

UNIVERSIDAD ESAN



Tasa máxima de crecimiento sostenible de Higgins y su aplicación a compañías peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima

Trabajo de investigación presentado para cumplir con uno de los requisitos para obtener el grado académico de Maestro en Finanzas

por:

Flor Amparo Chamaya Alfaro

Diego Alonso Diaz Bautista

Silvia Dina Yucra Paredes

Programa de la Maestría en Finanzas

Lima, 17 de setiembre del 2024

Tasa máxima de crecimiento sostenible de Higgins y su aplicación a compañías peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.pdf

INFORME DE ORIGINALIDAD

5%

INDICE DE SIMILITUD

5%

FUENTES DE INTERNET

0%

PUBLICACIONES

0%

TRABAJOS DEL ESTUDIANTE

FUENTES PRIMARIAS

1

repositoriodigital.uns.edu.ar

Fuente de Internet

3%

2

bibliotecadigital.econ.uba.ar

Fuente de Internet

2%

Excluir citas

Activo

Excluir coincidencias < 2%

Excluir bibliografía

Activo

Este trabajo de investigación

**Tasa máxima de crecimiento sostenible de Higgins y su aplicación a
compañías peruanas que cotizan en la bolsa de valores de Lima**

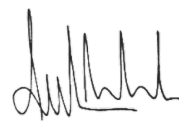
Ha sido aprobado



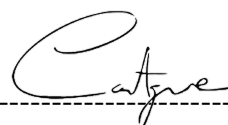
Ana Reátegui Vela (Jurado)



Guillermo Villa Ortega (Jurado)



Alfredo Mendiola Cabrera (Asesor)



Carlos Aguirre Gamarra (Asesor)

Universidad ESAN

2024

DEDICATORIA

A Dios que es mi protector; a mis 2 hijos, Carlos y Amy que son el mayor tesoro que Dios me regaló; a mi madre que siempre está a mi lado con sus consejos, y a mi padre que desde el cielo me guía siempre por el buen camino.

Flor Amparo Chamaya Alfaro

A mi amada hija, quien es mi inspiración diaria; a mi padre por su apoyo constante; a mi madre, por ser mi gran ejemplo por seguir; y a mi compañera de vida, por su paciencia y apoyo incondicional.

Diego Alonso Diaz Bautista

A Dios, por ser mi guía; a mi madre, por su paciencia y amor infinito; a mi padre, por ser ejemplo de perseverancia; a mi hermano, por sus valiosos consejos; y, en especial, a mi amado hijo Khaled Matteo, que ilumina mis días y me impulsa a alcanzar mis sueños. Gracias por ser mi inspiración y luz de mi vida.

Silvia Dina Yucra Paredes

AGRADECIMIENTO

Agradecemos de manera especial a nuestros asesores del presente trabajo de investigación, PhD Carlos Aguirre Gamarra y PhD Alfredo Mendiola Cabrera, por su tiempo, dedicación, apoyo y exigencia.

1	<i>CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN</i>	1
1.1	Objetivos	2
1.1.1	Objetivo general	2
1.1.2	Objetivos específicos	2
1.1.3	Justificación	3
1.1.4	Alcance	3
1.1.5	Limitaciones	4
2	<i>CAPÍTULO II: MARCO METODOLÓGICO</i>	5
2.1	Tipo de investigación	5
2.2	Diseño de investigación	8
2.3	Fuentes de información	9
2.4	Formulación de esquema de trabajo	9
3	<i>CAPÍTULO III: MARCO CONCEPTUAL</i>	11
3.1	Qué es crecimiento	11
3.2	Qué es crecimiento sostenible	11
3.3	Qué es la tasa máxima de crecimiento sostenible (TMCS)	12
3.3.1	Importancia de la tasa máxima de crecimiento sostenible	12
3.3.2	Medición de la tasa máxima de crecimiento sostenible	12
3.4	Medición del crecimiento de una empresa	13
3.5	Indicadores de crecimiento	14
3.6	Modelos de crecimiento	15
3.6.1	Modelo de crecimiento Van Horne	15
3.6.2	Modelo de crecimiento sostenible basado en el flujo de caja	17
3.6.3	Modelo financiero para el crecimiento corporativo sostenible a partir del análisis de componentes relacionados con la gestión financiera.	18
3.7	Modelo de crecimiento sostenible de Higgins	20
3.7.1	Modelo de crecimiento de Higgins – corto plazo	21
3.7.2	Modelo de crecimiento de Higgins – largo plazo	22
3.7.3	Modelo de crecimiento de Higgins – largo plazo incluida la inflación	22
4	<i>CAPÍTULO IV: PROCEDIMIENTO / MODELO DE CRECIMIENTO DE HIGGINS A SER UTILIZADO</i>	26

4.1	Modelo de Crecimiento de Higgins	26
4.2	Variables por utilizar	27
4.2.1	Supuestos de Crecimiento de Higgins	28
4.2.2	Limitaciones del Modelo de Higgins	28
4.3	Crecimiento en equilibrio según modelo Higgins	29
4.4	Crecimiento desequilibrado según el modelo de Higgins y su corrección	29
4.5	Planificación financiera para corregir el crecimiento excesivo	30
4.6	Los ratios financieros	31
4.7	Rendimientos sobre capital	32
4.8	Rendimientos sobre activos	32
4.9	Resultados esperados	32
5	<i>CAPÍTULO V: REVISIÓN DE LITERATURA</i>	33
5.1	Trabajos aplicativos del modelo de Higgins	33
5.1.1	Evidencia Empírica de las evaluaciones del Modelo de Crecimiento Sostenible de Higgins en empresas mexicanas durante el periodo 1998 (García Muñoz, 2011)	33
5.1.2	El crecimiento sostenible de corto y largo plazo (Salina, 2021)	34
5.1.3	El modelo de crecimiento Sostenible de Higgins para corto y largo plazo (Schmidt & Milanese, 2018)	35
5.1.4	El problema del crecimiento sostenible ¿cómo crecer sin destruirse? - (Jorge Saravia Ríos)	37
6	<i>CAPÍTULO VI: EMPRESAS A EVALUAR QUE COTIZAN EN BOLSA DE VALORES DE LIMA</i>	39
6.1	Descripción de las empresas a evaluar	39
6.1.1	Sector Cementero en Perú	39
6.1.2	Sector Consumo Masivo	43
6.1.3	Sector Energía	46
6.2	Porqué se seleccionó esta muestra	51
6.3	Criterios para evaluar las empresas	53
7	<i>CAPÍTULO VII: RESULTADOS Y DISCUSIÓN</i>	55
7.1	Análisis del entorno que puede afectar el crecimiento del Sector Cementero	55
7.1.1	Resultados de Cementos Pacasmayo S.A.A.	56

7.1.2	Resultados de UNACEM S.A.A.	57
7.1.3	Resultados de Yura S.A.	59
7.2	Análisis del entorno que puede afectar el sector de Consumo Masivo	60
7.2.1	Resultados de Gloria S.A.	62
7.2.2	Resultados de Alicorp S.A.A.	63
7.2.3	Resultados de Laive S.A.	64
7.3	Análisis del entorno que puede afectar el sector Energía	65
7.3.1	Resultados de Electroperú S.A.	65
7.3.2	Resultados de Luz del Sur S.A.A.	66
7.3.3	Resultados de Enel Distribución Perú S.A.	67
8	<i>CAPÍTULO VIII: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES</i>	69
8.1	Sector cementero	70
8.2	Sector Consumo Masivo	72
8.2.1	Gloria	73
8.2.2	Alicorp	73
8.2.3	Laive	74
8.3	Sector Energía	74
8.3.1	Electroperu S.A.	74
8.3.2	Luz del Sur S.A.A.	75
8.3.3	Enel Peru S.A.	76
9	<i>ANEXOS</i>	78
9.1	Cálculo del Activo Operativo Neto.	78
9.2	Cementeras	79
9.2.1	Cementos Pacasmayo S.A.A.	79
9.2.2	UNACEM S.A.A.	81
9.2.3	YURA S.A.	83
9.3	Consumo Masivo	85
9.3.1	Gloria S.A.	85
9.3.2	Alicorp S.A.A.	87
9.3.3	Laive S.A.	88
9.4	Sector Energía	90
9.4.1	Electroperú S.A.	90
9.4.2	Luz del Sur S.A.A.	92
9.4.3	Enel Perú S.A.	94

Índice de Tablas

Tabla 1 Tipos de investigación	5
Tabla 2 Plan de trabajo	9
Tabla 3 Indicadores de crecimiento	14
Tabla 4 Cuadro comparativo de variables por cada modelo	24
Tabla 5 Cuadro de puntuación por modelo	24
Tabla 6 Crecimiento de Ventas Sostenible - Cementos Pacasmayo S.A.A.	56
Tabla 7 Tasa de crecimiento real vs tasa máxima de crecimiento sostenible de Higgins - Cementos Pacasmayo S.A.A.	57
Tabla 8 Crecimiento de Ventas Sostenible - UNACEM S.A.A.....	58
Tabla 9 Tasa de crecimiento real vs tasa máxima de crecimiento sostenible de Higgins - UNACEM S.A.A.	58
Tabla 10 Crecimiento de Ventas Sostenible - YURA S.A.	59
Tabla 11 Tasa de crecimiento real vs tasa máxima de crecimiento sostenible de Higgins - YURA S.A.	59
Tabla 12 Crecimiento de Ventas Sostenible - Gloria S.A.....	62
Tabla 13 Tasa de crecimiento real vs tasa de crecimiento sostenible de Higgins - Gloria S.A.	62
Tabla 14 - Crecimiento de Ventas Sostenible - Alicorp S.A.A.	63
Tabla 15 Tasa de crecimiento real vs tasa de crecimiento sostenible de Higgins - Alicorp S.A.A.	63
Tabla 16 Crecimiento de Ventas Sostenible - Laive S.A.....	64
Tabla 17 Tasa de crecimiento real vs tasa de crecimiento sostenible de Higgins - Laive S.A.	64
Tabla 18 Estado de Situación Patrimonial - Cementos Pacasmayo S.A.A.....	79
Tabla 19 Estado de Resultados reordenado - Cementos Pacasmayo S.A.A.	79
Tabla 20 Montos y conceptos para calcular el crecimiento sostenible - Cementos Pacasmayo S.A.A.....	79
Tabla 21 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins - Cementos Pacasmayo S.A.A.	80
Tabla 22 Proyección de la operatividad mediante modelo Higgins - Cementos Pacasmayo S.A.A.....	80

Tabla 23 Financiamiento de la variación en el activo operativo neto - Cementos Pacasmayo S.A.A.....	80
Tabla 24 Demostración del margen del beneficio constante bajo el modelo de crecimiento sostenible de Higgins - Cementos Pacasmayo S.A.A.	80
Tabla 25 Ratios financieros de Rentabilidad - Cementos Pacasmayo S.A.A.	81
Tabla 26 Estado de Situación Patrimonial - UNACEM S.A.A.	81
Tabla 27 Estado de Resultados reordenado - UNACEM S.A.A.....	81
Tabla 28 Montos y conceptos para calcular el crecimiento sostenible - UNACEM S.A.A.....	82
Tabla 29 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins - UNACEM S.A.A.....	82
Tabla 30 Proyección de la operatividad mediante modelo Higgins - UNACEM S.A.	82
Tabla 31 Financiamiento de la variación en el activo operativo neto - UNACEM S.A.A.....	82
Tabla 32 Demostración del margen del beneficio constante bajo el modelo de crecimiento sostenible de Higgins - UNACEM S.A.A.....	83
Tabla 33 Ratios financieros de Rentabilidad - UNACEM S.A.A.....	83
Tabla 34 Estado de Situación Patrimonial - YURA S.A.	83
Tabla 35 Estado de Resultados reordenado - YURA S.A.....	83
Tabla 36 Montos y conceptos para calcular el crecimiento sostenible - YURA S.A. .	84
Tabla 37 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins - YURA S.A.....	84
Tabla 38 Proyección de la operatividad mediante modelo Higgins - YURA S.A.....	84
Tabla 39 Financiamiento de la variación en el activo operativo neto - YURA S.A....	84
Tabla 40 Demostración del margen del beneficio constante bajo el modelo de crecimiento sostenible de Higgins - YURA S.A.....	85
Tabla 41 Ratios financieros de Rentabilidad - YURA S.A.	85
Tabla 42 Estado de Situación Financiera - Gloria S.A.	85
Tabla 43 Estado de Resultados Reordenado - Gloria S.A.A.	85
Tabla 44 Montos y conceptos para calcular el crecimiento sostenible – Gloria S.A...	85
Tabla 45 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins - Gloria S.A.....	86
Tabla 46 Proyección de la Operatividad Mediante el Modelo Higgins – Gloria S.A..	86
Tabla 47 Financiamiento de la Variación en el Activo Operativo Neto – Gloria S.A.	86
Tabla 48 Demostración del margen del beneficio constante bajo el modelo de crecimiento sostenible de Higgins - Gloria S.A.....	86

Tabla 49 Ratios Financieros de Rentabilidad - Gloria S.A.....	86
Tabla 50 Estado de Situación Financiera - Alicorp S.A.A.	87
Tabla 51 Estado de Resultados Reordenado – Alicorp S.A.A.....	87
Tabla 52 Montos y conceptos para calcular el crecimiento sostenible - Alicorp S.A.A.	87
Tabla 53 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins - Alicorp S.A.A.....	87
Tabla 54 Proyección de la Operatividad Mediante el Modelo Higgins - Alicorp S.A.A.	87
Tabla 55 Financiamiento de la variación en el activo operativo neto - Alicorp S.A.A.	88
Tabla 56 Demostración del margen del beneficio constante bajo el modelo de crecimiento sostenible de Higgins – Alicorp S.A.A.	88
Tabla 57 Ratios financieros de rentabilidad - Alicorp S.A.A.	88
Tabla 58 Estado de Situación Patrimonial - Laive S.A.	88
Tabla 59 Estado de Resultados Reordenado - Laive S.A.	88
Tabla 60 Financiamiento de la variación en el activo operativo neto.....	91
Tabla 61 Demostración del margen del beneficio constante bajo el modelo de crecimiento sostenible de Higgins Electroperú.....	91
Tabla 62 Ratios Financieros de Rentabilidad - Electroperu S.A.	92
Tabla 63 Estado de Situación patrimonial de Luz del Sur S.A.A.....	92
Tabla 64 Estado de Resultados Reordenado de Luz del Sur S.A.A.....	92
Tabla 65 Montos y conceptos para calcular el Crecimiento Sostenible de Luz del Sur S.A.A.....	92
Tabla 66 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins de Luz del Sur S.A.A.....	93
Tabla 67 Proyección de la operatividad de Luz del Sur S.A.A mediante el modelo de Higgins.....	93
Tabla 68 Financiamiento de la variación del activo operativo neto de Luz del Sur S.A.A.....	93
Tabla 69 Demostración del margen de beneficio constante bajo el modelo de Crecimiento Sostenible de Higgins de Luz del Sur. S.A.A	93
Tabla 70 Ratios Financieros de Rentabilidad - Luz del Sur S.A.A.	94
Tabla 71 Estado de Situación Patrimonial de Enel Perú S.A.....	94
Tabla 72 Estado de Resultados reordenas Enel Perú S.A.	94

Tabla 73 Montos y Conceptos para calcular el Crecimiento Sostenible Enel Perú S.A.	95
Tabla 74 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins de Enel Perú S.A.	95
Tabla 75 Proyección de la operatividad Enel Perú S.A.	95
Tabla 76 Financiamiento de la variación en el activo operativo neto Enel Perú S.A.	95
Tabla 77 Demostración del margen de beneficio constante bajo el modelo de Crecimiento de Higgins en Enel Perú S.A.	96
Tabla 78 Ratios Financieros de Rentabilidad - Enel Peru S.A.	96
Tabla 79 Estado de Resultados de Cementos Pacasmayo S.A.A.	96
Tabla 80 Estado de Resultados de UNACEM S.A.A.	97
Tabla 81 Estado de Resultados de YURA S.A.	98
Tabla 82 Estado de Resultados de Gloria S.A.	99
Tabla 83 Estado de Resultados de Alicorp S.A.A.	99
Tabla 84 Estado de Resultados de Laive S.A.	100
Tabla 85 Estado de Resultados Electroperu S.A.	100
Tabla 86 Estado de Resultados de Luz del Sur S.A.A.	101
Tabla 87 Estado de Resultados de Enel Perú S.A.	102

Índice de Ilustraciones

Ilustración 1 TCR vs TMCS Higgins - Cementos Pacasmayo S.A.A.	57
Ilustración 2 TCR vs TMCS Higgins - UNACEM S.A.A.	58
Ilustración 3 TCR vs TMCS Higgins - YURA S.A.	60
Ilustración 4 Crecimiento vs Crecimiento Sostenible - Gloria S.A.	62
Ilustración 5 Crecimiento vs Crecimiento Sostenible - Alicorp S.A.A.	63
Ilustración 6 Crecimiento vs Crecimiento Sostenible – Laive S.A.	64
Ilustración 7 Crecimiento vs. Crecimiento Sostenible - Electroperú S.A.	66
Ilustración 8 Crecimiento vs. Crecimiento Sostenible - Luz del Sur S.A.A.	67
Ilustración 9 Crecimiento vs. Crecimiento Sostenible - Enel Distribución Perú S.A.	68

FLOR AMPARO CHAMAYA ALFARO

EXPERIENCIA LABORAL

- Enero 2019 – presente
CHC Ingenieros SA
Gerente de finanzas
- Abril 2014 – diciembre 2018
CHC Ingenieros SA
Contador
- Marzo 2021 – marzo 2023
Consortio único
Responsable de Finanzas
- Febrero 2020 – marzo 2023
Consortio Coninsa
Responsable de finanzas
- Febrero 2020 – marzo 2024
Consortio constructor loreto
Responsable de finanzas
- Agosto 2018 – enero 2020
Consortio CHC – DD
Contador y Responsable de Finanzas
- Diciembre 2015 – julio 2018
CHC Group Ingeniería y Construcción S.A.C.
Contador
- Diciembre 2015 – diciembre 2017
CHC Maquinarias E.I.R.L.
Contador

