ajustes cuidadosos en los indicadores financieros y los métodos de valoración para garantizar decisiones

informadas. El análisis comparativo entre sectores (minería, retail, tecnología) y métodos demuestra que los efectos son principalmente contables, pero tienen implicaciones estratégicas significativas, especialmente en industrias intensivas en arrendamientos. El aporte metodológico radica en la integración de múltiples enfoques de valoración y la proyección de los flujos de caja al año 2026, considerando las renovaciones de activos por derecho de uso. Este trabajo subraya la relevancia de una interpretación contable precisa para inversionistas, reguladores y empresas, contribuyendo al debate sobre la adopción de normas internacionales en economías emergentes como la peruana.

### **Futuras líneas de investigación**

- Análisis de prácticas de valoración: Investigar cómo los valorizadores en el mercado peruano y global están tratando los efectos de la NIIF 16, incluyendo ajustes específicos en estados financieros o modificaciones en los múltiplos para mitigar distorsiones contables y mejorar la comparabilidad con NIC 17.
- Demostraciones matemáticas de las diferencias: Desarrollar ecuaciones que cuantifiquen las distorsiones en la valoración bajo NIIF 16, modelando el impacto de la reclasificación de arrendamientos en el EBITDA, el WACC, y la perpetuidad, considerando supuestos de cero crecimiento y reinversión cíclica, para explicar las variaciones sectoriales.

## ANEXOS

### ANEXO 1 Estados financieros proyectados servicios mineros andinos S.A

**Tabla 1.1**

*Estado de situación financiera proyectado con NIIF16 del 2023 al 2026*

*Expresados en miles de dólares (US\$)*

<b>ACTIVOS</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>ACTIVOS</b>				
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>				
Efectivo y equivalentes de efectivo	5,326	1,450	5,320	3,774
Cuentas por cobrar comerciales	89,000	90,780	92,595	94,447
Otras cuentas por cobrar	2,417	2,417	2,417	2,417
Inventarios y costos de proyectos	21,068	21,410	21,914	22,302
Total activos corrientes	117,811	116,057	122,246	122,940
Total activos corrientes (incluyendo mantenidos para la venta)	117,811	116,057	122,246	122,940
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>				
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	79,830	84,367	87,384	90,428
Activos por derecho de uso	-	19,898	7,499	4,900
Inversiones en subsidiarias y acuerdos conjuntos	2,691	2,691	2,691	2,691
Activos intangibles, neto	2,800	2,100	1,400	700
Activo diferido por intereses	-	2,299	647	407
Otros activos diferidos	8,391	8,391	8,391	8,391
Total Activos No Corrientes	93,712	119,746	108,012	107,517
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>211,522</b>	<b>235,803</b>	<b>230,258</b>	<b>230,457</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>				
<b>PASIVOS</b>				
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>				
Obligaciones financieras	31,201	23,201	21,201	13,201
Cuentas por pagar comerciales	77,435	78,694	80,544	81,971
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	1,463	1,463	1,463	1,463
Pasivo por arrendamiento	-	14,225	8,730	5,496
Otras cuentas por pagar y pasivos del contrato	7,271	7,271	7,271	7,271
Provisión por beneficios a los trabajadores	5,198	5,198	5,198	5,198
Total pasivos corrientes	122,568	130,052	124,408	114,600
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>				
Obligaciones financieras	43,382	43,382	43,382	43,382
Pasivo por arrendamiento	-	8,730	-	-
Total pasivos no corrientes	43,382	52,112	43,382	43,382
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>165,950</b>	<b>182,164</b>	<b>167,790</b>	<b>157,982</b>
<b>PATRIMONIO</b>				
Capital social emitido	48,687	48,687	48,687	48,687
Otras reservas de capital	6,294	6,294	6,294	6,294
Resultado de conversión	-6,128	-6,128	-6,128	-6,128

Otros resultados integrales	-	-	-	-
Resultado del ejercicio	7,971	8,067	8,830	10,007
Resultados de años anteriores	-11,252	-3,281	4,786	13,616
Total patrimonio	45,572	53,639	62,468	72,476
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>211,523</b>	<b>235,803</b>	<b>230,258</b>	<b>230,458</b>

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 1.1 presenta la proyección de las partidas del estado de situación financiera luego de adopción NIIF16 para los próximos cuatro años, basada en los criterios detallados en apartado 6.2 supuestos para la proyección de estados financieros, los cuales representan nuestra mejor estimación con fines académicos.