EDUCACIÓN – POSTGRADO

- ESAN – Graduate School of Business / UPF Barcelona School of Business
Maestría en finanzas. Mención en finanzas corporativas

EDUCACIÓN – PREGRADO

- UNT – Universidad Nacional de Trujillo
Bachiller en contabilidad y finanzas. Facultad de Ciencias Económicas

DIEGO ALONSO DIAZ BAUTISTA

EXPERIENCIA LABORAL

- Agosto 2023 – presente
Laive S.A.
Coordinador de Planeamiento Financiero y Evaluación de Proyectos
- Diciembre 2022 – abril 2023
Universidad Privada del Norte – UPN (Laureate Education Inc.)
Coordinador de Planeamiento Financiero y Control de Gestión – FP&A
- Mayo 2021 – diciembre 2022
Securesoft Corporation
Finance Controlling Analyst – (Perú, Ecuador & Colombia)
- Diciembre 2019 – noviembre 2020
Boehringer Ingelheim
Finance Controlling Analyst – Cluster (Perú & Ecuador)
- Julio 2018 – mayo 2019
ABB – ASEA BROWN BOVERI
Finance Controlling Trainee
- Abril 2018 – junio 2018
GE - General Electric
Finance Controlling Intern

EDUCACIÓN – POST GRADO

- Abril 2020 – diciembre 2022
ESAN – Graduate School of Business / UPF Barcelona School of Business
Maestría en Finanzas. Mención en Finanzas Corporativas.
- Agosto 2018 – Mayo 2019
ESAN – Graduate School of Business
Programa de Especialización para Ejecutivos (PEE)

EDUCACIÓN – PRE-GRADO

- Julio 2018
Universidad ESAN
Bachiller en Administración y Finanzas.
Especialización en Finanzas Corporativas

SILVIA DINA YUCRA PAREDES

EXPERIENCIA LABORAL

- Junio 2015 – presente
Mibanco S.A.
Ejecutivo de Créditos
- Junio 2010 – mayo 2015
Financiera Edyficar
Analista de créditos de micro y pequeña empresa
- Enero 2009 – mayo 2009
Instituto Nacional de Estadística e Informática –INEI
Asistente del área de RENAMU

EDUCACIÓN – POST GRADO

- Noviembre 2018-junio 2023
ESAN – Graduate School of Business / UPF Barcelona School of Business
Maestría en Finanzas. Mención en Mercado de Capitales.
- Julio 2016 - marzo 2017
Universidad del Pacífico
Diplomado Integral de Microfinanzas Especializado - DIME

EDUCACIÓN – PRE-GRADO

- Egreso marzo 2010
Universidad Nacional Mayor de San Marcos
Titulada en Economía.
Facultad de Ciencias Económicas.

RESUMEN EJECUTIVO

Este estudio aborda la importancia de la tasa máxima de crecimiento sostenible (TMCS) como una herramienta esencial para la gestión financiera en empresas peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), específicamente en los sectores de cemento, consumo masivo y energía. El principal objetivo es analizar cómo estas empresas pueden lograr un crecimiento que sea tanto competitivo como sostenible sin comprometer su estructura de capital.

Se subraya que, si bien el crecimiento de una empresa es vital para su supervivencia a largo plazo, este debe ser cuidadosamente gestionado para evitar el riesgo de insolvencia y otros problemas financieros. En este sentido, el concepto de TMCS, desarrollado por Higgins (1977), es crucial ya que permite a las empresas expandir sus ventas sin necesidad de recurrir a un financiamiento externo excesivo que podría desestabilizar su estructura financiera.

El Modelo de Crecimiento Sostenible de Higgins, desarrollado en 1977, es una herramienta que permite a las empresas planificar su crecimiento de ventas manteniendo la estabilidad financiera. La tasa de crecimiento sostenible (g^*) se calcula teniendo en cuenta el margen de beneficio neto, el índice de pago de dividendos, y la proporción de deuda a patrimonio. Este modelo ayuda a las empresas a determinar la tasa máxima de crecimiento que pueden sostener sin necesidad de emitir nuevo capital.

La revisión de la literatura demuestra que el Modelo de Crecimiento de Higgins sigue siendo relevante y útil para evaluar el crecimiento sostenible de las empresas, aunque su aplicación requiere considerar tanto el corto como el largo plazo y ajustar el modelo a las características específicas de cada empresa y sector.

La investigación se centra en revisar la literatura existente sobre TMCS, adaptar un modelo de evaluación para las empresas peruanas y aplicar este modelo a un conjunto de empresas seleccionadas. Los resultados obtenidos buscan proporcionar directrices claras a los directores financieros para que implementen estrategias que promuevan un crecimiento equilibrado y sostenible.

El estudio destaca la relevancia de este análisis en el contexto peruano, donde no existen antecedentes significativos en este campo. Además, se espera que los hallazgos contribuyan a la discusión académica y empresarial sobre la sostenibilidad del crecimiento en las empresas que operan en mercados emergentes como el peruano.

La población del presente trabajo de investigación está formada por empresas de tres sectores representativos de la economía nacional como son: sector cementero, consumo masivo y energético de los periodos 2013 -2022. La muestra está conformada por 9 empresas que cotizan en la bolsa de valores de Lima correspondiente a 3 empresas por cada sector.

Los datos financieros fueron tomados de la información pública histórica que se encuentra en el portal de la Bolsa de Valores de Lima aplicando el método cuantitativo para determinar los resultados obtenido usando el modelo de Higgins y se concluyó que las empresas aplican en su planeamiento la tasa máxima de crecimiento sostenible para proteger a la empresa y tener un crecimiento sostenible de las ventas, activos totales, pasivo y patrimonio y crecer a lo largo de los años.

PALABRAS CLAVE: Crecimiento sostenible, ventas, activo, pasivo y patrimonio.

ABSTRACT

This study addresses the importance of the maximum sustainable growth rate (MSGR) as an essential tool for financial management in Peruvian companies listed on the Lima Stock Exchange (BVL), specifically in the cement, consumer goods, and energy sectors. The main objective is to analyze how these companies can achieve growth that is both competitive and sustainable without compromising their capital structure.

It is emphasized that while a company's growth is vital for its long-term survival, it must be carefully managed to avoid the risk of insolvency and other financial issues. In this regard, the concept of MSGR, developed by Higgins (1977), is crucial as it allows companies to expand their sales without resorting to excessive external financing that could destabilize their financial structure.

Higgins' Sustainable Growth Model, developed in 1977, is a tool that enables companies to plan their sales growth while maintaining financial stability. The sustainable growth rate (g^*) is calculated considering the net profit margin, dividend payout ratio, and debt-to-equity ratio. This model helps companies determine the maximum growth rate they can sustain without needing to issue new capital.

A review of the literature shows that Higgins' Growth Model remains relevant and useful for assessing a company's sustainable growth, although its application requires considering both the short and long term and adjusting the model to the specific characteristics of each company and sector.

The research focuses on reviewing the existing literature on MSGR, adapting an evaluation model for Peruvian companies, and applying this model to a selected set of companies. The results aim to provide clear guidelines for financial directors to implement strategies that promote balanced and sustainable growth.

The study highlights the relevance of this analysis in the Peruvian context, where there are no significant precedents in this field. Moreover, the findings are expected to contribute to the academic and business discussion on the sustainability of growth in companies operating in emerging markets like Peru.

The population of this research consists of companies from three representative sectors of the national economy: the cement, consumer goods, and energy sectors, covering the periods from 2013 to 2022. The sample is composed of 9 companies listed on the Lima Stock Exchange, with 3 companies from each sector.

The financial data were taken from the historical public information available on the Lima Stock Exchange portal, applying the quantitative method to determine the results obtained using the Higgins model. It was concluded that companies apply the maximum sustainable growth rate in their planning to protect the company and achieve sustainable growth in sales, total assets, liabilities, and equity, growing over the years.

KEYWORDS: Sustainable growth, sales, assets, liabilities, and equity.

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

Las empresas establecen estrategias financieras que abarcan un conjunto de áreas claves como lo son la inversión, la estructura de capital, los riesgos financieros, la rentabilidad, el manejo de su capital de trabajo, la gestión del efectivo etc., con el propósito de lograr la competitividad y un crecimiento sostenible Cortés (2021). Todo ello con el principal objetivo financiero de maximizar el valor de esta para los propietarios, quienes, en última instancia, asumen el riesgo de perder su inversión.

En este sentido, Rahim, et al. (2021) indican que existe la presunción general que el aumento de los ingresos por ventas o el crecimiento de la empresa hace que prolifere la riqueza del accionista, pero no hay suficiente evidencia empírica que lo demuestre.

Las empresas pueden tener o no beneficios o sufrir dificultades financieras por los vaivenes de la economía o por la aplicación de sus estrategias financieras. Fazzari, et al., (1988) sostienen que las dificultades financieras surgen cuando una empresa tiene dificultades para pagar la deuda principal y las obligaciones de intereses, que eventualmente, podría llevar a la empresa a la quiebra. Platt, et al., (1995) consideran que muchas empresas enfrentan dificultades financieras debido a que tienen acceso limitado o nulo a los mercados de deuda lo que podría conducir a un crecimiento insostenible e incluso a dificultades financieras con riesgo de insolvencia de la empresa.

Por su parte, Rahim, et al., (2021), sostiene que cuando se enfrenta a la presión de crecer, la gerencia se ve obligada a aprobar proyectos de valor presente neto negativo o forzar sus niveles de apalancamiento para obtener el capital adicional requerido para el crecimiento, Pero el crecimiento es beneficioso solo cuando la empresa está creciendo sosteniblemente, es decir, las ganancias también crecen en línea con los ingresos por ventas.

Saravia (2010) señala que es frecuente encontrar empresas que luego de cumplir con metas estratégicas en términos de crecimiento tales como “lograr una participación del 10% del mercado”, enfrentan serios problemas de sostenibilidad.

Por lo tanto, es necesario revisar el concepto de crecimiento sostenible, el que fuera inicialmente desarrollado por Higgins (1977). Este autor desarrolló el concepto “tasa de crecimiento sostenible” (TCS), que se relaciona como la tasa máxima de crecimiento a la que una empresa puede expandir sus ventas o ingresos y mantener su estructura de patrimonio.

Platt, et al., (1995) definieron la TCS como la tasa a la que las ventas y los activos de una empresa pueden crecer si la empresa no vende nuevas acciones y desea mantener su estructura de capital actual. Por otra parte, también se ha definido TCS como la tasa máxima anual de incremento de los activos totales que puede ser apoyado por capital social generado internamente Vasiliou & Karkazis, (2002)

Lockwood & Prombutr, (2010) indican que la TCS se calcula como el índice de retención de utilidades multiplicado por el retorno sobre el capital, y es un indicador más prospectivo que los inversores pueden utilizar para formar expectativas. Por lo tanto, TCS es la máxima tasa de crecimiento que la empresa puede lograr de acuerdo con la estructura de capital objetivo, la política de dividendos objetivo, rentabilidad y eficiencia de la empresa tiene que ser evaluado con medidas específicas del desempeño de una empresa.

El presente trabajo de investigación busca profundizar el uso de la tasa máxima de crecimiento sostenible (TMCS) y determinar su aplicabilidad en la realidad peruana como herramienta para toma de decisiones de la gerencia financiera.

Las empresas consideran que crecer es ser exitosos y dar mayor valor al accionista, pero dicho crecimiento se debe analizar de manera que sea saludable, y no a costa de dejar a la organización sin liquidez o lo que es peor aún, sin rentabilidad por un exceso de endeudamiento.

Por lo que los autores mencionados buscan un crecimiento sostenible de la organización de tal manera que se cuide la relación de deuda con patrimonio.

1.1 Objetivos

1.1.1 Objetivo general

Analizar el crecimiento de empresas peruanas más significativas de los sectores de cemento, consumo masivo y energía, que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), haciendo uso de la tasa máxima de crecimiento sostenible (TMCS).

1.1.2 Objetivos específicos

- Revisar la literatura relacionada con la tasa máxima de crecimiento sostenible, incluyendo los procedimientos de validación utilizados.

- Definir el modelo de evaluación de la TMCS, soportado en el análisis de la literatura.
- Aplicar el modelo de evaluación a las empresas seleccionadas que cotizan en la BVL, y discutir los resultados.

1.1.3 Justificación

La presente investigación se enfoca en la aplicación del modelo de crecimiento sostenible de Higgins, el cual considera que las empresas si pueden tener un crecimiento sostenido sin necesidad de afectar la estructura de patrimonio, de manera que los gerentes financieros desarrollen las herramientas adecuadas para tener mayor acierto en la toma de decisiones de estas empresas y así puedan crecer de manera sostenida.

El estudio tiene como propósito fortalecer los conocimientos que se tiene hasta el momento en el contexto peruano y a partir de ello, generar recomendaciones para los directores financieros, a efectos que puedan implementar estrategias financieras que permitan el crecimiento de las empresas sin poner en riesgo su estructura financiera.

Además, permitirá marcar un hito en el conocimiento sobre el crecimiento sostenible de las empresas tanto para los gerentes financieros como para la parte académica, debido a que el resultado está de acuerdo con la realidad peruana y cómo se maneja nuestra economía.

Es importante precisar que no se tiene antecedentes de trabajos realizados en el país con el enfoque a empresa que cotizan en la bolsa de valores, por lo que, los resultados de estos servirán para el comienzo serio de la discusión del crecimiento sostenible en las empresas peruanas.

1.1.4 Alcance

- A nivel de alcance geográfico, este estudio se enfoca en empresas que cotizan en la bolsa de valores de Lima de los sectores cementero, consumo masivo y energía.
- A nivel de alcance temporal, se tomarán en consideración diez años en el tiempo. Los años considerados serán desde 2013 hasta 2022 para realizar las comparaciones que permitirán determinar cómo se está consiguiendo una tasa máxima de crecimiento sostenible bajo el modelo de Higgins.
- A nivel de magnitud, esta investigación considerará las empresas más grandes que cotización en la Bolsa de Valores de Lima.

1.1.5 Limitaciones

- Las empresas muestrales no permiten disponer de la información sobre el crecimiento sostenible; la Superintendencia del Mercado de Valores – SMV muestra los estados financieros (información pública), los cuales son el punto de partida para realizar la evaluación y determinar el crecimiento sostenible de las mismas.
- El estudio al ser muestral tiene como limitaciones que las recomendaciones que se plantean no son de aplicación general de las empresas que cotización en la Bolsa de Valores de Lima. No obstante, la investigación se ha centrado en empresas representativas de la BVL por lo que los resultados de estas pueden ayudar en el rol del director financiero.
- Las estrategias financieras que se plantean en la presente investigación no se aplican a pequeñas y medianas empresas en la medida que los factores que afectan su desempeño son diferentes a las empresas que cotizan en bolsa y se analizan en el presente trabajo, pero que se van a adecuar para las empresas que existen en la realidad peruana.

CAPÍTULO II: MARCO METODOLÓGICO

En el presente capítulo se hará una descripción de la metodología a emplear, tanto como del tipo de investigación utilizada con sus características. Asimismo, se tendrá en consideración los métodos adecuados que se utilizarán a efectos de obtener la información de manera más idónea y que la misma nos lleve a cumplir con los objetivos trazados; por lo que se ha considerado realizar un solo tipo de investigación.

2.1 Tipo de investigación

Existen varios tipos de investigación que pueden ser utilizados en un trabajo de investigación, dependiendo del enfoque y los objetivos del estudio. Aquí detallamos los principales tipos de investigación a fin de determinar el que es adecuado para el presente trabajo de investigación:

Tabla 1 Tipos de investigación

Aplicada	Histórica	Utiliza el conocimiento histórico y las metodologías de investigación histórica para abordar problemas contemporáneos o aplicar los hallazgos históricos en contextos prácticos y actuales. Este enfoque combina la profundización en el conocimiento del pasado con la relevancia y aplicación directa a situaciones o desafíos presentes.
	Documental	Usa fuentes documentales y archivísticas como base principal para investigar y abordar un problema específico o responder una pregunta de investigación. Este tipo de investigación se centra en la recopilación, análisis e interpretación de documentos históricos, textos, registros, archivos y otros materiales escritos relevantes para el tema de estudio.

	Descriptiva	Se centra en proporcionar una narrativa detallada y sistemática de un fenómeno específico o un conjunto de fenómenos en un contexto particular. Este tipo de investigación histórica busca recopilar datos detallados y describir exhaustivamente los eventos, procesos o condiciones históricas relevantes para el tema de estudio.
Académica	Estudio de caso	Utiliza para investigar en profundidad un fenómeno particular dentro de su contexto real. En el ámbito de la historia, esto implica seleccionar un caso específico o un conjunto de casos que representen un período, evento, persona o lugar histórico de interés significativo.
	Experimental	Utiliza para probar hipótesis, establecer relaciones causa-efecto y examinar variables bajo condiciones controladas. Aunque este tipo de investigación es más común en ciencias naturales y sociales, también puede tener aplicaciones en campos como la educación, la psicología e incluso la historia en ciertos contextos.
	Causal	Se centra en identificar y establecer relaciones causa-efecto entre variables específicas dentro de un contexto determinado. Este enfoque busca determinar si una variable (la causa) provoca un cambio o efecto observado en otra variable (el efecto), mediante la aplicación de métodos y técnicas que permitan establecer inferencias causales sólidas y válidas.
Cuantitativa	Exploratoria	Explora un tema o problema específico cuando hay poca información previa disponible o cuando se busca obtener una comprensión inicial y superficial sobre el mismo. Este tipo de investigación es útil

		cuando el investigador desea familiarizarse con un tema complejo, identificar variables relevantes, o generar hipótesis y teorías preliminares que puedan ser investigadas más a fondo en estudios posteriores.
--	--	---

En lo que respecta al alcance de la investigación, se precisa que el presente trabajo es de tipo exploratoria dado que aportará datos que permitirán llegar a comprender las características de los sectores de las empresas que cotizan en la BVL, así como resultados del modelo de crecimiento elegido teniendo en cuenta la muestra objetivo de investigación del presente trabajo.

En cuanto al tipo de investigación, esta corresponde a un diseño no experimental de tipo aplicado documental debido a que la información se obtiene primordialmente de fuentes secundarias que proviene de datos recopilados; específicamente de los estados financieros auditados de las empresas seleccionadas.

En cuanto a los aspectos clave de la investigación exploratoria, tenemos:

- a. Propósito Exploratorio: El objetivo principal de la investigación exploratoria es explorar un fenómeno, problema o situación de manera amplia y superficial. No busca probar hipótesis definitivas ni establecer conclusiones definitivas, sino más bien obtener una visión general y preliminar del tema de estudio.
- b. Metodología Abierta y Flexible: Se utilizan métodos y técnicas de recolección de datos flexibles y adaptativas, como entrevistas exploratorias, grupos focales, observación participante, revisión bibliográfica extensa y análisis preliminares de datos existentes. Estos métodos permiten al investigador recopilar información variada y rica para comprender mejor el fenómeno bajo estudio.
- c. Generación de Ideas y Teorías Preliminares: La investigación exploratoria puede generar nuevas ideas, conceptos o teorías preliminares sobre el tema investigado. Estas ideas pueden servir como base para investigaciones futuras más detalladas y específicas.

- d. Contextualización Inicial: Aunque la investigación exploratoria no busca profundizar completamente en el contexto histórico o social del tema, sí proporciona una primera aproximación al contexto relevante. Esto ayuda a establecer un marco inicial para comprender mejor las variables y relaciones involucradas.
- e. Limitaciones y Alcances: Debido a su naturaleza preliminar y superficial, la investigación exploratoria tiene limitaciones en términos de la generalización de resultados y la validez de las conclusiones. Es importante reconocer estas limitaciones y complementar la investigación exploratoria con estudios posteriores más rigurosos y específicos.
- f. Aplicación Futura: Los hallazgos de la investigación exploratoria pueden guiar el diseño de estudios más completos y específicos, así como proporcionar recomendaciones preliminares para la acción práctica o la formulación de políticas en contextos relevantes.

Por ello, la investigación exploratoria para un trabajo de investigación en el campo histórico es un primer paso crucial para comprender y abordar un tema complejo o poco estudiado.

Proporciona una base inicial de conocimiento y genera nuevas preguntas y perspectivas que pueden ser exploradas más a fondo en investigaciones posteriores.

2.2 Diseño de investigación

La investigación realizada es de tipo cuantitativa puesto que tiene como base el uso de instrumentos informáticos, cálculos estadísticos, y formulaciones matemáticas para obtener las respuestas a los objetivos y preguntas planteadas.

Teniendo en cuenta lo indicado por Hernández, et al., (2014) este tipo de investigación lleva a cabo un proceso sistémico, es decir, para su realización se llevan a cabo una serie de pasos, con una estrategia de recolección de datos que da respuesta al problema planteado. Asimismo, en este tipo de investigación cuantitativa se intenta generalizar los resultados encontrados en un grupo o segmento (muestra) a una colectividad mayor (universo o población).

2.3 Fuentes de información

Se ha revisado información de los estados financieros auditados, memorias institucionales, libros, revistas, artículos, tesis y páginas de internet relacionados con el tema de nuestra investigación.

Dichas fuentes de información han sido obtenidas básicamente por medios virtuales, a través de bancos de datos e información compartida de investigaciones posteriores realizadas.

Los datos recolectados para este estudio cuantitativo provienen principalmente de información publicada en la Bolsa de Valores de Lima correspondiente al periodo 2013 al 2022.

Se analiza la información contable para luego hacer las proyecciones usando el modelo de Higgins y determinar la tasa de máxima de crecimiento sostenible.

Con la información histórica se analiza el crecimiento de las ventas, los activos totales, el pasivo y el patrimonio.

2.4 Formulación de esquema de trabajo

Para la formulación del presente trabajo definimos los títulos de los capítulos, el propósito de cada capítulo y las herramientas utilizadas de investigación para realizar un esquema de trabajo que se presenta en la Tabla 2.

Tabla 2 Plan de trabajo

Capítulo	Título del capítulo	Propósito del capítulo	Herramientas utilizadas
1	Introducción	Establecer los antecedentes para determinar el camino de la investigación	Antecedentes revisados (nacionales e internacionales)
2	Marco Metodológico	Presentación de la metodología a utilizar para la ejecución del trabajo de investigación	Revisión de la metodología, análisis de la población, elección de la muestra y determinación del modelo metodológico a elegir
3	Marco Teórico	Sentar las bases teóricas para establecer el análisis pactado	Revisión de bibliografía

Capítulo	Título del capítulo	Propósito del capítulo	Herramientas utilizadas
4	Revisión de Literatura	Se presenta investigaciones donde se encuentra evidencia empírica del impacto de la tasa máxima de crecimiento sostenible.	Revisión de bibliografía
5	Modelo de evaluación a ser utilizado	Describir el Modelo de Crecimiento Sostenible de Higgins	Revisión de bibliografía
6	Empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima	Exponer el estado situacional de las empresas os sectores Mineros y Cementero para el periodo 2015-2020	Análisis de los Estados Financieros Auditados de empresas seleccionadas y los datos estadísticos del sector y la economía.
7	Resultados y Discusión	Se presentan los resultados hallados con la data recolectada y el modelo de crecimiento propuesto. Asimismo, se discute estos resultados con la evidencia presentada por otros autores.	Aplicación del Modelo de Crecimiento Sostenible de Higgins
8	Conclusiones y recomendaciones	Se interpretan los resultados obtenidos e inferencias del análisis realizado.	Análisis de la información planteada y modelo establecido

Elaboración propia: Autores de este trabajo de investigación.

CAPÍTULO III: MARCO CONCEPTUAL

En el presente capítulo se planteará el enfoque conceptual de nuestro trabajo, en enfoque de diversas perspectivas de crecimiento, además de ahondar en los modelos de crecimiento y la tasa máxima de crecimiento sostenible que es nuestro principal tema de medida, su importancia y cómo aplicarla. Para esto, es importante plantear diversos conceptos relacionados con el contexto actual empresarial de manera que se pueda tener una noción más clara que nos llevara a enfocar de mejor manera nuestro tema de estudio.

3.1 Qué es crecimiento

Dosi (2019) indica que el crecimiento es un proceso en el que las empresas buscan oportunidades de mercado y generación de recursos que le permitan solventar su crecimiento y así tener oportunidades en el mercado existente.

Canals (2000) enfoca el crecimiento no como un objetivo primordial de la empresa, sino como un medio para alcanzar otras metas, de tal forma que internamente promueva el rendimiento de los factores productivos, al buscar su mayor eficiencia o como respuesta a un entorno competitivo que obliga a la empresa a expandirse para evitar la pérdida de competitividad futura.

3.2 Qué es crecimiento sostenible

El crecimiento de una empresa es fundamental para la supervivencia a largo plazo ya que permite expandirse, adquirir nuevos clientes, talento e impulsa la rentabilidad. Una de las interrogantes que buscan las empresas es saber cuál es la medida óptima de crecimiento y si esto garantiza que la empresa obtenga estabilidad en el tiempo y sea sostenible.

A razón de esto es necesario definir qué se entiende como crecimiento sostenible. Para definir el concepto de crecimiento sostenible podemos revisar conceptos de algunos autores.

“El crecimiento sostenible es definido como el ritmo de crecimiento equilibrado de la empresa compatible con la capacidad financiera de la misma. Es además una medida integradora de las distintas políticas funcionales instrumentadas en la empresa, como así lo evidencia la descomposición de crecimiento sostenible en crecimiento intrínseco y extrínseco” Fernández, et al., (1988).

Así, cuando una empresa se propone incrementar sus ventas, deberá incrementar también sus activos circulantes necesarios para generar este nuevo nivel de producción. Sin embargo, es difícil calcular el nuevo nivel de activos que se requieren, por lo que estos cálculos se vuelven fundamentales si queremos que la empresa sea sostenible en el tiempo.

3.3 Qué es la tasa máxima de crecimiento sostenible (TMCS)

Es la tasa máxima con la que las empresas pueden crecer sin agotar sus recursos financieros. El crecimiento de las organizaciones está relacionado de manera directa con el crecimiento en las ventas y con los activos necesarios para poder afianzar dicho crecimiento. Esta tasa de crecimiento debe ser sostenible y no generar dificultades financieras que lleven a la insolvencia de las empresas. Higgins (2012)

Es decir, la TMCS es la tasa a la que puede crecer una empresa dada un payout que demuestra que la relación pasivo – patrimonio se mantiene constante con respecto al año anterior, la relación ventas – activo se mantenga constante año a año.

3.3.1 Importancia de la tasa máxima de crecimiento sostenible

La tasa de crecimiento sostenible es una medida importante porque le da a la empresa una imagen más precisa de su expansión y sus requerimientos de capital. Así permite que la empresa pueda crecer utilizando recursos propios y de capital, así es que desean limitar el financiamiento externo. La tasa de crecimiento sostenible permite planificar el crecimiento a largo plazo, las adquisiciones de capital, las proyecciones de flujo de efectivo y las estrategias de endeudamiento.

Lograr la tasa de crecimiento sostenible puede ayudar a una empresa a evitar el sobre endeudamiento y/o dificultades financieras. Si el crecimiento real excede la tasa de crecimiento sostenible, algo debería de ceder y normalmente es la razón de deuda-capital.

3.3.2 Medición de la tasa máxima de crecimiento sostenible

La tasa máxima de crecimiento sostenible está asociada con la reinversión de utilidades. Para poder calcular la tasa máxima de crecimiento sostenible de una empresa debemos hallar antes el ROE de la empresa. Es así la fórmula que se utiliza:

$$Tasa\ de\ Crecimiento\ Sostenible = \left(\frac{Utilidad\ Neta}{Patrimonio} \right) (1 - d)$$

d = Tasa de distribución de dividendos (D/P)

Entendiéndose así que la tasa de crecimiento sostenible es la diferencia entre el total de utilidades netas, expresadas en porcentaje del patrimonio y el valor destinado al pago de dividendos.

3.4 Medición del crecimiento de una empresa

Para medir el crecimiento económico de una empresa debe tenerse en cuenta varios indicadores por lo que se recomienda plantear metas a corto y largo plazo para que así el seguimiento sea más efectivo.

Saravia (2010), menciona que para estimar el crecimiento se mide las variaciones en cantidad y precio. De entre estas dos variables, el precio toma mayor relevancia y se define de la siguiente manera:

$$Precio = Costo\ unitario(1 + Margen\%)$$

En donde el costo unitario de producción sería el resultante de establecer el total de recursos consumidos por una unidad producida, de acuerdo con una metodología de costeo usada; el margen sería el porcentaje que se busca percibir por encima del costo, esto es equivalente a suponer que el costo se recupera con el precio.

Otra forma de crecimiento es el crecimiento en los activos. Al tener un incremento en las ventas, esto genera un requerimiento mayor de costos y gastos que puede modificar el margen de utilidad. Esta nueva estructura en el margen de utilidad genera otro requerimiento en la capacidad instalada (si la capacidad no cubre el nuevo nivel de ventas). Así la empresa tendría que incrementar su activo fijo y se expresaría de la siguiente manera:

$$\%Activo\ Fijo\ Productivo = F(variación\ \% ventas)$$

Donde: F = Relación entre incremento de la cantidad vendida y requerimiento de activo fijo productivo.

3.5 Indicadores de crecimiento

Las empresas se valen de distintas herramientas para crecer, buscan crecer en ventas y al mismo tiempo crecer en rentabilidades para la misma empresa y sus accionistas, para ellos deben ir incrementando su patrimonio. También buscan crecer abarcando más el mercado en el que operan y seguir creando valor.

Tabla 3 Indicadores de crecimiento

Crecimiento en las ventas	Es el indicador de crecimiento más importante para las empresas. Para su medición se debe tener en cuenta: Valores absolutos de ventas en tu moneda local Si es una empresa importadora/exportadora, considerar la moneda extranjera. Unidades vendidas de cada producto. Identificar el porcentaje del mercado que abarca tu empresa. Calcular el tiquete promedio de cada cliente
Crecimiento en las ganancias	Este indicador se puede ver como valores absolutos o como porcentajes y nos darán una visión más clara que permite incluso realizar proyecciones de crecimiento en este sentido.
Crecimiento en el flujo de Caja	Entre las formas de medir el crecimiento empresarial, el flujo de caja es uno de las más importantes. Este indicador está orientado a un punto de vista financiero, que consiste básicamente en medir los ingresos y egresos de la compañía. De hecho, el principal indicador para medir el valor de una compañía es el flujo neto de caja, así las proyecciones te permitirán ver el rendimiento que podrás ofrecer a los inversionistas.
Crecimiento de las Inversiones	Se trata de uno de los indicadores para medir el crecimiento de una empresa, en el que como líder de empresa se debe realizar el seguimiento a las inversiones realizadas y comparar estos montos y retornos con el pasado. Se debe tener en cuenta todo tipo de inversiones, desde infraestructura y proyectos, hasta adquisiciones de otras compañías.
Crecimiento en el patrimonio	Se trata de otra de las formas de medir el crecimiento de una empresa, el crecimiento en el patrimonio de esta. Se debe considerar cómo se da un incremento en el patrimonio y si este a su vez se compone principalmente por utilidades retenidas. De ese modo, la empresa contará con un mayor capital disponible, una señal que evidencia la buena salud financiera.
Crecimiento en el valor de mercado	Al realizar el seguimiento de este valor de mercado es posible percibir el crecimiento de la compañía en un lapso definido. Se puede comparar, por ejemplo, el antes y después del ingreso al mercado bursátil.

<p>Crecimiento del valor financiero</p>	<p>Se trata de uno de los indicadores de crecimiento de una empresa más complejos, donde se requiere del apoyo de expertos financieros quienes se enfocarán en identificar el valor intrínseco de la compañía. Un concepto que hace referencia al valor en el que se tienen en cuenta los componentes tangibles e intangibles que rodean un activo.</p> <p>Generalmente, este análisis se realiza sobre el valor de una acción o un bono, y permite identificar si se encuentra sobrevalorada o infravalorada.</p>
--	--

Consulting Group, 2021

3.6 Modelos de crecimiento

Diversos autores han constituido diferentes tipos de modelos de crecimiento; sin embargo, todos buscan maximizar los crecimientos de manera sustentable. Se explicarán a continuación, los modelos destacados:

3.6.1 Modelo de crecimiento Van Horne

Según lo expuesto en su libro Van Horne & Wachowitz Jr. (2009), este es un modelo que mide el crecimiento sostenible que supone que la empresa no participa en financiamiento de capital accionario externo; la cuenta de capital está constituida sólo por las utilidades retenidas por eso le da mayor importancia a través de ratios en el que cuida el margen de beneficios neto, la rotación de activos, la tasa de retención de rendimiento y patrimonio. Considera que el futuro es exactamente igual que el pasado con respecto al balance general y las razones de desempeño.

El modelo de Van Horne considera dos escenarios, uno estable y otro variable. En cuanto al estable, para ilustrar el cálculo de una tasa de crecimiento sustentable, consideramos un modelo estable en el que el futuro es exactamente igual al pasado. Este análisis se basa en la estructura del balance general y los ratios de desempeño. Suponemos además que las empresas no recurren al financiamiento externo de capital, y que el patrimonio solo se mueve con utilidades retenidas; por otro lado, en relación al variable, para observar lo que sucede cuando se pasa de un estado constante y las variables cambian de un año a otro, se debe formular un modelo de crecimiento sustentable de una forma diferente, ya que el crecimiento de la base de capital y las ventas se desequilibran con el tiempo.

Es necesario considerar las ventas iniciales (V_0) y el capital inicial de los accionistas (C_{ao}) como los cimientos de la edificación. Además, el dividendo (Div) esperado se considera como el monto que se desea pagar, y eventualmente se podría contemplar la venta de acciones ordinarias en casos especiales.

Las variables clave de este modelo son:

Retorno sobre el Patrimonio (ROE): Indica la rentabilidad que la empresa genera sobre el capital aportado por los accionistas.

Se calcula como:

$$ROE = \frac{Utilidad\ Neta}{Patrimonio\ Neto}$$

Payout Ratio: Es el porcentaje de las utilidades que la empresa distribuye a los accionistas como dividendos.

Se calcula como:

$$Payout\ Ratio = \frac{Dividendos}{Utilidad\ Neta}$$

El complemento de este ratio ($1 - Payout\ Ratio$) representa el porcentaje de las utilidades que se retienen para reinversión.

Tasa de Crecimiento Esperada (g): Es la tasa a la cual las utilidades retenidas pueden crecer anualmente sin necesidad de recurrir a financiamiento externo adicional.

Se calcula:

$$g = ROE * \frac{(1 - Payout\ Ratio)}{1 - ROE * Payout\ Ratio}$$

Esta tasa es crucial para entender el potencial de crecimiento sostenible de la empresa utilizando recursos internos.

Principios del Modelo de Crecimiento de Van Horne:

Crecimiento de Activos: Según Van Horne, el crecimiento de una empresa se traduce en un aumento de sus activos. Esto puede ser a través de la adquisición de nuevos activos fijos, aumento del capital de trabajo, o expansión de operaciones.