**Tabla 1.2**  
Estado de resultados proyectado con NIIF 16 del 2023 al 2026  
Expresados en miles de dólares (US\$)

ESTADO DE RESULTADOS	2023	2024	2025	2026
Servicios de extracción de mineral, movimiento de tierras y construcción	290,649	296,462	302,391	308,439
Venta de materiales y otros	678	692	706	720
Total ingresos de actividades ordinarias	291,327	297,154	303,097	309,159
Costo de servicios prestados y venta de materiales y otros – depreciación	-235,588	-240,300	-245,106	-250,008
Amortización de activo por derecho de uso	-12,399	-12,399	-12,399	-12,399
Depreciación de maquinaria y equipo	-16,670	-16,259	-17,779	-17,753
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>26,669</b>	<b>28,195</b>	<b>27,812</b>	<b>28,999</b>
Gastos de administración sin Amortización	-11,771	-12,006	-12,246	-12,491
Amortización de intangibles	-700	-700	-700	700
Otros ingresos, neto	1,191	1,215	1,239	1,264
<b>Ganancia operativa</b>	<b>15,389</b>	<b>16,703</b>	<b>16,105</b>	<b>17,071</b>
Ingresos financieros	374	381	389	396
Gastos financieros	-6,258	-7,461	-6,007	-5,654
Diferencia en cambio (neto)	-622	-635	-647	-660
Participación en la (pérdida) ganancia de negocios conjuntos	12	12	12	12
<b>Ganancia (pérdida) antes del impuesto a las ganancias</b>	<b>8,894</b>	<b>9,000</b>	<b>9,852</b>	<b>11,166</b>
(Gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	-923	-934	-1,022	-1,158
<b>Ganancia (pérdida) neta del año</b>	<b>7,971</b>	<b>8,067</b>	<b>8,830</b>	<b>10,007</b>
<b>Otros resultados integrales, neto de impuesto</b>	-	-	-	-
<b>Total resultados integrales del año</b>	<b>7,971</b>	<b>8,067</b>	<b>8,830</b>	<b>10,007</b>

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 1.2 muestra la proyección de las partidas del estado de resultados luego de adopción NIIF16 para los próximos cuatro años, fundamentada en los supuestos detallados en la sección 6.2 supuestos para la proyección de estados financieros.

**Tabla 1.3**  
*Estado de situación financiera proyectado con NIC 17 del 2023 al 2026*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>ACTIVOS</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>				
Efectivo y equivalentes de efectivo	5,326	1,449	5,319	3,773
Cuentas por cobrar comerciales, neto y activos del contrato	89,000	90,780	92,595	94,447
Otras cuentas por cobrar	2,417	2,417	2,417	2,417
Inventarios, neto y costos de proyectos	21,068	21,410	21,914	22,302
Total activos corrientes	117,811	116,056	122,245	122,939
Total activos corrientes (incluyendo mantenidos para la venta)	117,811	116,056	122,245	122,939
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>				
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	79,830	84,367	87,384	90,428
Inversiones en subsidiarias y acuerdos conjuntos	2,691	2,691	2,691	2,691
Activos intangibles, neto	2,800	2,100	1,400	700
Otros activos diferidos	8,391	8,391	8,391	8,391
Total Activos No Corrientes	93,712	97,549	99,866	102,210
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>211,522</b>	<b>213,605</b>	<b>222,111</b>	<b>225,149</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>				
<b>PASIVO</b>				
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>				
Obligaciones financieras	31,201	23,201	21,201	13,201
Cuentas por pagar comerciales	77,435	78,694	80,544	81,971
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	1,463	1,463	1,463	1,463
Otras cuentas por pagar y pasivos del contrato	7,271	7,271	7,271	7,271
Provisión por beneficios a los trabajadores	5,198	5,198	5,198	5,198
Total pasivos corrientes	122,568	115,827	115,678	109,104
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>				
Obligaciones financieras	43,382	43,382	43,382	43,382
Total pasivos no corrientes	43,382	43,382	43,382	43,382
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>165,950</b>	<b>159,209</b>	<b>159,060</b>	<b>152,486</b>
<b>PATRIMONIO</b>				
Capital social emitido	48,687	48,687	48,687	48,687
Otras reservas de capital	6,294	6,294	6,294	6,294
Resultado de conversión	-6,128	-6,128	-6,128	-6,128
Resultado del ejercicio	7,199	8,824	8,656	9,612
Resultados de años anteriores	-10,480	-3,281	5,543	14,199
Total patrimonio	45,572	54,396	63,052	72,664
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>211,522</b>	<b>213,605</b>	<b>222,112</b>	<b>225,150</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 1.3 presenta la proyección de las partidas del estado de situación financiera bajo NIC17 para los próximos cuatro años, basada en los supuestos detallados en el apartado 6.2 supuestos para la proyección de estados financieros, los cuales representan nuestra mejor estimación con fines académicos.