Necesidad de Financiamiento: Para financiar el crecimiento de activos, una empresa necesitará fondos adicionales. Estos fondos pueden provenir de diversas fuentes, como préstamos bancarios, emisión de acciones nuevas, reinversión de utilidades, entre otros.

Planificación Financiera: El modelo de Van Horne sugiere que las empresas deben planificar cuidadosamente sus necesidades futuras de financiamiento en función de su proyección de crecimiento. Esto implica estimar cuántos y qué tipos de activos serán necesarios y cómo serán financiados.

3.6.2 Modelo de crecimiento sostenible basado en el flujo de caja

Este modelo considera que el crecimiento debe estar basado en el flujo de caja de la empresa, ya que de allí se consigue el rendimiento que proviene de los fondos operaciones.

En el cálculo de la Tasa de Crecimiento Sostenible (SGR) contable, se utilizan entradas del estado de resultados y del balance general. Estas cifras se basan en el principio de acumulación y no reflejan la verdadera posición de efectivo de la empresa.

El balance general mostrará si el efectivo aumentó o disminuyó, pero no el motivo. Para mostrar por qué el saldo de efectivo aumentó o disminuyó, se utiliza el estado de flujo de efectivo. Las tres secciones principales del estado de flujo de efectivo son flujo de efectivo de actividades operativas, flujo de efectivo de actividades de inversión y flujo de efectivo de actividades de financiamiento. La entrada/salida de efectivo en estas tres secciones explica el aumento/disminución del saldo de efectivo en el balance general. Burger & Hamman (1999)

Considera que la empresa puede crecer al mantener un saldo de caja objetivo en su balance, y a través de las ratios, muestra un panorama real del crecimiento de la empresa.

La FCTCS no busca reemplazar el modelo tradicional de TCS, por el contrario, se enfoca en complementarlo, pues considera todas las variables que intervienen en la generación de efectivo, así, los ratios muestran un resultado que brinda una visión general de la situación financiera que, en algunos casos, refleja una imagen distorsionada de la situación de caja de la empresa, por ello, es importante el FCTCS, debido a que, en conjunto con el modelo tradicional, permite tener una visión real del crecimiento de la empresa Burger & Hamman (1999).

3.6.3 Modelo financiero para el crecimiento corporativo sostenible a partir del análisis de componentes relacionados con la gestión financiera.

Este modelo se basa en la aplicación de un conjunto de políticas que van a permitir a la organización a alcanzar sus objetivos estratégicos de crecimiento sostenible en el tiempo. Estas políticas son la política de inversión o reinversión, política de manejo de dividendos y retenciones, política de precios, política de operaciones (ámbito interno), política de costos (sentido dinámico, en prospectiva) y política de mercadeo.

Todas estas políticas vienen a formar parte de una estructura de crecimiento corporativo de tal manera que se asegure la sostenibilidad de la gestión y esté acorde con la estrategia corporativa.

La organización debe alinearse en base al mercado o sector en el que se desarrolla de tal manera que genere ventajas competitivas y al mismo tiempo conozca los limitantes que tenga para su crecimiento y así su gestión financiera sea eficiente y busque desarrollar el crecimiento sostenible en valor y sostenibilidad.

Para el crecimiento sostenible, se debe equilibrar la explotación de los recursos existente y el desarrollo de nuevos recursos como producir bienes y/o servicios que permitan tener ventaja frente a los competidores. Esto nos llevará a tener una alta rentabilidad sobre la inversión y así mantener un crecimiento sostenible siendo competitivos en el sector que se desarrolle.

Se debe analizar la rentabilidad por activo, los beneficios que se consiga y las ventas que se realicen.

Para que se dé la gestión financiera eficiente, se debe convertir los recursos que la organización disponga en recursos productivos, que generen rentabilidad y den valor a las corporaciones.

El crecimiento sostenible asume que la cantidad que la corporación produce es la misma que el mercado demanda, para ello debe haber crecimiento de los activos y como consecuencias las utilidades sobre el patrimonio.

Respecto a la política financiera de inversión o reinversión, es fundamental para la gestión eficaz de los recursos financieros y la maximización del valor para los inversores. A través de una planificación estratégica y una gestión prudente del riesgo, las corporaciones pueden optimizar sus decisiones financieras para alcanzar sus metas a largo plazo.

Sobre la política de manejo de dividendos y retenciones, es parte integral de la estrategia financiera de las corporaciones. Equilibrar la distribución de utilidades con las necesidades de financiamiento y crecimiento es fundamental para maximizar el valor para los accionistas a largo plazo y mantener la salud financiera de la organización.

La política de precios es la herramienta estratégica que permite a las corporaciones alcanzar sus objetivos de marketing y financieros, influir en la percepción de valor de los consumidores y mantener su competitividad en el mercado. Es fundamental que las compañías analicen cuidadosamente todos los factores relevantes y elijan la estrategia de precios más adecuada para sus productos o servicios.

La política de operaciones es importante para la gestión efectiva de una organización, ayudando a mantener un alto nivel de rendimiento operativo y asegurando la alineación de todos los procesos y actividades con los objetivos estratégicos de la organización.

La política de costos es esencial para cualquier corporación que busque mantener su competitividad y sostenibilidad a largo plazo. Al centrarse en la optimización continua de los costos y la adaptación a los cambios del entorno, las compañías pueden mejorar su capacidad para generar valor y cumplir con sus objetivos estratégicos

La política de mercadeo es fundamental para el éxito de las organizaciones, ya que guía todas las actividades relacionadas con la comercialización de sus productos o servicios. Al desarrollar e implementar una política de mercadeo sólida y bien estructurada, las empresas pueden mejorar su posicionamiento en el mercado, aumentar su cuota de mercado y fortalecer su relación con los clientes, todo lo cual contribuye al crecimiento y la rentabilidad a largo plazo.

La propuesta de modelo financiero para el crecimiento de corporativo sostenible es la siguiente:

$$G = \left(1 + \frac{D}{E}\right) (Pr) \left\{ P_U - \left[\left(\frac{F}{Q_P} + V_U \right) (1 + g_c) \right] \left(\frac{Q_V}{A} \right) \right\}$$

Donde:

G = crecimiento corporativo sostenible.

$\left(1 + \frac{D}{E}\right)$ = política de inversión o reinversión.

Pr = política de manejo de dividendos y retenciones.

Pu = política de precios.

$\left(\frac{F}{Q_P}\right) + V_U$ = política de operaciones (ámbito interno).

$(1 + g_c)$ = política de costos (sentido dinámico, en prospectiva).

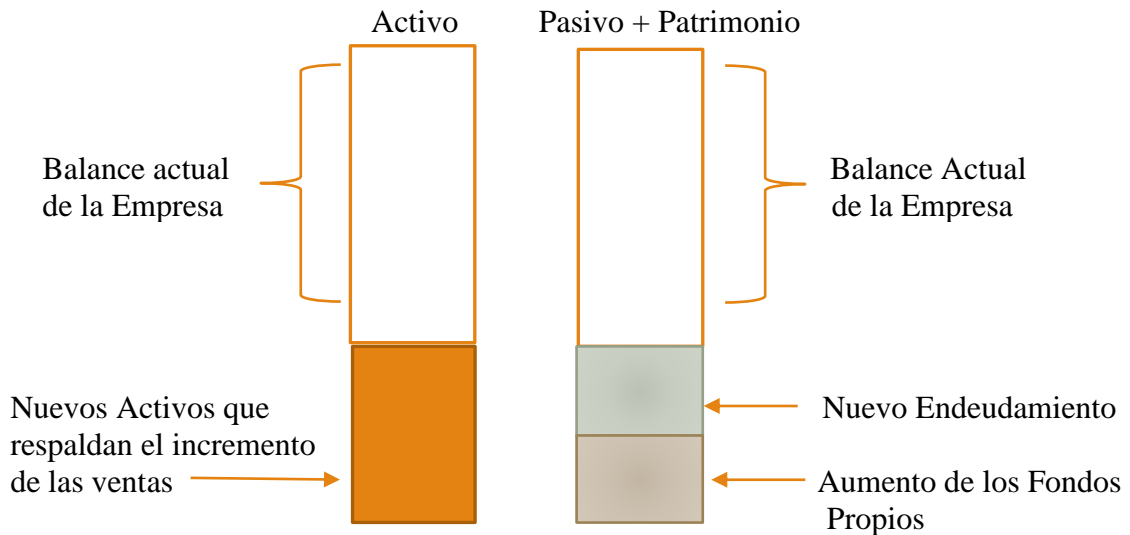
$\left(\frac{Q_V}{A}\right)$ = política de mercadeo.

Este modelo al considerar que la cantidad que la corporación produce es la misma que el mercado demanda, se genera una limitante porque así no es la realidad de las compañías.

3.7 Modelo de crecimiento sostenible de Higgins

El crecimiento sostenible de Higgins es un modelo en el que las empresas tienen un crecimiento autosostenido, en el que mantienen un ritmo de crecimiento adecuado, mantienen un índice de pasivo objetivo y una estructura de patrimonio sin emitir nuevo capital, es decir el crecimiento sostenible está dado por el incremento en las ventas acorde a los activos totales que soporten dicho crecimiento, activos que serán financiados con recursos de la organización sin agotar los recursos disponibles.

Dichos recursos disponibles vienen de las utilidades retenidas o de un aumento de la pasivo manteniendo la proporción pasivo total – patrimonio fijada por la empresa, al aumentar el patrimonio a través de los beneficios retenidos, aumentará el pasivo en la misma proporción, para mantener estable la estructura pasivo – patrimonio; además, no se modificará la cantidad de acciones emitidas que mantienen las organizaciones y supone también que la depreciación se reinvierte en nuevos activos fijos para mantener constante la proporción de estos.



3.7.1 Modelo de crecimiento de Higgins – corto plazo

Bajo el Modelo, la tasa de crecimiento sostenible a corto plazo considera que las empresas no utilizan sus depreciaciones para mantener o reinvertir activos fijos, sino que es un rubro que, en el corto plazo, no representa una salida de caja de la empresa para esas finalidades. Además, los costos fijos resultan pertinentes en este horizonte temporal porque, a diferencia del horizonte a largo plazo, no pueden ser considerados como variables. Como resultado, aumentan el margen de beneficio a medida que aumentan las ventas. La tasa de crecimiento sostenible a corto plazo (g^{**}) siempre será mayor en el marco de las tasas positivas, en relación con todo lo expuesto.

La fórmula aplicada para el Modelo de Higgins a corto plazo corresponde a la siguiente:

$$g_{cp} = \frac{p * (1 - d) * \left(1 + \frac{D}{E}\right) + r * \left(\frac{FA}{A}\right) * \left(\frac{A}{S}\right)}{\frac{A}{S} - \left(\frac{FA}{A}\right) * \left(\frac{A}{S}\right) - (p + fc) * (1 - d) * \left(1 + \frac{D}{E}\right)}$$

p = margen de beneficios después de impuestos

d = proporción de pago de dividendo objetivo

$\left(\frac{D}{E}\right)$ = ratio de endeudamiento

r = tasa de depreciación aplicable a los activos fijos

$\left(\frac{FA}{A}\right)$ = relación activos fijos sobre total activos

$\left(\frac{A}{S}\right)$ = relación activos totales sobre las ventas

f_c = costo fijo como porcentaje de las deudas

3.7.2 Modelo de crecimiento de Higgins – largo plazo

El modelo de Higgins a largo plazo tendrá algunas consideraciones diferentes a la de corto plazo. En primer lugar, se debe tener en cuenta que todos los costos son variables; además, el margen de beneficio es constante; y la empresa tiene una política de distribución de dividendos establecida, así como una tasa de endeudamiento constante en el tiempo. Además, la empresa no emitirá nuevas acciones, lo que significa que la cantidad de acciones emitidas permanecerá constante en el tiempo. En cuanto a la financiación, la inversión y el financiamiento tienen una duración de largo plazo. Finalmente, los fondos resultantes de la depreciación de los activos fijos se utilizan para reinvertir en nuevos activos fijos, lo que permite que sus valores y niveles permanezcan constantes a lo largo del tiempo.

La fórmula para este modelo es la siguiente:

$$g^* = \frac{p(1-d)\left(1 + \frac{D}{E}\right)}{\frac{A}{S} - p(1-d)\left(1 + \frac{D}{E}\right)}$$

Donde:

g^* = tasa de crecimiento de ventas sostenibles

A/S = relación de los activos totales a las ventas

p = margen de beneficio neto después de impuestos

d = proporción de pago del dividendo objetivo

D/E = proporción pasivo patrimonio

3.7.3 Modelo de crecimiento de Higgins – largo plazo incluida la inflación

Todo fenómeno inflacionario reduce la tasa real de crecimiento sostenible de una empresa y agota sus recursos financieros Higgins (1977). La inflación tiene un impacto en muchos aspectos de las empresa, básicamente en relación con la valoración de los activos: si los activos no se valoran según sus valores de reposición sino según sus

valores históricos, las depreciaciones no alcanzan para recuperar completamente su valor económico. Esto ocurre cuando se siguen las normas contables aplicables. Además, las bases imponibles son más elevadas, lo que significa que las empresas pagan impuestos más altos. Además, una señal del exceso de impuestos es la disminución del rendimiento real de las inversiones corporativas nuevas, lo que reduce la atracción de la expansión.

Adicionalmente, las ventas también pueden verse afectadas. A nivel de volumen de ventas, si la empresa quiere mantener las ventas, debe invertir más en capital de trabajo que en el crecimiento generado por la inflación. Como resultado, para mantener el volumen físico de ventas (unidades vendidas), la empresa debe otorgar a sus clientes financiamiento (cuentas a cobrar) o comprar inventario (bienes de cambio) a sus proveedores. No siempre se puede obtener financiamiento a tasa cero. Por lo tanto, esta inversión en capital de trabajo debe ser respaldada mediante la utilización de deuda financiera o propiedad.

En 1977, Higgins creía que la inflación aumentaba el crecimiento sostenible real, aunque afectaba negativamente los activos de la empresa y que la depreciación era insuficiente para recuperar el valor de los activos. En 2004, Higgins afirma que el impacto de la inflación en el balance general y el estado de resultados es proporcional en todos los conceptos y que, en aras de resultados prácticos en la gestión de las empresas, las diferencias no son tan relevantes.

La fórmula es la siguiente:

$$g_{LP(\pi)} = \frac{(1 + \pi) * p * (1 - d) * \left(1 + \frac{D}{E}\right) - j * c}{(1 + \pi) * c + f - (1 + \pi) * p * (1 - d) * \left(1 + \frac{D}{E}\right)}$$

Donde:

π = tasa de inflación constante

D/E = proporción pasivo patrimonio

p = margen de beneficio neto después de impuestos

d = proporción de pago del dividendo objetivo

c = ratio de crecimiento de los activos corrientes para las ventas nominales

f = ratio de crecimiento en activos fijos para las ventas reales

Tabla 4 Cuadro comparativo de variables por cada modelo

Modelos de crecimiento	Autores	VARIABLES	ACCIONES
Van Horne	Van Horne 1987	- Margen de beneficio neto - Rotación de activos - Tasa de retención de rendimiento - Patrimonio	- No emite nuevas acciones
Flujo de caja	Hamman 2017 Burger y Hamman 1999	- Incremento de la deuda - Nuevas emisiones de capital	- Si emite nuevas acciones
Corporativo	Reyes y Briceño 2010	- Política financiera de inversión o reinversión - Política de dividendos y retenciones - Política de costos y de fijación de precios - Política de operaciones - Política de comercialización o mercadeo	- Si emite nuevas acciones
Higgins	Robert C. Higgins 1977	- El reparto de utilidades - El margen de beneficio - La rotación de activos - La estructura de capital.	- No emite nuevas acciones

Tabla 5 Cuadro de puntuación por modelo

Modelos de crecimiento	Van Horne	Flujo de caja	Corporativo	Higgins
Retención de dividendos				1
Rendimiento sobre los activos	1			1
Estructura de capital				1
Margen de beneficio neto	1			1
Tasa de rotación de rendimiento	1			
Patrimonio	1			
Incremento de la deuda		1		
Nuevas emisiones de capital		1		
Refleja posición actual de la empresa				1
Política financiera de inversión o reinversión			1	
Política de dividendos y retenciones			1	
Política de costos y fijación de precios			1	
Política de operaciones			1	
Política de comercialización o mercadeo			1	

Cuida la quiebra de la empresa en el punto máximo				1
Puntuación final	4	2	5	6

El cuadro comparativo es una creación propia, se ha creado listando las variables de acuerdo con el análisis realizado por cada modelo. La asignación se da entre 1 y 0, en donde 1 aplica cuando el modelo contiene la variable mencionada mientras que 0 o vacío es aplicado cuando el modelo no contiene la variable en mención.

Al modelo corporativo se le da puntuación de 5, debido a que, si bien tiene en cuenta la inversión, reinversión, dividendos, costos, operaciones y mercadeo, pero no toma en cuenta de manera explícita el rendimiento sobre los activos, por ello no se conoce si estos están siendo utilizados en su totalidad de acuerdo con su capacidad instalada o se tiene activos ociosos.

Por ello que, de las comparaciones y puntuaciones realizadas a los modelos, elegimos el modelo de Higgins porque mediante este modelo vigila tener un crecimiento equilibrado, es decir tener un crecimiento de ventas mayor al de la inflación, que los activos que se incrementan, sea en menor cantidad porque se consigue una gestión eficiente en su utilización y las deudas crecen también en menor cantidad porque se sostiene en el incremento sostenido de la autofinanciación y del capital.

CAPÍTULO IV: PROCEDIMIENTO / MODELO DE CRECIMIENTO DE HIGGINS A SER UTILIZADO

4.1 Modelo de Crecimiento de Higgins

Higgins (1977) desarrolla un modelo de crecimiento sostenible de ventas con el propósito de brindar a las empresas una herramienta útil para planificar las políticas financieras en sincronía con un ritmo de crecimiento adecuado. El autor explica que para aquellas empresas que desean mantener un índice de pago objetivo (d) y una estructura de patrimonio sin emitir capital nuevo, el crecimiento sostenible se define como el porcentaje anual de incremento en las ventas que es consistente con las políticas financieras establecidas de la empresa. Si las ventas se propagan a un ritmo mayor, lo harán en detrimento de la solidez financiera. Por el contrario, si las ventas crecen menos que dicha tasa, la empresa podrá aumentar sus dividendos, reducir su apalancamiento o acumular activos líquidos.

De acuerdo con el modelo de Higgins, un aumento en las ventas debe ir acompañado de activos necesarios para soportarlas; esto implica que los mismos deban ser financiados con recursos disponibles. Para ello, la tasa de crecimiento sostenible es la tasa máxima a la que pueden crecer las empresas sin agotar los recursos financieros

La adición a los activos necesarios para soportar el incremento de ventas debe ser igual a la suma de la variación en el pasivo (D) y en el patrimonio (E) de la empresa, manteniendo estables los parámetros de la fórmula, p , d , A/S y D/E

$$g^* = \frac{p(1-d)(1 + \frac{D}{E})}{\frac{A}{S} - p(1-d)(1 + \frac{D}{E})}$$

Donde:

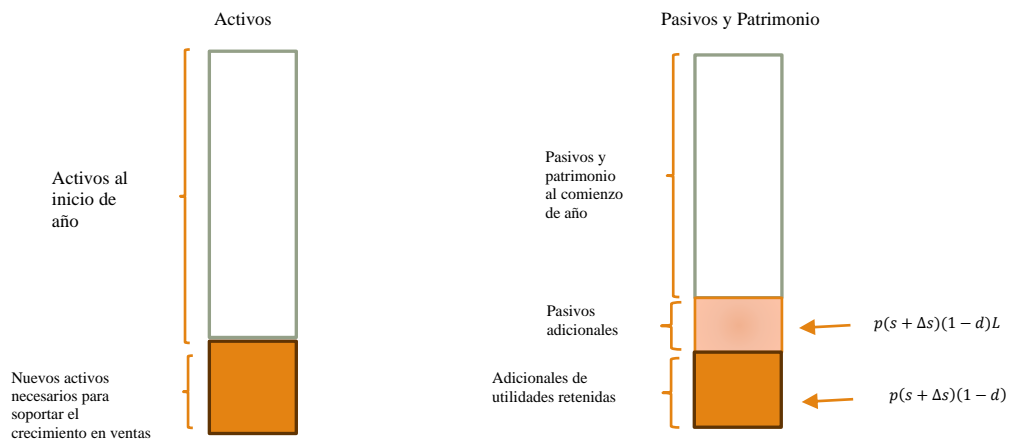
g^* = tasa de crecimiento de ventas sostenibles

A/S = relación de los activos totales a las ventas

p = margen de beneficio neto después de impuestos

d = proporción de pago del dividendo objetivo

D/E = proporción pasivo patrimonio



$$\Delta s(t) = p(s + \Delta s)(1 - d) + p(s + \Delta s)(1 - d)L$$

En 2016, Higgins explica que, si la compañía incrementa las ventas, es necesario también incrementar los inventarios y cuentas por cobrar para soportar las nuevas ventas. Dado que hemos supuesto que la firma no emitirá acciones, la caja necesaria para pagar este incremento de activos debe proceder de los beneficios retenidos o de un aumento del endeudamiento. El modelo supone que se mantiene la proporción pasivo-patrimonio fijada por la empresa, al aumentar el patrimonio (E) a través de los beneficios retenidos, aumentará el pasivo (D) en la misma proporción, para mantener estable la estructura pasivo – patrimonio.

4.2 Variables por utilizar

Las variables por usar en el modelo Higgins, está compuesta por componentes del estado de resultados y estado de situación financiera de las compañías, esto es muestra en su ecuación que tiene como variables los beneficios netos se den en cada ejercicio sobre las ventas, la distribución de dividendos, la estructura de financiera y la rotación de sus activos.

Con esto se demuestra que la empresa debería ir creciendo sus resultados a medida que van creciendo sus ventas.

4.2.1 Supuestos de Crecimiento de Higgins

Tal como señala Schmidt & Milanesi (2018), este modelo de crecimiento está enfocado en el largo plazo, dado que tiene los siguientes supuestos:

- Activos crecerán en proporción a las ventas.
- Todos los costos tienen un comportamiento variable.
- El margen de beneficios es constante.
- La empresa tiene una política de distribución de dividendos establecida y una relación Deuda-Capital que no modifica, esto último significa que no se endeuda más de lo que marca mantener la proporción deuda-capital.
- La empresa no modificará la cantidad de acciones emitidas.
- Observa el largo plazo.
- El monto del cargo por depreciación se invierte en activos fijos en cada período para mantener invariable el valor de dichos activos. La contabilidad debe destinar partidas de dinero periódicamente para no descapitalizarse en el momento de reponer sus activos.

4.2.2 Limitaciones del Modelo de Higgins

Por su parte, Boschi (2020), precisa que el modelo de Higgins de largo plazo tiene dos supuestos claves que limitan su uso. En primer término, supone que el margen de ventas es constante, y por lo tanto que todos los costos son variables. Sin embargo, como es sabido en el corto plazo los costos fijos resultan en un mayor margen de ganancia cuando aumentan las ventas por el efecto del apalancamiento operativo. Este mayor margen implica mayores beneficios que permiten aumentos mayores de activos y ventas. En segundo lugar, este para el largo plazo no contempla la depreciación ya que no es una fuente de efectivo operativo porque se considera que se reponen los activos fijos en el mismo monto en que se deprecian.

En el año 2007, Arellano & Higgins (2007), extiende la formulación del modelo de crecimiento sostenible para permitir el comportamiento de la estructura de costos y el impacto de la depreciación en el corto plazo. El modelo considera el corto plazo como el tiempo en el que los costos fijos permanecen sin cambios, asumiendo que estos costos son gastos operativos que no varían con el nivel de actividad empresarial. Aunque el análisis se aplica a dos períodos, puede extenderse a varios períodos siempre que los costos fijos sigan siendo constantes y no se realicen nuevas inversiones en activos fijos.

El modelo extendido se representa a través de la siguiente expresión matemática, la cual se encuentra demostrada en el modelo desarrollado por los autores:

$$g^{**} = \frac{p(1-d)\left(1 + \frac{D}{E}\right) + r\left(\frac{FA}{A}\right)\left(\frac{A}{S}\right)}{\left(\frac{A}{S}\right) - \left(\frac{FA}{A}\right)\left(\frac{A}{S}\right) - p(1+fc)(1-d)\left(1 + \frac{D}{E}\right)}$$

Donde:

g^{**} : Tasa de crecimiento de ventas sostenible a corto plazo

A: Total de activos

FA: Activos fijos

D: Deuda

E: Equity

S: Ventas

p: Margen de beneficio neto como porcentaje de ventas

d: Proporción de pago de dividendos

r: Tasa de depreciación para el período aplicable a los activos fijos

4.3 Crecimiento en equilibrio según modelo Higgins

Según el modelo de Higgins, supone que las ventas van creciendo con la misma pendiente que crecen los activos, debido a que supone que este crecimiento está apalancado con los activos que la empresa posee, es decir que a medida que crecen las ventas, se incrementan los activos y estos vienen a generar el continuo crecimiento de las ventas.

Esta forma de crecimiento, para Higgins es equilibrado, de lo contrario, si las ventas crecen en mayor o menor medida que los activos, esto generará déficit y o superávit de caja porque no va en concordancia con el ROA.

4.4 Crecimiento desequilibrado según el modelo de Higgins y su corrección

Cuando las ventas no crecen en concordancia con los activos, esto generará un desequilibrio en el crecimiento sostenible según modelo de Higgins.

Si las ventas crecen más que el activo, se tendrá un déficit de caja y si las ventas crecen en menos cantidad que los activos generará un superávit de caja.

Ambas situaciones merecen una atención especial en la organización, revisando en primera instancia las políticas financieras que se puedan estar aplicando, modificar el crecimiento de las ventas y modificar el crecimiento de los activos corrigiendo dependiente la situación que tenga una más que otra en el crecimiento.

Por lo tanto, cualquier combinación para conseguir un crecimiento sostenible, está dado en mantener la relación de crecimiento con rentabilidad, todo esto cuidando a detalle la liquidez.

4.5 Planificación financiera para corregir el crecimiento excesivo

Cuando una organización empieza a operar, el primer pensamiento es hacer crecer a la empresa a costa de cualquier sacrificio, para ello es indispensable tener un planeamiento financiero, para ellos se usa la tasa máxima de crecimiento sostenible de la organización, de tal manera que le permita tener un crecimiento saludable

A medida que va pasando los años, los gerentes financieros van haciendo sus flujos y proyecciones de tal manera que les permita seguir creciendo año a año.

Pero qué pasa cuando se crece de manera excesiva, no cuidando la relación entre el activo, el pasivo y el patrimonio; puede llegarse a apalancar la empresa a niveles exorbitantes debido a que solo se fijan en crecer en ventas.

Es por ello la importancia de la aplicación del modelo de Higgins, usando para ello como base los estados financieros históricos de la empresa para hacer las proyecciones aplicando la tasa de crecimiento sostenible de Higgins, cuidando que el crecimiento no destruya valor de la organización y se consiga los resultados proyectados y esperados.

Para armar las proyecciones teniendo en cuenta el crecimiento sostenible, se parte de las ventas, estas se proyectan en crecimiento teniendo en base el histórico que la empresa ha venido creciendo y siendo respaldado también con el crecimiento de sus activos que van en proporción a las ventas y que la rentabilidad no es sacrificada para conseguirlo.

Cuando los activos no crecen en la misma proporción, se plantea el financiamiento externo, pero debe evaluarse que el rendimiento de estos permitirá seguir manteniendo las proporciones entre activo, pasivo y patrimonio lo que significa que los rendimientos

esperados del activo serán suficientes para cubrir lo que se proyecte en las ventas y eso reditúen a la organización en la misma proporción.

Todo esto será posible cuidando los costos de ventas, gastos de personal, nivel de producción, gastos financieros y demás gastos que comprometan la rentabilidad neta.

Las empresas que cotizan en bolsa de valores de Lima, son empresas que ya tienen un recorrido en su desempeño año a año y que han manejado su planificación financiera, con diversas estrategias que a unas les ha permitido ser más rentables que otras y en el tiempo verse también más apalancadas que otras, por eso aplicaremos el modelo de Higgins a nuestra muestra y ello nos permitirá ver que tanto han conseguido maximizar su rendimiento y a otras tener activos ociosos y no rentables de manera eficiente.

Si hay inconvenientes en el crecimiento, debe fijarse en la ecuación de la tasa de crecimiento sostenible del modelo Higgins para que les permita tener un mejor panorama de cómo manejarse para obtener los resultados esperados y no llegar a un desequilibrio para con exceso o faltante de liquidez.

4.6 Los ratios financieros

Los ratios determinarán el porcentaje respecto a las ventas, a los activos y demás que nos mostrarán un panorama claro de cómo encuentra la empresa y a donde queremos llegar.

Para analizar el modelo de Higgins se tiene los ratios de rentabilidad:

- Margen bruto
- Margen operativo
- Margen neto
- ROE
- ROA

Y también la aplicación de:

- Margen de beneficios
- Margen de crecimiento sostenible

Con estos márgenes de crecimiento sostenible, las empresas muestran el beneficio bajo el modelo de crecimiento sostenible de Higgins.

4.7 Rendimientos sobre capital

La empresa demuestra su capacidad para generar utilidades con el capital que cuenta.

En el estado de resultados se tiene la utilidad neta del año y se analiza la relación con el capital que se muestra en el Estado de Situación Financiera a una determinada fecha.

Higgins indica que el ROE relaciona el rendimiento que se tiene en la empresa, con la eficiencia que se ha tenido para conseguirla y en muchas situaciones apalancándose para generar más y ventas y luego devolver las inversiones tanto a los accionistas como a los externos.

4.8 Rendimientos sobre activos

Higgins también analiza la eficiencia que la empresa ha tenido al momento de trabajar los activos y estos han permitido generar las utilidades para la organización y como consecuencia sus distribuciones de dividendos a los accionistas.

4.9 Resultados esperados

Los resultados que se espera obtener aplicando el modelo de crecimiento sostenible de Higgins, es que la empresa genera un mayor margen positivo año a año, distribuyéndose en menor cantidad los dividendos e incrementándose la deuda en el estado de situación financiera a la par haciendo una buena gestión de los activos para elevar la rotación de éstos.

CAPÍTULO V: REVISIÓN DE LITERATURA

Se realiza un resumen de los principales trabajos realizados, relacionados con el tema a tratar y donde podemos encontrar evidencia de la aplicación del Modelo de Crecimiento de Higgins, así como conocer los temas de planificación y toma de decisiones de las organizaciones. Con la revisión de literatura tenemos una guía de cómo afrontar nuestro problema objetivo.

5.1 Trabajos aplicativos del modelo de Higgins

5.1.1 Evidencia Empírica de las evaluaciones del Modelo de Crecimiento Sostenible de Higgins en empresas mexicanas durante el periodo 1998 (García Muñiz, 2011)

En este trabajo de estudio se muestran las versiones del modelo de Crecimiento de Higgins, es decir, tanto la desarrollada en el año 1977 y la del 2012 (actualización de la versión de 2004), además de su aplicación en las empresas. El cálculo de las razones es importante pero siempre que el resultado del ROE sea favorable.

Para la aplicación del modelo de Higgins se definieron las siguientes variables:

P - Margen de utilidad sobre ventas actuales y proyectadas, después de impuestos.

D - Objetivo del pago de dividendos. Por lo tanto $(1 - d)$, es el objetivo de utilidades retenidas.

L - Objetivo de la razón de las deudas totales respecto del capital de los inversionistas

T - La razón de activos totales respecto de las ventas netas, actuales o proyectadas. (Rotación de activos totales)

s - Ventas al inicio del año

Δs - Crecimiento de las ventas durante el periodo.

A nivel aplicativo, los autores realizaron comparaciones entre las tasas de crecimiento (calculadas por el método de Higgins) versus las tasas de crecimiento históricas para 6 empresas: Alsea, Grupo Bimbo, Cemex CPO, Comercial Mexicana, Grupo Modelo y Walmart México.

Se considera que, antes de solicitar recursos adicionales, la dirección corporativa puede elevar la tasa de crecimiento sostenible incrementando la eficiencia y la rentabilidad de la empresa.

Con la evidencia empírica se demuestra que el cálculo de esta razón financiera hace que se obtenga un crecimiento equilibrado negativo por un pago de dividendos mayor que las utilidades generadas por las empresas en ese periodo.

Los resultados de la investigación, con los supuestos asumidos, permiten afirmar que se cumple el objetivo principal, confirmando mediante evidencia empírica, la validez del modelo de crecimiento sostenible en empresas de la muestra, documentado mediante la revisión de los estados financieros de seis empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores.

5.1.2 El crecimiento sostenible de corto y largo plazo (Salina, 2021)

En este documento de estudio se realiza un análisis comparativo del Crecimiento de Higgins para el corto y largo plazo considerando sus diferentes formas de aplicación y variable particulares y luego evaluar su aplicación a partir de un estudio de caso de YPF S.A La empresa pertenece al sector energético, es referente en la cadena de valor de petróleo y gas en Argentina, líder en el mercado energético. Los autores toman como muestra los estados financieros de los años 2015 al 2019 y realizan un análisis de su situación patrimonial, su estructura patrimonial, decisiones financieras y de inversión, se analizaron ratios económicos y financieros para el estudio de la evolución de la liquidez y solvencia de la empresa para luego realizar la aplicación de la tasa de crecimiento sostenible de Higgins en el cual se toma los siguientes supuestos del Modelo Schmidt & Milanesi (2018).

- Las tasas de crecimiento de los activos y de las ventas serán proporcionales
- Todos los costos son variables
- El margen de beneficio constante
- Política de distribución de precios establecida y ratio de endeudamiento constante en el tiempo.
- El horizonte temporal de inversión y financiamiento es de largo plazo
- Los montos por depreciación de los activos fijos son utilizados para reinvertir en nuevos activos fijos y así mantener sus valores.

Para analizar el corto plazo, que viene a ser el periodo de tiempo en el cual los costos son constantes, es decir no cambian frente a variaciones en las actividades de la empresa.

- Los costes fijos no son variables en el largo plazo

- La depreciación se considera una fuente de flujos de fondos, siempre que no se inviertan en activos fijos.

Con este análisis se puede apreciar que, si bien la empresa ha logrado la sostenibilidad en la evaluación y crecimiento de sus ventas a largo plazo, no ha sido lo mismo para el corto plazo.

5.1.3 El modelo de crecimiento Sostenible de Higgins para corto y largo plazo (Schmidt & Milanesi, 2018)

En este trabajo de estudio tiene como objetivo realizar un análisis comparativo del Modelo de Crecimiento Sostenible de Higgins para el corto y largo plazo, dando visibilidad a sus diferencias y aplicándolo a un caso de estudio. El trabajo toma como unidad de análisis a una empresa cuyos Estado Financieros son de libre acceso, la Empresa Forestadora Tapebicua S.A, empresa perteneciente al Grupo Celulosa Argentina, la cual es referente del Sector foresto-industrial argentino y se tomó como muestra los años 2015 a 2017.

Para el análisis los autores realizaron un reordenamiento de datos de sus Estados Financieros reales desde una línea financiera que vaya acorde al modelo de crecimiento sostenible de corto y largo plazo.