**Tabla 1.4**  
*Estado de resultados proyectado con NIC 17 del 2023 al 2026*  
*Expresado en miles de dólares (US\$)*

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Ingresos				
Servicios de extracción de mineral, movimiento de tierras y construcción	290,649	296,462	302,391	308,439
Venta de materiales y otros	678	692	706	720
Total ingresos de actividades ordinarias	291,327	297,154	303,097	309,159
Costo de servicios prestados sin depreciación	-249,814	-254,525	-259,331	-264,233
Amortización de activo por derecho de uso	-	-	-	-
Depreciación de maquinaria y equipo	-16,670	-16,259	-17,779	-17,753
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>24,843</b>	<b>26,369</b>	<b>25,986</b>	<b>27,173</b>
Gastos de administración sin Amortización	-11,771	-12,006	-12,246	-12,491
Amortización de intangibles	-700	-700	-700	-700
Otros ingresos, neto	1,191	1,215	1,239	1,264
<b>Ganancia operativa</b>	<b>13,563</b>	<b>14,877</b>	<b>14,279</b>	<b>15,245</b>
Ingresos financieros	374	381	389	396
Gastos financieros	-5,205	-4,878	-4,355	-4,224
Diferencia en cambio (neto)	-622	-635	-647	-660
Participación en la (pérdida) ganancia de negocios conjuntos	12	12	12	12
<b>Ganancia (pérdida) antes del impuesto a las ganancias</b>	<b>8,122</b>	<b>9,758</b>	<b>9,678</b>	<b>10,770</b>
(Gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	-923	-934	-1,022	-1,158
<b>Ganancia (pérdida) neta del año</b>	<b>7,199</b>	<b>8,824</b>	<b>8,656</b>	<b>9,612</b>
<b>Otros resultados integrales, neto de impuesto</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Total resultados integrales del año</b>	<b>7,199</b>	<b>8,824</b>	<b>8,656</b>	<b>9,612</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 1.4 muestra la proyección de las partidas del estado de resultados bajo NIC para los próximos cuatro años, fundamentada en los supuestos detallados en la sección previa.

## ANEXO 2 Estados financieros proyectados comercializadora S.A

**Tabla 2.1**

*Estado de situación financiera proyectado con NIIF 16 del 2023 al 2026  
expresado en miles de soles (S/)*

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA	2023	2024	2025	2026
<b>ACTIVOS</b>				
<b>ACTIVOS CORRIENTES:</b>				
Efectivo y equivalentes de efectivo	374,119	515,758	680,180	868,699
Cuentas por cobrar comerciales	24,756	26,613	28,608	30,754
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, neto	153,533	165,048	177,427	190,734
Inventarios y costos de proyectos	834,359	895,597	961,427	1,032,195
Activo por impuesto a las ganancias corriente	4,489	4,489	4,489	4,489
Otros Activos no Financieros	29,624	29,624	29,624	29,624
Total activos corrientes	1,420,880	1,637,129	1,881,756	2,156,495
Total activos corrientes (incluyendo mantenidos para la venta)	1,420,880	1,637,129	1,881,756	2,156,495
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>				
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	865,422	857,094	841,732	820,293
Activos por derecho de uso, neto	201,287	150,965	100,644	50,322
Activos intangibles, neto	3,821	3,661	3,360	2,905
Activo diferido por intereses	40,194	24,607	12,556	4,272
Otros activos diferidos	51,239	51,239	51,239	51,239
Total Activos No Corrientes	1,161,963	1,087,566	1,009,530	929,030
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>2,582,843</b>	<b>2,724,694</b>	<b>2,891,286</b>	<b>3,085,525</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>				
<b>PASIVO</b>				
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>				
Obligaciones financieras	53,650	38,650	23,650	23,650
Cuentas por pagar comerciales	334,913	359,494	385,918	414,324
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	169,400	181,833	195,199	209,567
Pasivo por arrendamiento	70,000	70,000	70,000	70,000
Otras cuentas por pagar y pasivos del contrato	124,973	124,973	124,973	124,973
Provisión por beneficios a los trabajadores	35,195	35,195	35,195	35,195
Total pasivos corrientes	788,130	810,144	834,934	877,708
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>				
Obligaciones financieras	282,976	282,976	282,976	267,976
Pasivo por arrendamiento	210,000	140,000	70,000	0
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	178,507	191,608	205,692	220,832
Provisión por Beneficios a los Empleados	1,585	1,585	1,585	1,585
Otras Provisiones	2,482	2,482	2,482	2,482
Total pasivos no corrientes	675,549	618,650	562,734	492,875
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,463,679</b>	<b>1,428,794</b>	<b>1,397,669</b>	<b>1,370,583</b>
<b>PATRIMONIO</b>				
Capital social emitido	156,709	156,709	156,709	156,709
Otras reservas de capital	66,976	66,976	66,976	66,976
Resultado del ejercicio	147,712	176,735	197,718	221,324
Resultados de años anteriores	747,767	895,479	1,072,215	1,269,933
Total patrimonio	1,119,164	1,295,900	1,493,618	1,714,942
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>2,582,843</b>	<b>2,724,694</b>	<b>2,891,286</b>	<b>3,085,525</b>