- Se aíslan variaciones de patrimonio que no son generados por la operativa directa.
- Se excluyen resultado por tenencia
- Se extraen resultados del periodo que no sean genuinos.
- Se asume porcentaje de crédito financiero de acuerdo con el sector ya que no se indica
- No se consideran otros ingresos o egresos derivados de actividades que no sean propias de la actividad
- Se incluyen en activos fijos los intangibles.
- Se asume tasa impositiva de acuerdo con el contexto.

Con los datos reordenados los autores preceden a realizar la aplicación de los modelos de crecimiento de corto y largo plazo de Higgins.

Primero aplican el Modelo de crecimiento sostenible a largo plazo con las siguientes variables:

$$g^* = \frac{p(1-d)\left(1 + \frac{D}{E}\right)}{\frac{A}{S} - p(1-d)\left(1 + \frac{D}{E}\right)}$$

Donde:

g^* : Tasa de crecimiento sostenible de ventas

A/s: Relación de los activos totales a las ventas

p: Margen de beneficio después de impuesto

d: Proporción de pago de dividendo objetivo

D/E: Proporción total de deuda capital

Los supuestos que aplica el modelo a largo plazo son:

- Los activos crecen en proporción a las ventas
- Todos los costes son variables
- El margen de beneficio es constante
- La empresa tiene política de Deuda –Capital establecida
- Se observa el largo plazo
- El cargo de disposición se invierte en activo fijo.
- Segundo se aplica el Modelo de crecimiento a corto plazo con las siguientes variables

$$g^{**} = \frac{p(1-d)\left(1 + \frac{D}{E}\right) + r\left(\frac{FA}{A}\right)\left(\frac{A}{S}\right)}{\frac{A}{S} - \left(\frac{FA}{A}\right)\left(\frac{A}{S}\right) - (p + fc)(1-d)\left(1 + \frac{D}{E}\right)}$$

Donde:

g^{**} : tasa de crecimiento sostenible de ventas a corto plazo

A: Total activos

FA: Activos fijos

D: Deuda

E: Equity

S: Ventas

p: Margen de beneficio como porcentaje de ventas

d: Proporción de pago de dividendo

r: Tasa de depreciación para el periodo a los activos fijos

fc: Costo fijo como porcentaje a las ventas

Al tener claro los resultados de g^* y g^{**} , los autores preceden a comparar ambos resultados lo cual arroja que g^* y g^{**} son significativamente distantes esto es debido a que debido sus premisas son distintas.

Se concluyó que, al momento de comparar la ecuación de crecimiento sostenible de largo plazo con la ecuación para el corto plazo, surgen diferencias en sus postulados. La ecuación de crecimiento sostenible es una herramienta para determinar qué tan rápido pueden crecer las ventas dado un margen de beneficio establecido, una estructura de capital objetivo y una proporción de pago de dividendos.

5.1.4 El problema del crecimiento sostenible ¿cómo crecer sin destruirse? - (Jorge Saravia Ríos)

Las empresas cuentan con muchas interrogantes acerca de sus metas, cuanto es lo que pueden crecer, como es que pueden vender más, Que tan rentable serán. En este artículo se aclara como es que debe ser la meta de una organización: clara y sostenible. Y se aclara que crecer no necesariamente genera sostenibilidad en el tiempo, y si una empresa entiende como su meta netamente el crecimiento, pudiendo así comprometer su viabilidad.

El problema del crecimiento tiene varias dimensiones que involucran todas las áreas de una empresa, por lo que se necesita tener acceso a la información del mercado y el entorno, tener la inteligencia para comprender esta información, es necesario una estructura organizacional dinámica, flexible e innovadora, y comprender cómo los diferentes procesos interactúan y qué recursos necesitan.

El autor plantea desde la óptica financiera la relación existente del crecimiento y la sostenibilidad planteándola de la siguiente manera:

$$EVA = (ROI - WACC) * Inversión$$

En donde:

ROI: Utilidad operativa $\cdot (1 - \text{impuesto}\%)$ / Inversión, se refiere a rentabilidad operacional después de impuestos de los recursos costos invertidos en infraestructura

WACC: Costo promedio que la empresa paga por cada unidad monetaria conseguido para financiar su estructura.

CAPÍTULO VI: EMPRESAS A EVALUAR QUE COTIZAN EN BOLSA DE VALORES DE LIMA

6.1 Descripción de las empresas a evaluar

6.1.1 Sector Cementero en Perú

El sector cementero en Perú es una parte integral de la industria de la construcción en el país, desempeñando un papel crucial en el desarrollo de infraestructuras y en el crecimiento económico. Una visión general de este sector:

- **Producción y Consumo:** Perú cuenta con una industria cementera bien establecida que produce una cantidad significativa de cemento cada año para satisfacer la demanda interna. La producción de cemento en el país está impulsada por la actividad de construcción en diversos sectores, incluyendo obras de infraestructura, proyectos residenciales y comerciales.
- **Principales Empresas:** Las principales empresas cementeras en Perú incluyen Cementos Pacasmayo S.A.A., UNACEM S.A.A. (que resultó de la fusión entre Cementos Lima S.A. y Cemento Andino S.A.) y Yura S.A. Estas empresas tienen una presencia importante en el mercado nacional y también exportan sus productos a otros países de la región.
- **Competencia:** El sector cementero en Perú es altamente competitivo, con varias empresas compitiendo por participación en el mercado. La competencia se basa en factores como la calidad del producto, la eficiencia operativa, la red de distribución y el servicio al cliente.
- **Innovación y Tecnología:** Las empresas del sector cementero en Perú han invertido en tecnología moderna y procesos de producción eficientes para mejorar la calidad de sus productos y reducir los costos operativos. La innovación en la industria está dirigida hacia la sostenibilidad ambiental y la optimización de recursos.
- **Sostenibilidad y Responsabilidad Social:** El sector cementero en Perú está cada vez más comprometido con prácticas empresariales sostenibles y responsables. Las empresas del sector han implementado medidas para reducir su impacto ambiental, mejorar la eficiencia energética y contribuir al desarrollo social y económico de las comunidades donde operan.

En resumen, el sector cementero en Perú desempeña un papel vital en el desarrollo económico y la construcción de infraestructuras en el país. Las empresas del sector están comprometidas con la calidad, la innovación, la sostenibilidad y la responsabilidad social empresarial para satisfacer las necesidades del mercado y contribuir al crecimiento sostenible del país.

6.1.1.1 Cementos Pacasmayo S.A.A.:

Cementos Pacasmayo S.A.A. es una empresa líder en la industria del cemento y materiales de construcción en Perú.

- **Historia y Fundación:** Cementos Pacasmayo fue fundada en 1949 en la ciudad de Lima, Perú, bajo el nombre de "Compañía Nacional de Cementos Portland S.A.". Su principal planta de producción se encuentra en Pacasmayo, una ciudad ubicada en la costa norte del país. La empresa comenzó con la producción de cemento y desde entonces ha expandido su oferta para incluir una amplia gama de materiales de construcción.
- **Operaciones:** La compañía opera una planta de cemento en Pacasmayo, en la costa norte del Perú, donde se encuentran grandes yacimientos de caliza, uno de los principales componentes del cemento. Esta ubicación estratégica facilita el abastecimiento eficiente de cemento a los mercados del norte del país.
- **Productos:** La empresa ofrece una amplia gama de productos, que incluyen diferentes tipos de cemento, como el cemento Portland Tipo I y el cemento Portland Tipo IP, así como concreto premezclado, mortero, agregados y otros materiales de construcción.
- **Distribución y Mercados:** La empresa distribuye sus productos a través de una extensa red de distribución que abarca todo el territorio peruano. Atiende tanto a clientes comerciales como a consumidores finales, abasteciendo proyectos de construcción de diferentes escalas y sectores, desde obras residenciales hasta proyectos de infraestructura.
- **Desempeño Financiero:** Cementos Pacasmayo es una empresa cotizada en la Bolsa de Valores de Lima. Su desempeño financiero ha sido sólido, con un crecimiento constante a lo largo de los años y una posición estable en el mercado de la construcción peruano.

- **Presencia Nacional e Internacional:** Cementos Pacasmayo tiene una sólida presencia en el mercado peruano y también exporta sus productos a otros países de la región. Su reputación de calidad y confiabilidad ha contribuido a su éxito tanto a nivel nacional como internacional.

Cementos Pacasmayo S.A.A. es una empresa líder en la industria de materiales de construcción en Perú, conocida por su calidad, innovación y compromiso con la sostenibilidad. Su amplia gama de productos y su enfoque en el desarrollo sostenible la han convertido en un actor importante en el mercado de la construcción en el país.

6.1.1.2 Unacem S.A.A.:

UNACEM S.A.A., que significa Unión Andina de Cementos S.A.A., es una de las principales empresas productoras de cemento en Perú y en América Latina.

- **Historia y Fusión:** UNACEM S.A.A. es el resultado de la fusión de dos empresas líderes en la industria del cemento en Perú: Cementos Lima S.A. y Cemento Andino S.A. La fusión se llevó a cabo en el año 2012, creando una de las empresas más importantes del sector en la región.
- **Operaciones:** La empresa opera varias plantas de producción de cemento en diferentes regiones del Perú, incluyendo plantas en Lima, Huacho y Condorcocha. Estas plantas están estratégicamente ubicadas para abastecer a los principales mercados del país.
- **Productos:** UNACEM produce una amplia gama de productos de cemento, incluyendo cemento Portland Tipo I, cemento Portland Tipo IP, cemento Portland Tipo GU, cemento Portland Tipo HE y cemento Portland Tipo MS. También produce concreto premezclado y otros materiales de construcción.
- **Desempeño Financiero:** UNACEM es una empresa cotizada en la Bolsa de Valores de Lima. Su desempeño financiero ha sido sólido, con un crecimiento constante a lo largo de los años y una posición estable en el mercado de la construcción peruano.
- **Presencia Nacional e Internacional:** Además de su presencia en el mercado peruano, UNACEM exporta sus productos a otros países de la región, lo que le permite diversificar su base de clientes y aumentar su alcance internacional.

UNACEM S.A.A. es una empresa líder en la industria del cemento en Perú y en América Latina, con una sólida trayectoria de éxito, un enfoque en la calidad y la sostenibilidad, y una presencia tanto a nivel nacional como internacional.

6.1.1.3 YURA S.A.:

Yura S.A. es una empresa peruana con una historia rica y una presencia destacada en la industria de la construcción.

- **Historia:** Yura S.A. fue fundada en 1955 en la región de Arequipa, Perú. Desde sus inicios, la empresa se ha dedicado a la producción de cemento y concreto, convirtiéndose en uno de los principales actores del sector en el país. A lo largo de los años, ha experimentado un crecimiento constante y ha diversificado sus operaciones para satisfacer las necesidades del mercado.
- **Operaciones:** Las operaciones de Yura S.A. se centran en la producción y comercialización de cemento, concreto y productos relacionados. La empresa cuenta con plantas de producción modernas y bien equipadas que utilizan tecnología de vanguardia para garantizar la calidad de sus productos. Además de la fabricación, también se dedican a la distribución y venta de sus productos a través de una red de distribución eficiente.
- **Productos:** Yura S.A. ofrece una amplia gama de productos para la construcción, que incluyen diferentes tipos de cemento (como el cemento Portland y el cemento puzolánico), concretos premezclados de alta resistencia, agregados y productos prefabricados. Su catálogo de productos está diseñado para satisfacer las necesidades de diversos proyectos de construcción, desde pequeñas obras residenciales hasta grandes infraestructuras.
- **Desempeño financiero:** A lo largo de los años, Yura S.A. ha mantenido un sólido desempeño financiero, respaldado por su posición líder en el mercado y su enfoque en la calidad y la innovación. Si bien los detalles específicos de su desempeño financiero pueden variar según el año y las condiciones del mercado, la empresa ha demostrado una capacidad constante para generar ingresos y rentabilidad.
- **Presencia nacional e internacional:** Además de su presencia en el mercado nacional peruano, Yura S.A. ha expandido su alcance a nivel internacional. Ha

establecido operaciones en otros países de América Latina, aprovechando su experiencia y conocimientos para atender a clientes en diferentes regiones. Su presencia internacional les ha permitido diversificar sus fuentes de ingresos y acceder a nuevos mercados.

Yura S.A. es una empresa con una historia sólida, operaciones eficientes, una amplia gama de productos de calidad y una presencia tanto nacional como internacional. Su enfoque en la innovación, la calidad y la sostenibilidad los ha posicionado como un actor clave en la industria de la construcción en América Latina.

6.1.2 Sector Consumo Masivo

El sector de consumo masivo en Perú es uno de los pilares fundamentales de la economía del país. Este sector incluye una amplia gama de productos de uso cotidiano, que abarcan desde alimentos y bebidas hasta productos de limpieza y cuidado personal. A continuación, se presenta una descripción detallada del sector de consumo masivo en Perú:

- **Principales Empresas:** Empresas como Nestlé, Unilever, Procter & Gamble, y Coca-Cola tienen una fuerte presencia en el mercado peruano. Compañías peruanas como Alicorp, Gloria y Laive también juegan un rol importante en el sector.
- **Canales de Distribución:** Canal Moderno (Supermercados, hipermercados, y tiendas de conveniencia) y Canal Tradicional (Mercados, bodegas, y tiendas de barrio, que siguen siendo populares entre los consumidores).
- **Impacto Económico** El sector de consumo masivo es un importante generador de empleo en el Perú, desde la producción y manufactura hasta la distribución y ventas. Contribuye significativamente al Producto Interno Bruto (PIB) del país. La presencia de multinacionales en el sector ha atraído inversiones extranjeras, impulsando el desarrollo de infraestructura y tecnología.

6.1.2.1 Gloria S.A.

Gloria S.A. es una de las empresas más emblemáticas y reconocidas del Perú, con una amplia trayectoria en la industria de productos lácteos y alimentos. Fundada en 1941, Gloria se ha consolidado como un líder en el mercado peruano y ha expandido

sus operaciones a nivel internacional. A continuación, se presenta una descripción detallada de la empresa:

- **Historia y Origen:** Gloria S.A. fue fundada el 4 de febrero de 1941 en Arequipa, Perú, como una planta productora de leche evaporada. A lo largo de los años, la empresa ha diversificado su portafolio de productos y ha ampliado sus operaciones, convirtiéndose en un conglomerado industrial y comercial.
- **Productos y Servicios:** Productos Lácteos, Bebidas, Alimentos (Conservas de frutas y vegetales, y otros productos alimenticios) y en algunos mercados, Gloria también comercializa productos de cuidado personal y limpieza.
- **Expansión y Presencia Internacional:** Gloria tiene una fuerte presencia en el mercado peruano, siendo una marca de confianza para los consumidores. La empresa ha expandido sus operaciones a varios países en América Latina, incluyendo Bolivia, Colombia, Argentina, Ecuador y Uruguay, entre otros. Ha adquirido y establecido plantas de producción en varios de estos países.
- **Impacto Económico:** Gloria S.A. es un importante generador de empleo, proporcionando trabajo a miles de personas en sus diversas plantas y operaciones. Contribuye significativamente al Producto Interno Bruto (PIB) del Perú, especialmente en el sector de alimentos y bebidas.

6.1.2.2 Alicorp S.A.A.

Alicorp S.A.A. es una de las empresas más importantes en el sector de bienes de consumo en el Perú y en América Latina. Fundada en 1956, Alicorp ha experimentado un crecimiento significativo a lo largo de los años y se ha expandido no solo en el mercado peruano, sino también en otros países de la región. A continuación, te proporciono una descripción detallada de Alicorp S.A.A.:

- **Historia y Origen:** Alicorp fue fundada en 1956 como una pequeña empresa dedicada a la producción de aceites y grasas en el Perú. A lo largo de las décadas, la empresa ha experimentado un crecimiento sustancial a través de la diversificación de su portafolio de productos y la expansión geográfica.
- **Portafolio de Productos:** Alimentos (Aceites comestibles, productos de pastelería y repostería, productos congelados, alimentos para mascotas, entre otros. Cuidado Personal (Productos de cuidado del cabello, cuidado de la piel,

higiene oral, y productos de cuidado del hogar). Productos para el cuidado del Hogar (Detergentes, suavizantes de telas, limpiadores, y productos de cuidado del hogar). Cuidado Animal (Alimentos balanceados para mascotas y productos veterinarios).

- **Presencia Internacional:** Alicorp no solo tiene una presencia significativa en el mercado peruano, sino que también ha expandido sus operaciones a varios países de América Latina, incluyendo Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, y otros. Esta expansión internacional ha sido parte de la estrategia de crecimiento de la empresa en la región.
- **Impacto Económico y Social:** Alicorp es uno de los principales empleadores en el sector privado en el Perú y en los países donde opera, proporcionando trabajo a miles de personas en sus diferentes plantas y operaciones.

6.1.2.3 Laive S.A.

Laive S.A. es una empresa peruana con una larga trayectoria en la industria alimentaria, especialmente en el sector de productos lácteos. Fundada en 1910, Laive se ha consolidado como una de las marcas más importantes y reconocidas en el Perú. A continuación, te proporciono una descripción más detallada de la empresa:

- **Historia y Origen:** Laive S.A. fue fundada en 1910, inicialmente como una pequeña empresa dedicada a la producción de leche en la región de Huancayo. A lo largo de los años, la compañía ha expandido sus operaciones y diversificado su portafolio de productos, manteniéndose a la vanguardia de la industria alimentaria en Perú.
- **Productos:** Lácteos (leche fresca y evaporada, yogurt, mantequilla, queso y otros derivados lácteos), cárnicos (embutidos y carnes procesadas), bebidas (jugos y bebidas funcionales). Otros productos alimenticios (entre ellos margarinas y productos dietéticos)
- **Presencia en el Mercado:** Mercado Nacional: Laive tiene una fuerte presencia en el mercado peruano, siendo una marca reconocida y confiable para los consumidores.

6.1.3 Sector Energía

El sector energético en Perú es un componente vital para el desarrollo económico y social del país. Abarca varias áreas, incluyendo la producción de electricidad, hidrocarburos (petróleo y gas natural), energías renovables, y eficiencia energética. Este sector ha experimentado importantes cambios y desarrollos en las últimas décadas, mejorando en calidad y eficiencia de la prestación de servicios. Aun así aún quedan muchos retos, en especial la necesidad de explotar algunas energías renovables, como son la energía hidroeléctrica, la energía eólica y la energía solar.

- **Recursos Naturales Diversificados:** El Perú es un país rico en recursos naturales, lo que le otorga una ventaja en la diversificación de su matriz energética. Cuenta con una considerable cantidad de hidrocarburos, gas natural, energía hidroeléctrica, solar, eólica y geotérmica.
- **Hidrocarburos:** Históricamente, los hidrocarburos han sido una parte crucial de la economía energética peruana. El país cuenta con reservas significativas de petróleo y gas natural, y la exploración y producción continúan siendo importantes. Sin embargo, en los últimos años ha habido un enfoque en diversificar la matriz energética para reducir la dependencia de los hidrocarburos.
- **Energía Renovable:** El Perú ha realizado avances significativos en el desarrollo de energías renovables. La energía hidroeléctrica es una fuente importante de electricidad, con proyectos como la Central Hidroeléctrica de Chaglla y la Central Hidroeléctrica de Cerro del Águila. Además, se están llevando a cabo proyectos de energía solar y eólica en diversas regiones del país.
- **Inversiones y Políticas Públicas:** El gobierno peruano ha implementado políticas para fomentar la inversión en el sector energético y promover la sostenibilidad. Esto incluye incentivos para proyectos de energía renovable y la creación de marcos regulatorios que fomenten la participación del sector privado.
- **Electrificación Rural:** A pesar de los avances, todavía existen desafíos en la electrificación de zonas rurales y remotas del país. El gobierno ha implementado programas para llevar electricidad a comunidades alejadas, utilizando tecnologías renovables donde sea posible.

- **Desafíos Ambientales y Sociales:** El desarrollo del sector energético en el Perú no está exento de desafíos. La explotación de recursos naturales puede plantear preocupaciones ambientales y sociales, como la deforestación, la contaminación y los conflictos con comunidades locales. El gobierno y las empresas están trabajando para abordar estos problemas a través de prácticas más sostenibles y consultas con las comunidades afectadas.
- En resumen, el sector energético en el Perú está experimentando una transformación hacia la diversificación de su matriz energética, con un creciente énfasis en las energías renovables y la sostenibilidad, aunque aún enfrenta desafíos en términos de acceso universal a la energía y la mitigación de impactos ambientales y sociales.

6.1.3.1 Electroperú S.A.

Electroperu S.A., es una empresa peruana de generación de energía eléctrica que desempeña un papel fundamental en el sector energético del Perú. Su compromiso con la eficiencia, la estabilidad del suministro y la sostenibilidad la posiciona como un actor esencial en el desarrollo energético del país. A continuación, se presenta una visión general de la empresa, incluyendo su historia, operaciones, infraestructura y su importancia en el mercado eléctrico peruano.

- **Historia y Fundación.** Electroperú fue fundada el 20 de julio de 1972 durante el gobierno del presidente Juan Velasco Alvarado, como parte de una política de nacionalización y centralización de los recursos energéticos del país. La creación de Electroperú tenía como objetivo consolidar y mejorar la infraestructura energética del Perú, así como garantizar un suministro eficiente y estable de electricidad.
- **Operaciones y Actividades.** Se dedica principalmente a la generación de energía eléctrica. Sus actividades incluyen: Generación de energía, comercialización, mantenimiento e Innovación.
- **Infraestructura y Capacidad de Generación.** Electroperú posee importantes instalaciones de generación de energía. Algunas de las más destacadas son:
 - Central Hidroeléctrica del Mantaro: Es una de las mayores y más importantes centrales hidroeléctricas del Perú, con una capacidad

instalada significativa que aporta una gran parte de la energía hidroeléctrica del país.

- Centrales Térmicas: Además de las hidroeléctricas, también opera centrales térmicas que utilizan combustibles fósiles para generar electricidad, complementando así la generación hidroeléctrica y asegurando un suministro continuo.
- **Importancia en el Mercado Eléctrico Peruano.** La empresa juega un rol crucial en el sector eléctrico peruano por varias razones:
 - Aporte a la Matriz Energética: Contribuye significativamente a la generación de electricidad en el país, ayudando a diversificar la matriz energética y reducir la dependencia de importaciones de energía.
 - Estabilidad del Suministro: Sus operaciones aseguran la estabilidad y continuidad del suministro eléctrico, lo que es esencial para el desarrollo económico y social del Perú.
 - Desarrollo Sostenible: Electroperú está comprometida con el desarrollo sostenible, buscando siempre mejorar la eficiencia energética y reducir el impacto ambiental de sus operaciones.
- **Retos y Proyecciones** Como toda empresa del sector energético, Electroperú enfrenta varios desafíos, entre ellos:
 - Sostenibilidad Ambiental: Continuar avanzando en prácticas y tecnologías que minimicen el impacto ambiental, especialmente en términos de emisiones de gases de efecto invernadero y uso del agua.
 - Innovación Tecnológica: Integrar tecnologías emergentes para mejorar la eficiencia de la generación y distribución de energía.
 - Adaptación al Mercado: Mantenerse competitiva y adaptarse a las regulaciones y dinámicas cambiantes del mercado eléctrico.

En cuanto a proyecciones, se espera que Electroperú continúe siendo un pilar en el sector energético peruano, con planes de expansión y modernización de su infraestructura, así como la incorporación de fuentes de energía renovable adicionales.

6.1.3.2 Luz del Sur S.A.A.

Es una de las principales empresas de distribución de energía eléctrica en Perú, su enfoque en la innovación y sostenibilidad la posiciona como un actor clave en el desarrollo energético del país. A continuación, se presenta una descripción de la empresa, incluyendo su historia, operaciones, infraestructura y su importancia en el mercado eléctrico peruano.

- **Historia y Fundación.** Luz del Sur fue constituida en 1994 como parte del proceso de privatización del sector eléctrico peruano llevado a cabo por el gobierno de Alberto Fujimori. Este proceso buscaba mejorar la eficiencia y calidad del servicio eléctrico mediante la participación del sector privado.
- **Operaciones y Actividades.** Se dedica principalmente a la distribución y comercialización de energía eléctrica. Sus actividades incluyen: Distribución de Energía, comercialización, atención al cliente, mantenimiento e Innovación
- **Infraestructura y Área de Concesión.** Posee una amplia infraestructura de distribución que incluye subestaciones, líneas de transmisión y redes de distribución.
- **Importancia en el Mercado Eléctrico Peruano.** Desempeña un papel crucial en el sector eléctrico peruano por varias razones:
 - Cobertura y Servicio: Atiende a millones de clientes, siendo una de las mayores distribuidoras de energía eléctrica del país.
 - Calidad y Eficiencia: Es reconocida por su compromiso con la calidad del servicio y la eficiencia operativa, lo que se traduce en una alta satisfacción de los clientes.
 - Innovación y Sostenibilidad: Luz del Sur invierte en tecnologías innovadoras y en proyectos de sostenibilidad para mejorar la eficiencia energética y reducir el impacto ambiental de sus operaciones.
- **Retos y Proyecciones.** Luz del Sur enfrenta varios desafíos en su operación, entre ellos:
 - Crecimiento de la Demanda: Adaptarse al crecimiento continuo de la demanda de energía en su área de concesión.

- Sostenibilidad Ambiental: Implementar prácticas y tecnologías que minimicen el impacto ambiental, incluyendo la integración de fuentes de energía renovable.
- Infraestructura y Tecnología: Continuar modernizando su infraestructura de distribución y adoptando tecnologías avanzadas para mejorar la eficiencia y fiabilidad del servicio.

En cuanto a proyecciones, se espera que Luz del Sur continúe siendo un líder en el sector de distribución de energía en Perú, con planes de expansión y modernización de su infraestructura, así como la mejora continua de la calidad del servicio al cliente.

6.1.3.3 Enel Peru.

Enel Perú es una filial del Grupo Enel, una multinacional italiana del sector energético, que opera en más de 30 países y está presente en todos los continentes. Enel Perú desempeña un papel crucial en la generación, distribución y comercialización de energía eléctrica en el país. A continuación, se presenta una descripción detallada de la empresa, incluyendo su historia, operaciones, infraestructura y su importancia en el mercado eléctrico peruano.

- **Historia y Fundación:** El Grupo Enel ingresó al mercado peruano en 2001, cuando adquirió las acciones de Edegel, una empresa de generación de energía. Desde entonces, Enel ha expandido sus operaciones en Perú, abarcando la generación, distribución y comercialización de energía eléctrica.
- **Operaciones y Actividades:** Enel Perú está involucrada en diversas actividades dentro del sector eléctrico: Generación de energía, distribución de Energía, comercialización, innovación y sostenibilidad.
- **Infraestructura y Capacidad de Generación:** Enel Perú posee una infraestructura que incluye: Plantas de Generación (Central Hidroeléctrica de Huinco, Central Térmica de Ventanilla y Proyectos de Energía Renovable
- **Importancia en el Mercado Eléctrico Peruano:** Enel Distribución Perú atiende a millones de clientes, siendo uno de los principales proveedores de electricidad en Lima y Callao. La empresa contribuye a la diversificación de la matriz energética del país con sus plantas de generación que utilizan diferentes fuentes de energía, incluyendo renovables. Además, está comprometida con la

sostenibilidad ambiental y social, invirtiendo en proyectos que promueven la eficiencia energética y el uso de energías limpias.

- **Retos y Proyecciones:** Enel Perú enfrenta varios desafíos y tiene perspectivas de crecimiento:
 - Demanda Energética: Adaptarse al crecimiento de la demanda energética en el país y garantizar un suministro fiable y eficiente.
 - Sostenibilidad Ambiental: Continuar desarrollando proyectos de energía renovable y reduciendo el impacto ambiental de sus operaciones.
 - Tecnología e Innovación: Invertir en nuevas tecnologías para mejorar la eficiencia operativa y la calidad del servicio.
 - En cuanto a proyecciones, se espera que Enel Perú continúe expandiendo su capacidad de generación de energía renovable y modernizando su infraestructura de distribución para mantenerse como líder en el sector eléctrico peruano.

6.2 Porqué se seleccionó esta muestra

El objetivo de la selección de las empresas del presente trabajo de investigación se basa en los siguiente criterios:

a. Diversificación Sectorial:

Al seleccionar empresas de los sectores de energía, consumo masivo y minería, se abarca una amplia gama de dinámicas económicas y desafíos financieros. Esto te permite analizar cómo la TCS se comporta en contextos variados y bajo diferentes presiones externas e internas. La comparación entre estos sectores ofrece un enfoque integral y robusto. El análisis de tres sectores distintos permite comparar cómo factores específicos de cada industria (como la volatilidad en los precios de los commodities en minería o las regulaciones ambientales en energía) influyen en la TCS, lo que enriquece tu análisis y te da la oportunidad de identificar patrones o divergencias sectoriales.

b. Relevancia económica y estratégica:

Cada uno de los tres sectores y por consiguiente cada una de las empresas pertenecientes a dichos sectores, se rigen bajo características particulares, las cuales se puedes resaltar de la siguiente manera:

Energía: Este sector es crítico para cualquier economía, ya que provee la base energética necesaria para el funcionamiento de todas las demás industrias. Las empresas de este sector suelen enfrentarse a grandes inversiones de capital y regulaciones estrictas, lo que afecta su capacidad de generar un crecimiento sostenible. Analizar la TCS en este sector permitirá entender cómo las empresas equilibran la necesidad de crecimiento con la sostenibilidad financiera en un entorno altamente regulado.

Consumo Masivo: Este sector está directamente relacionado con el comportamiento del consumidor y, por tanto, es un indicador clave de la salud económica general. Las empresas en este sector suelen tener márgenes ajustados y una competencia feroz, lo que las obliga a gestionar cuidadosamente su TCS para mantener su relevancia y competitividad a largo plazo.

Minería: La minería es un sector crucial, especialmente en economías que dependen de la exportación de recursos naturales. La naturaleza cíclica y la alta volatilidad de los precios de los commodities hacen que las empresas mineras tengan que adoptar estrategias financieras muy cuidadosas para mantener un crecimiento sostenible durante los ciclos económicos. Evaluar la TCS en este sector ofrece insights sobre cómo estas empresas manejan la incertidumbre y la volatilidad.

c. Impacto y Sostenibilidad

Energía y Sostenibilidad Ambiental: El sector energético está en el centro de la discusión sobre sostenibilidad, ya que enfrenta el desafío de equilibrar la demanda creciente de energía con la necesidad de reducir las emisiones de carbono. Este sector ofrece un excelente caso para analizar cómo las empresas pueden crecer sosteniblemente mientras se adaptan a las exigencias de sostenibilidad ambiental.

Consumo Masivo y Responsabilidad Social: Las empresas de consumo masivo, al estar tan cerca del consumidor final, tienen una creciente responsabilidad social en cuanto a prácticas sostenibles y éticas. Evaluar la TCS en este sector te permite explorar cómo estas empresas integran la sostenibilidad en sus modelos de negocio para asegurar un crecimiento a largo plazo.

Minería y Gestión de Recursos: Dado que la minería involucra la extracción de recursos no renovables, la sostenibilidad es una preocupación central. Las

empresas mineras deben balancear la explotación de recursos con la responsabilidad ambiental y social. Analizar la TCS en este contexto permite evaluar cómo estas empresas aseguran su viabilidad futura.

d. Representatividad y Comparabilidad:

Energía: La inclusión de una empresa energética permite analizar cómo las empresas que operan en un entorno de alta inversión en infraestructura y tecnologías avanzadas gestionan su crecimiento sostenible.

Consumo Masivo: Este sector permite examinar cómo las empresas que operan en mercados altamente competitivos, con márgenes de beneficio relativamente bajos, se esfuerzan por mantener un crecimiento sostenible.

Minería: Analizar una empresa minera ofrece una perspectiva sobre cómo las empresas en sectores volátiles y dependientes de factores externos, como los precios de las materias primas, gestionan su crecimiento y estabilidad financiera a largo plazo.

Al elegir empresas de estos tres sectores, se tiene una muestra que abarca diferentes dinámicas industriales, retos y oportunidades de sostenibilidad. Esto no solo enriquece el análisis, sino que también permite ofrecer recomendaciones estratégicas más informadas y matizadas, aplicables a un amplio espectro de industrias.

Estas tres empresas, de cada sector, vienen manteniendo operatividad a lo largo de los años, lo que demuestra que su vida operacional se proyecta a largo plazo y su continuidad permite demostrar cómo han venido manteniendo un crecimiento sostenible a lo largo de los años.

6.3 Criterios para evaluar las empresas

Para la evaluación de las empresas seleccionadas, se han usado diversos criterios financieros, de manera que el análisis en relación de la TCS tenga la complejidad y objetividad necesarias.

El análisis se basa en data proporcionada por las empresas en cuestión, la cual es completa, considerando que todas deben divulgar su información financiera a los organismos públicos, los cuales muestran dicha información en sus portales oficiales (SMV, BVL, Sunat, entre otros).

Los criterios de evaluación se pueden dividir de la siguiente manera:

a. Rendimientos financieros

Retorno sobre el Patrimonio (ROE): Evalúa la eficiencia con la que la empresa utiliza el capital de los accionistas para generar beneficios. Un ROE alto y consistente suele indicar una buena gestión y capacidad de crecimiento sostenible.

Margen de Beneficio: Se incluye en el análisis los márgenes de beneficio bruto, operativo y neto para evaluar la rentabilidad de la empresa y su capacidad de generar ingresos a partir de sus ventas.

Crecimiento de Ingresos y Utilidades: Se examinó el crecimiento histórico de ingresos y utilidades netas. Un crecimiento constante sugiere una capacidad de expansión sostenible sin necesidad de aumentar desproporcionadamente la deuda.

b. Gestión del capital

Estructura de Capital: Se analizó la proporción de deuda a patrimonio (leverage). Un nivel de deuda controlado es crucial para mantener la sostenibilidad a largo plazo y evitar riesgos financieros excesivos.

Eficiencia Operativa: La eficiencia en el uso de activos (ROA), esto puede indicar la capacidad de generar más ingresos con menos activos, lo cual es un buen indicador de sostenibilidad.

c. Factores macroeconómicos y sectoriales:

Ciclo Económico y Sectorial: Las empresas en sectores cíclicos, como minería, enfrentan desafíos únicos para mantener su TCS.

Tendencias de Mercado: Las tendencias macroeconómicas y sectoriales, como la transición a energías renovables o cambios en los patrones de consumo, influyen en la capacidad de crecimiento sostenible de las empresas.