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 2.1 presenta la proyección de las partidas del estado de situación financiera luego de adopción NIIF16 para los próximos cuatro años, basada en los supuestos del apartado 6.2 supuestos para la proyección de estados financieros, los cuales representan nuestra mejor estimación con fines académicos.

**Tabla 2.2**  
*Estado de resultados proyectado con NIIF 16 del 2023 al 2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Ingresos de Actividades Ordinarias	3,451,865	3,710,755	3,989,061	4,288,241
Total ingresos de actividades ordinarias	3,451,865	3,710,755	3,989,061	4,288,241
Costo de servicios prestados y venta de materiales	-2,300,951	-2,473,522	-2,659,036	-2,858,464
Amortización de activo por derecho de uso	-50,322	-50,322	-50,322	-50,322
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>1,100,592</b>	<b>1,186,911</b>	<b>1,279,703</b>	<b>1,379,455</b>
Gastos de Ventas y Distribución	-692,750	-744,707	-800,560	-860,602
Gastos de administración sin Amortización	-127,893	-137,485	-147,796	-158,881
Amortización de intangibles	-1,404	-1,544	-1,698	-1,868
Depreciación de maquinaria y equipo	-74,170	-77,890	-84,925	-91,002
Otros Ingresos Operativos	18,286	19,658	21,132	22,717
Otros Gastos Operativos	-11,658	-12,533	-13,473	-14,483
Otras Ganancias (Pérdidas)	536	576	620	666
<b>Ganancia operativa</b>	<b>211,540</b>	<b>232,987</b>	<b>253,003</b>	<b>276,003</b>
Ganancia de la Baja en Activos Financieros	7,456	8,015	8,616	9,263
Ingresos financieros	2,468	2,653	2,852	3,066
Gastos financieros	-34,064	-23,564	-22,514	-21,464
intereses por derecho de us	-18,908	-15,587	-12,051	-8,284
Diferencia en cambio (neto)	-4,042	-4,345	-4,671	-5,022
Participación en la ganancia de negocios conjuntos	27,958	30,055	32,309	34,732
<b>Ganancia antes del impuesto a las ganancias</b>	<b>192,408</b>	<b>230,213</b>	<b>257,545</b>	<b>288,294</b>
(Gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	-44,696	-53,478	-59,827	-66,970
<b>Ganancia neta del año</b>	<b>147,712</b>	<b>176,735</b>	<b>197,718</b>	<b>221,324</b>
<b>Total resultados integrales del año</b>	<b>147,712</b>	<b>176,735</b>	<b>197,718</b>	<b>221,324</b>

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 2.2 muestra la proyección de las partidas del estado de resultados luego de adopción NIIF16 para los próximos cuatro años, fundamentada en los supuestos detallados en el apartado 6.2 supuestos para la proyección de estados financieros.

**Tabla 2.3**  
*Estado de situación financiera proyectado con NIC 17 del 2023 al 2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>ESTADO DE SITUACION FINANCIERA</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>ACTIVOS</b>				
<b>ACTIVOS CORRIENTES:</b>				
Efectivo y equivalentes de efectivo	374,119	515,758	680,180	868,699
Cuentas por cobrar comerciales, neto y activos del contrato	24,756	26,613	28,608	30,754
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, neto	153,533	165,048	177,427	190,734
Inventarios, neto y costos de proyectos	834,359	895,597	961,427	1,032,195
Activo por impuesto a las ganancias corriente	4,489	4,489	4,489	4,489
Otros Activos no Financieros	29,624	29,624	29,624	29,624
Total activos corrientes	1,420,880	1,637,129	1,881,756	2,156,495
Total activos corrientes (incluyendo mantenidos para la venta)	1,420,880	1,637,129	1,881,756	2,156,495
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>				
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	865,422	857,094	841,732	820,293
Activos intangibles, neto	3,821	3,661	3,360	2,905
Otros activos diferidos	51,239	51,239	51,239	51,239
Total Activos No Corrientes	920,481	911,993	896,330	874,436
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>2,341,362</b>	<b>2,549,122</b>	<b>2,778,086</b>	<b>3,030,931</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>				
<b>PASIVO</b>				
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>				
Obligaciones financieras	53,650	38,650	23,650	23,650
Cuentas por pagar comerciales	334,913	359,494	385,918	414,324
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	169,400	181,833	195,199	209,567
Otras cuentas por pagar y pasivos del contrato	124,973	124,973	124,973	124,973
Provisión por beneficios a los trabajadores	35,195	35,195	35,195	35,195
Total pasivos corrientes	718,130	740,144	764,934	807,708
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>				
Obligaciones financieras	282,976	282,976	282,976	267,976
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	178,507	191,608	205,692	220,832
Provisión por Beneficios a los Empleados	1,585	1,585	1,585	1,585
Otras Provisiones	2,482	2,482	2,482	2,482
Total pasivos no corrientes	465,549	478,650	492,734	492,875
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,183,679</b>	<b>1,218,794</b>	<b>1,257,669</b>	<b>1,300,583</b>
<b>PATRIMONIO</b>				
Capital social emitido	156,709	156,709	156,709	156,709
Otras reservas de capital	66,976	66,976	66,976	66,976
Resultado del ejercicio	146,942	172,645	190,090	209,930
Resultados de años anteriores	787,056	933,998	1,106,642	1,296,733
Total patrimonio	1,157,683	1,330,327	1,520,418	1,730,348
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>2,341,362</b>	<b>2,549,122</b>	<b>2,778,086</b>	<b>3,030,931</b>

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 2.3 presenta la proyección de las partidas del estado de situación financiera bajo NIC17 para los próximos cuatro años, basada en los supuestos detallados en el apartado 6.2

supuestos para la proyección de estados financieros, los cuales representan nuestra mejor estimación con fines académicos.

**Tabla 2.4**  
*Estado de resultados proyectado con NIC 17 del 2023 al 2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2,023</b>	<b>2,024</b>	<b>2,025</b>	<b>2,026</b>
Ingresos				
Ingresos de Actividades Ordinarias	3,451,865	3,710,755	3,989,061	4,288,241
Total ingresos de actividades ordinarias	3,451,865	3,710,755	3,989,061	4,288,241
Costo de servicios prestados y venta de materiales	1,080,914	1,167,233	1,260,025	1,359,777
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>-692,750</b>	<b>-744,707</b>	<b>-800,560</b>	<b>-860,602</b>
Gastos de Ventas y Distribución	-127,893	-137,485	-147,796	-158,881
Gastos de administración sin Amortización	-1,404	-1,544	-1,698	-1,868
Amortización de intangibles	-74,170	-77,890	-84,925	-91,002
Depreciación de maquinaria y equipo	18,286	19,658	21,132	22,717
Otros Ingresos Operativos	-11,658	-12,533	-13,473	-14,483
Otros Gastos Operativos	536	576	620	666
Otras Ganancias (Pérdidas)	191,862	213,308	233,325	256,325
<b>Ganancia operativa</b>	<b>7,456</b>	<b>8,015</b>	<b>8,616</b>	<b>9,263</b>
Ganancia de la Baja en Activos Financieros	2,468	2,653	2,852	3,066
Ingresos financieros	-34,064	-23,564	-22,514	-21,464
Gastos financieros	1,080,914	1,167,233	1,260,025	1,359,777
Diferencia en cambio (neto)	-4,042	-4,345	-4,671	-5,022
Participación en la ganancia de negocios conjuntos	27,958	30,055	32,309	34,732
<b>Ganancia (pérdida) antes del impuesto a las ganancias</b>	<b>191,638</b>	<b>226,123</b>	<b>249,917</b>	<b>276,900</b>
(Gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	-44,696	-53,478	-59,827	-66,970
<b>Ganancia (pérdida) neta del año</b>	<b>146,942</b>	<b>172,645</b>	<b>190,090</b>	<b>209,930</b>
<b>Total resultados integrales del año</b>	<b>146,942</b>	<b>172,645</b>	<b>190,090</b>	<b>209,930</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 2.4 muestra la proyección de las partidas del estado de resultados bajo NIC para los próximos cuatro años, fundamentada en los supuestos detallados en la sección previa.

### ANEXO 3 Estados financieros proyectados TechSec S.A

**Tabla 3.1**

*Estado de situación financiera proyectado con NIIF 16 del 2023 al 2026*

*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>ESTADO DE SITUACION FINANCIERA</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>ACTIVOS</b>				
<b>ACTIVOS CORRIENTES:</b>				
Efectivo y equivalentes de efectivo	5,209	18,791	26,834	36,439
Cuentas por cobrar comerciales	25,430	28,481	31,899	35,727
Otras cuentas por cobrar	3,282	3,282	3,282	3,282
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, neto	5,513	6,175	6,916	7,746
Inventarios, neto y costos de proyectos	1,109	1,233	1,373	1,529
Gastos pagados por anticipado	700	700	700	700
Total activos corrientes	41,242	58,662	71,004	85,423
Activo diferido (Activos del contrato)	19,042	19,042	19,042	19,042
Total activos corrientes (incluyendo mantenidos para la venta)	60,284	77,704	90,046	104,465
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>				
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	6,786	6,563	6,318	6,050
Activos por derecho de uso	2,889	0	17,335	14,446
Inversiones en subsidiarias y acuerdos conjuntos	10,580	10,580	10,580	10,580
Activos intangibles, neto	10,899	4,594	5,654	7,049
Activo diferido por intereses	235.222482	0	4,451	3,245
Otros activos diferidos	1,877	1,877	1,877	1,877
Total Activos No Corrientes	33,266	23,614	46,214	43,246
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>93,551</b>	<b>101,318</b>	<b>136,260</b>	<b>147,711</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>				
<b>PASIVO</b>				
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>				
Obligaciones financieras	1,538	1,538	1,038	1,038
Cuentas por pagar comerciales	32,790	36,478	40,608	45,233
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	5,637	6,271	6,981	7,776
Pasivo por arrendamiento	3,720	0	3,720	3,720
Otras cuentas por pagar y pasivos del contrato	5,113	5,113	5,113	5,113
Provisión por beneficios a los trabajadores	6,851	6,851	6,851	6,851
Total pasivos corrientes	55,650	56,253	64,313	69,732
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>				
Obligaciones financieras	2,779	2,279	2,279	1,979
Pasivo por arrendamiento	0	0	18,600	14,880
Total pasivos no corrientes	2,779	2,279	20,879	16,859
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>58,429</b>	<b>58,532</b>	<b>85,192</b>	<b>86,591</b>
<b>PATRIMONIO</b>				
Capital social emitido	6,040	6,040	6,040	6,040
Otras reservas de capital	1,307	1,307	1,307	1,307
Resultado del ejercicio	6,129	7,665	8,281	10,051

Resultados de años anteriores	21,646	27,775	35,440	43,721
Total patrimonio	35,122	42,787	51,068	61,119
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>93,551</b>	<b>101,318</b>	<b>136,259</b>	<b>147,710</b>

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 3.1 presenta la proyección de las partidas del estado de situación financiera luego de adopción NIIF16 para los próximos cuatro años, basada en los supuestos del apartado 6.2 supuestos para la proyección de estados financieros, los cuales representan nuestra mejor estimación con fines académicos.

**Tabla 3.2**  
Estado de resultados proyectado con NIIF 16 del 2023 al 2026  
Expresado en miles de soles (S/)

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Ingresos				
Ingresos de Actividades Ordinarias	107,807	120,743	135,233	151,460
Total ingresos de actividades ordinarias	107,807	120,743	135,233	151,460
Costo de servicio	-78,248	-87,637	-98,154	-109,932
Amortización de activo por derecho de uso	-2,889	-2,889	-2,889	-2,889
Depreciación de maquinaria y equipo	-543	-566	-588	-611
Amortización de intangibles	-1,996	-1,996	-1,996	-1,996
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>24,131</b>	<b>27,655</b>	<b>31,605</b>	<b>36,032</b>
Gastos de administración	-16,151	-18,089	-20,260	-22,691
Otros ingresos, neto	-375	-420	-471	-527
<b>Ganancia operativa</b>	<b>7,604</b>	<b>9,146</b>	<b>10,874</b>	<b>12,814</b>
Ingresos financieros	329	369	413	463
Gastos financieros	-401	-297	-263	-229
Intereses por derecho de us	-456	-235	-1,365	-1,206
Diferencia en cambio (neto)	-826	-925	-1,036	-1,161
Participación en la (pérdida) ganancia de negocios conjuntos	1,824	2,042	2,288	2,562
<b>Ganancia (pérdida) antes del impuesto a las ganancias</b>	<b>8,075</b>	<b>10,099</b>	<b>10,911</b>	<b>13,243</b>
(Gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	-1,946	-2,434	-2,629	-3,191
<b>Ganancia (pérdida) neta del año</b>	<b>6,129</b>	<b>7,665</b>	<b>8,281</b>	<b>10,051</b>
<b>Total resultados integrales del año</b>	<b>6,129</b>	<b>7,665</b>	<b>8,281</b>	<b>10,051</b>

Fuente: Los autores de la tesis

La Tabla 3.2 muestra la proyección de las partidas del estado de resultados luego de adopción NIIF16 para los próximos cuatro años, fundamentada en los supuestos detallados en el apartado 6.2 supuestos para la proyección de estados financieros.

**Tabla 3.3**  
*Estado de resultados proyectado con NIC 17 del 2023 al 2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>ESTADO DE SITUACION FINANCIERA</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>ACTIVOS</b>				
<b>ACTIVOS CORRIENTES:</b>				
Efectivo y equivalentes de efectivo	5,209	18,791	26,834	36,439
Cuentas por cobrar comerciales	25,430	28,481	31,899	35,727
Otras cuentas por cobrar	3,282	3,282	3,282	3,282
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, neto	5,513	6,175	6,916	7,746
Inventarios, neto y costos de proyectos	1,109	1,233	1,373	1,529
Gastos pagados por anticipado	700	700	700	700
Total activos corrientes	41,242	58,662	71,004	85,423
Activo diferido (Activos del contrato)	19,042	19,042	19,042	19,042
Total activos corrientes (incluyendo mantenidos para la venta)	60,284	77,704	90,046	104,465
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>				
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	6,786	6,563	6,318	6,050
Inversiones en subsidiarias y acuerdos conjuntos	10,580	10,580	10,580	10,580
Activos intangibles, neto	10,899	4,594	5,654	7,049
Otros activos diferidos	1,877	1,877	1,877	1,877
Total Activos No Corrientes	30,142	23,614	24,429	25,556
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>90,426</b>	<b>101,318</b>	<b>114,474</b>	<b>130,020</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>				
<b>PASIVO</b>				
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>				
Obligaciones financieras	1,538	1,538	1,038	1,038
Cuentas por pagar comerciales	32,790	36,478	40,608	45,233
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	5,637	6,271	6,981	7,776
Otras cuentas por pagar y pasivos del contrato	5,113	5,113	5,113	5,113
Provisión por beneficios a los trabajadores	6,851	6,851	6,851	6,851
Total pasivos corrientes	51,930	56,253	60,593	66,012
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>				
Obligaciones financieras	2,779	2,279	2,279	1,979
Total pasivos no corrientes	2,779	2,279	2,279	1,979
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>54,709</b>	<b>58,532</b>	<b>62,872</b>	<b>67,991</b>
<b>PATRIMONIO</b>				
Capital social emitido	6,040	6,040	6,040	6,040
Otras reservas de capital	1,307	1,307	1,307	1,307
Resultado del ejercicio	5,754	7,069	8,816	10,427
Resultados de años anteriores	22,617	28,371	35,440	44,256
Total patrimonio	35,717	42,787	51,602	62,029
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>90,426</b>	<b>101,318</b>	<b>114,474</b>	<b>130,020</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 3.3 presenta la proyección de las partidas del estado de situación financiera bajo NIC17 para los próximos cuatro años, basada en los supuestos detallados en el apartado 6.2

supuestos para la proyección de estados financieros, los cuales representan nuestra mejor estimación con fines académicos.

**Tabla 3.4**  
*Estado de resultados proyectado con NIC 17 del 2023 al 2026*  
*Expresado en miles de soles (S/)*

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Ingresos				
Ingresos de Actividades Ordinarias	107,807	120,743	135,233	151,460
Total ingresos de actividades ordinarias	107,807	120,743	135,233	151,460
Costo de servicio	-81,968	-91,357	-101,874	-113,652
Depreciación de maquinaria y equipo	-543	-566	-588	-611
Amortización de intangibles	-1,996	-1,996	-1,996	-1,996
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>23,300</b>	<b>26,824</b>	<b>30,774</b>	<b>35,201</b>
Gastos de administración	-16,151	-18,089	-20,260	-22,691
Otros ingresos, neto	-375	-420	-471	-527
<b>Ganancia operativa</b>	<b>6,774</b>	<b>8,315</b>	<b>10,044</b>	<b>11,983</b>
Ingresos financieros	329	369	413	463
Gastos financieros	-401	-297	-263	-229
Diferencia en cambio (neto)	-826	-925	-1,036	-1,161
Participación en la (pérdida) ganancia de negocios conjuntos	1,824	2,042	2,288	2,562
<b>Ganancia (pérdida) antes del impuesto a las ganancias</b>	<b>7,699</b>	<b>9,503</b>	<b>11,445</b>	<b>13,618</b>
(Gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	-1,946	-2,434	-2,629	-3,191
<b>Ganancia (pérdida) neta del año</b>	<b>5,754</b>	<b>7,069</b>	<b>8,816</b>	<b>10,427</b>
<b>Total resultados integrales del año</b>	<b>5,754</b>	<b>7,069</b>	<b>8,816</b>	<b>10,427</b>

*Fuente: Los autores de la tesis*

La Tabla 3.4 muestra la proyección de las partidas del estado de resultados bajo NIC para los próximos cuatro años, fundamentada en los supuestos detallados en el apartado 6.2 supuestos para la proyección de estados financieros.

## BIBLIOGRAFÍA

- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2010). *Principles of corporate finance* (10th ed.). McGraw-Hill.
- CEIC Data. (2024). *Peru Retail Sales Growth: August 2024*. <https://www.ceicdata.com/en/peru/retail-sales-growth>
- Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad. (2016). *NIIF 16 Arrendamientos*.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (2.<sup>a</sup> ed.). Wiley.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3.<sup>a</sup> ed.). Wiley.
- Damodaran, A. (2023, enero). *EBITDA Multiples by Industry – January 2023*. NYU Stern School of Business. [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html)
- Damodaran, A. (2024). *The Corporate Life Cycle: Business, Investment, and Management Implications*. Portfolio.
- Euromonitor International. (2025). *Retailing in Peru: Market sizes and sector dynamics* [Industry report]. <https://www.euromonitor.com>
- Faster Capital. (2024). *Adjusted present value (APV): Advantages of using this method in valuation*. <https://fastercapital.com/es/palabra-clave/adjusted-present-value.html>
- Fernández, P. (2002). *Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Fernández, P. (2005). *Comment on the value of tax shields is not equal to the present value of tax shields*. IESE Business School.
- Fernández, P. (2017). *Valoración de empresas: Conceptos, técnicas y aplicaciones*. Ediciones Deusto.
- Fernández, P. (2019a). *Métodos de valoración de empresas*. IESE Business School.
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, P. (2014). *Metodología de la investigación* (6<sup>a</sup> ed.). McGraw-Hill.
- Instituto Nacional de Estadística e Informática. (2023). *Producto bruto interno por sectores económicos 2022-2023*. <https://www.inei.gob.pe>
- International Accounting Standards Board. (2003). *NIC 17 Arrendamientos*. IFRS Foundation.
- Kerlinger, F. N., & Lee, H. B. (2002). *Investigación del comportamiento: Métodos de investigación en ciencias sociales*. McGraw-Hill.

- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5th ed.). McKinsey & Company. John Wiley & Sons.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company. John Wiley & Sons
- Labatut, G. (2005). *Valoración de empresas y análisis bursátil (2ª ed.)*. Ediciones Gestión 2000.
- Luehrman, T. (1997). *Valuation and risk management*. Harvard Business Review
- Martínez Carazo, P. C. (2006). *El método de estudio de caso: Estrategia metodológica de la investigación científica*. Pensamiento & Gestión, (20), 165–193.
- Mauboussin, M. J., & Callahan, D. (2021). *Valuation multiples: What they miss, why they differ, and the link to fundamentals*. Counterpoint Global Insights, Morgan Stanley.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*. The American Economic Review, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). *Corporate finance and the theory of investment*. The American Economic Review, 53(3), 433–443.
- Myers, S. (1974). *Interactions of corporate financing and investment decisions – Implications for capital budgeting*. Journal of Finance, 29(1), 1–25.
- Nobes, R., & Parker, P. (2012). *Comparative international accounting* (12ª ed.). Pearson Education.
- Parra, A. (2013). *Valoración de empresas: Métodos de valoración*.
- PWC, *NIIF 16 Arrendamientos ¿está su empresa preparada? Octubre 201*.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2013). *Fundamentals of corporate finance* (10th ed.). McGraw-Hill Education.