CAPÍTULO VII: RESULTADOS Y DISCUSIÓN

7.1 Análisis del entorno que puede afectar el crecimiento del Sector Cementero

El análisis del entorno que puede afectar el crecimiento del sector cementero en Perú implica considerar una serie de factores económicos, políticos, sociales y ambientales que pueden influir en la industria, como lo siguiente:

- **Crecimiento económico:** El crecimiento económico del país es un factor fundamental que afecta la demanda de cemento. Un aumento en la actividad de construcción ya sea en infraestructura pública o privada, impulsará la demanda de cemento. Por lo tanto, indicadores como el PIB, la inversión en infraestructura y el gasto en construcción son importantes para evaluar el potencial de crecimiento del sector.
- **Políticas gubernamentales:** Las políticas y regulaciones gubernamentales pueden tener un impacto significativo en el sector cementero. Por ejemplo, políticas que fomenten la inversión en infraestructura, reformas en el sector de la construcción o cambios en los impuestos pueden influir en la demanda y la rentabilidad de las empresas de cemento.
- **Tendencias demográficas:** El crecimiento poblacional y las tendencias de urbanización pueden influir en la demanda de cemento. Un aumento en la población y la urbanización generalmente conduce a una mayor demanda de viviendas, edificios comerciales e infraestructura, lo que beneficia al sector cementero.
- **Precios de los materiales y costos de producción:** Los precios de los materiales utilizados en la fabricación de cemento, como el clinker y el yeso, así como los costos de energía y transporte, pueden afectar la rentabilidad de las empresas de cemento. Fluctuaciones en estos costos pueden influir en los márgenes de beneficio y en las decisiones de inversión en el sector.
- **Impacto ambiental y regulaciones:** El sector cementero puede estar sujeto a regulaciones ambientales cada vez más estrictas relacionadas con las emisiones de CO₂ y otros contaminantes. Las empresas del sector deben adaptarse a estas regulaciones, lo que puede implicar inversiones en tecnologías más limpias y sostenibles. Además, la percepción pública sobre el impacto ambiental de la industria del cemento puede influir en la demanda de productos más ecológicos.

- **Competencia y dinámica del mercado:** La competencia entre las empresas del sector cementero, así como la entrada de nuevos competidores y la consolidación del mercado, pueden afectar los precios y la rentabilidad. Además, la innovación en materiales de construcción alternativos o tecnologías de construcción puede representar una amenaza o una oportunidad para las empresas de cemento establecidas.
- **Tendencias tecnológicas:** La adopción de tecnologías innovadoras en la fabricación de cemento, como la automatización, la eficiencia energética y la digitalización, puede mejorar la productividad y la competitividad de las empresas del sector. Estas tendencias pueden influir en las estrategias de inversión y desarrollo de las empresas de cemento en el Perú.

Es importante considerar estos aspectos en un análisis del entorno, debido a que proporciona una comprensión más completa de los factores que pueden afectar el crecimiento del sector cementero en Perú y permite a las empresas del sector tomar decisiones informadas para adaptarse a las condiciones del mercado.

7.1.1 Resultados de Cementos Pacasmayo S.A.A.

Tomando los estados financieros de manera integral, la empresa no crece de manera sostenible, debido a que las ventas del 2019, 2021 y 2022 están por encima de la tasa g^* .

En este panorama, no se puede repartir más dividendos a los socios, sino se comprometería la seguridad financiera de la empresa a largo plazo.

El Pay-Out para el año 2022, tendría que bajar mínimo a 12% para que la empresa continúe creciendo de manera sostenible.

Tabla 6 Crecimiento de Ventas Sostenible - Cementos Pacasmayo S.A.A.

Crecimiento de ventas sostenible	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
p = Margen de beneficio después de impuestos	0.176	0.234	0.263	0.141	0.115	0.093	0.148	0.068	0.128	0.130
d = Proporción de pago del dividendo objetivo	0.760	0.888	0.946	1.236	0.918	0.996	1.000	1.000	1.000	1.954
D/E = Proporción total de deuda a patrimonio neto	0.579	0.554	0.665	0.686	0.826	0.910	0.980	1.149	1.595	1.732
A/S = Relación de los activos totales a las ventas	3.417	3.765	3.952	3.833	3.371	3.379	3.150	3.443	2.597	2.392

$$g^* = (p * (1 - d) * (1 + D/E)) / (A/S - p * (1 - d) * (1 + D/E))$$

Tabla 7 Tasa de crecimiento real vs tasa máxima de crecimiento sostenible de Higgins - Cementos Pacasmayo S.A.A.

Año	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
g^*	1.99%	1.09%	0.60%	-1.45%	0.51%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	-12.37%
g	1.50%	-0.82%	-0.44%	0.31%	-0.66%	0.54%	8.95%	-4.50%	39.99%	14.24%
Diferencia (g^*-g)	0.49%	1.91%	1.04%	-1.76%	1.17%	-0.52%	-8.95%	4.50%	-39.99%	-26.60%

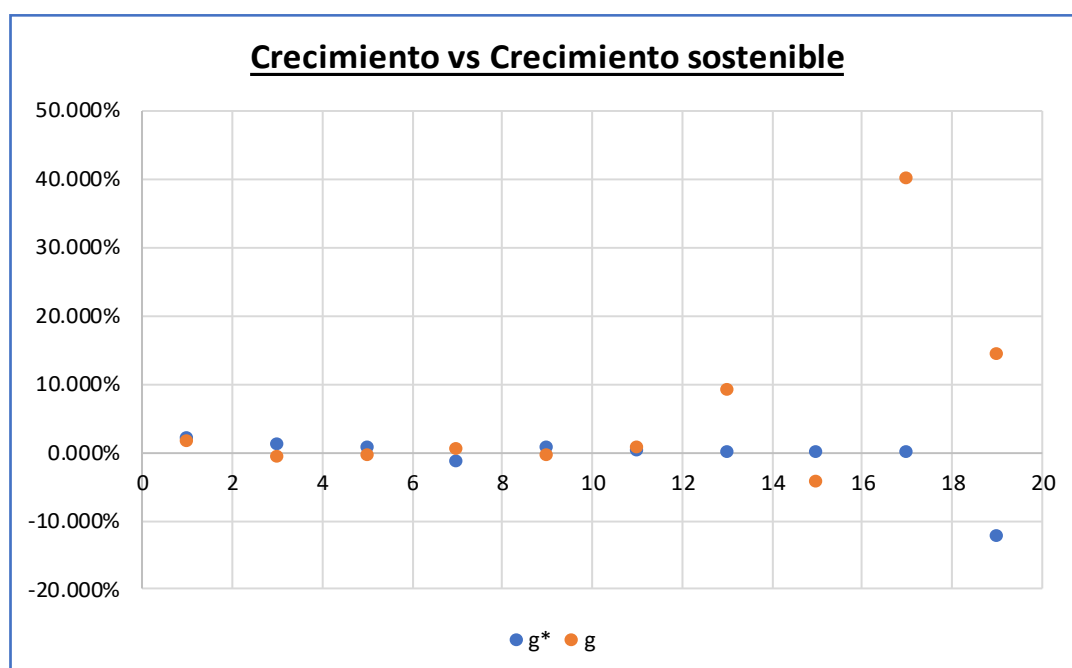


Ilustración 1 TCR vs TMCS Higgins - Cementos Pacasmayo S.A.A.

7.1.2 Resultados de UNACEM S.A.A.

Tomando los estados financieros de manera integral, la empresa no crece de manera sostenible en mínimas proporciones, pero en el año 2021 si se excedió el crecimiento de las ventas en comparación con la tasa de crecimiento sostenible.

En este panorama, los primeros años hasta el 2021, no se puede repartir más dividendos a los socios, sino hubiese comprometido la seguridad financiera de la empresa a largo plazo.

El Pay-Out para el año 2022, podría subir hasta 77% y la empresa continuaría creciendo de manera sostenible.

Tabla 8 Crecimiento de Ventas Sostenible - UNACEM S.A.A.

Crecimiento de ventas sostenible	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
p = Margen de beneficio después de impuestos	0.115	0.154	0.067	0.167	0.250	0.123	0.176	0.018	0.163	0.771
d = Proporción de pago del dividendo objetivo	0.858	0.955	0.870	1.000	1.000	0.858	1.000	1.000	1.000	1.882
D/E = Proporción total de deuda a patrimonio neto	0.914	1.309	1.354	1.202	1.003	0.940	0.823	0.825	0.715	0.217
A/S = Relación de los activos totales a las ventas	3.686	4.443	4.432	4.601	4.599	4.351	4.407	5.157	3.539	11.953

$$g^* = (p * (1 - d) * (1 + D/E)) / (A/S - p * (1 - d) * (1 + D/E))$$

Tabla 9 Tasa de crecimiento real vs tasa máxima de crecimiento sostenible de Higgins - UNACEM S.A.A.

Año	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
g*	0.86%	0.36%	0.47%	0.00%	0.00%	0.78%	0.00%	0.00%	0.00%	-6.48%
g	0.00%	6.07%	3.52%	-4.32%	-0.13%	5.71%	0.82%	-14.41%	42.98%	-77.99%
Diferencia (g*-g)	0.86%	-5.71%	-3.06%	4.32%	0.13%	-4.93%	-0.82%	14.41%	-42.98%	71.51%

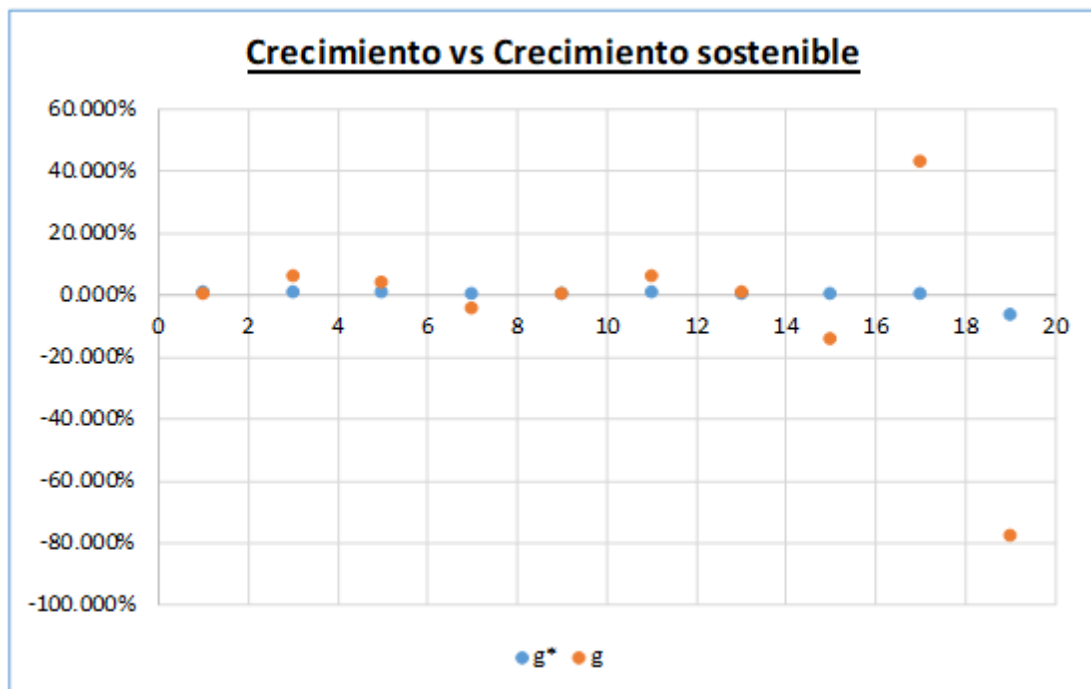


Ilustración 2 TCR vs TMCS Higgins - UNACEM S.A.A.

7.1.3 Resultados de Yura S.A.

Tomando los estados financieros de manera integral, la empresa no crece de manera sostenible, debido a que las ventas del 2019, 2021 y 2022 están por encima de la tasa g^*

En este panorama, no se puede repartir más dividendos a los socios, sino se comprometería la seguridad financiera de la empresa a largo plazo.

El Pay-Out para el año 2022, tendría que bajar mínimo a 11.50% para que la empresa continúe creciendo de manera sostenible.

Tabla 10 Crecimiento de Ventas Sostenible - YURA S.A.

Crecimiento de ventas sostenible	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
p = Margen de beneficio después de impuestos	0.248	0.242	0.196	0.199	0.192	0.236	0.211	0.183	0.229	0.118
d = Proporción de pago del dividendo objetivo	1.000	1.000	1.000	1.000	0.957	1.000	1.000	1.000	1.000	1.384
D/E = Proporción total de deuda a patrimonio neto	0.794	1.338	1.439	1.212	1.154	0.870	0.788	0.684	0.846	0.799
A/S = Relación de los activos totales a las ventas	1.835	2.759	3.547	3.223	3.197	3.232	3.263	4.145	3.285	2.998

$$g^* = (p * (1 - d) * (1 + D/E)) / (A/S - p * (1 - d) * (1 + D/E))$$

Tabla 11 Tasa de crecimiento real vs tasa máxima de crecimiento sostenible de Higgins - YURA S.A.

Año	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
g^*	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.56%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-2.64%
g	0.00%	2.40%	-6.26%	6.28%	-0.60%	-0.49%	0.83%	-19.94%	45.72%	14.95%
Diferencia ($g^* - g$)	0.00%	-2.40%	6.26%	-6.28%	1.16%	0.49%	-0.83%	19.94%	-45.72%	-17.59%

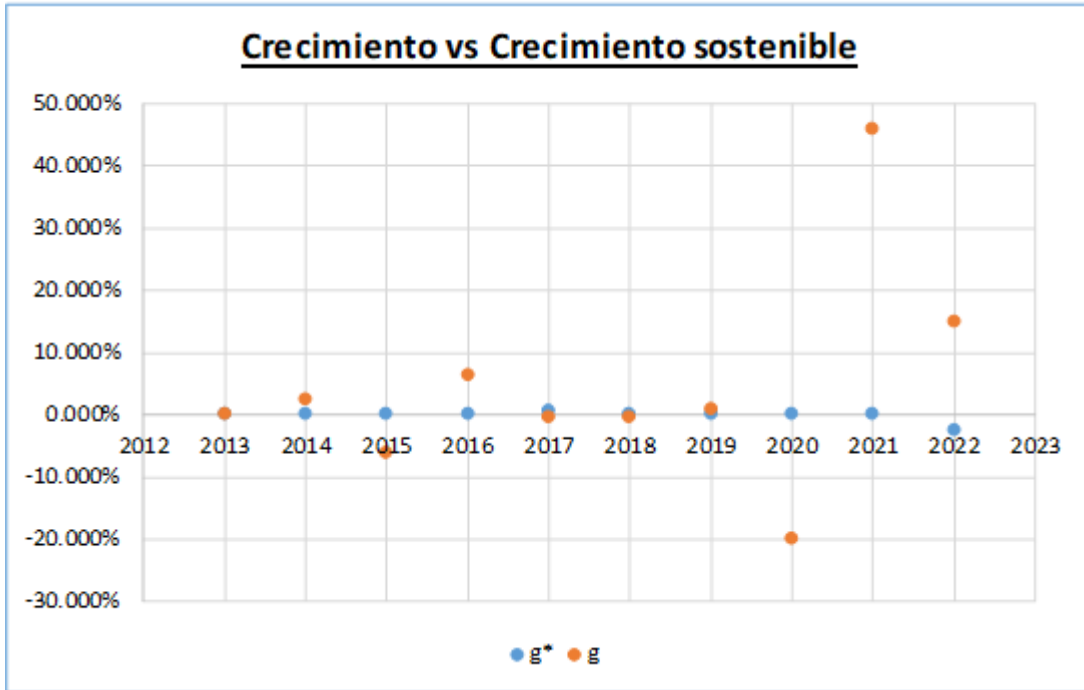


Ilustración 3 TCR vs TMCS Higgins - YURA S.A.

7.2 Análisis del entorno que puede afectar el sector de Consumo Masivo

El análisis del entorno que puede afectar el crecimiento del sector de consumo masivo en Perú abarca varios factores, tanto internos como externos, que influyen en el comportamiento del mercado y las decisiones de los consumidores. A continuación, se presenta un análisis detallado de estos factores:

- **Crecimiento Económico:** El desempeño de la economía peruana, medido por el PIB, tiene un impacto directo en el poder adquisitivo de los consumidores. Un crecimiento económico sostenido puede aumentar los ingresos y, por ende, el consumo.
- **Inflación:** Las tasas de inflación afectan el poder adquisitivo de los consumidores. Una alta inflación puede reducir el consumo de bienes masivos al encarecer los productos.
- **Tipo de Cambio:** La devaluación del sol peruano frente al dólar puede encarecer los productos importados, afectando negativamente el consumo de bienes importados.

- **Crecimiento Poblacional:** Un crecimiento poblacional positivo puede aumentar la demanda de bienes de consumo masivo, ya que hay más personas que necesitan productos básicos.
- **Urbanización:** La migración hacia las ciudades aumenta la demanda de productos de consumo masivo en áreas urbanas, donde el acceso a estos productos es mayor.
- **Cambios en la Estructura de la Población:** La distribución por edades, niveles de ingresos y composición de los hogares influye en los patrones de consumo.
- **Preferencias del Consumidor:** Cambios en las preferencias y hábitos de consumo, como la tendencia hacia productos más saludables y ecológicos, pueden influir en el tipo de productos demandados.
- **Regulaciones Gubernamentales:** Políticas fiscales, aranceles de importación y regulaciones sanitarias pueden afectar la producción y el precio de los bienes de consumo masivo.
- **Estabilidad Política:** La estabilidad política es crucial para mantener la confianza de los inversionistas y consumidores. La incertidumbre política puede afectar negativamente el consumo.
- **Iniciativas Gubernamentales:** Programas de apoyo al consumo, subsidios y políticas de inclusión financiera pueden fomentar el crecimiento del sector.
- **Sostenibilidad:** La creciente conciencia sobre el medio ambiente está impulsando una demanda mayor por productos sostenibles y ecológicos.
- **Disponibilidad de Recursos:** La disponibilidad y costo de materias primas pueden afectar la producción y precio de los bienes de consumo masivo.
- **Competencia del Mercado:** La presencia de competidores tanto nacionales como internacionales influye en los precios y la calidad de los productos disponibles.
- **Estrategias de Mercado:** Las estrategias de precios, promociones y expansión de mercado por parte de las empresas del sector afectan la dinámica del mercado.

7.2.1 Resultados de Gloria S.A.

Tabla 12 Crecimiento de Ventas Sostenible - Gloria S.A.

Crecimiento de ventas sostenible	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
p = Margen de beneficio después de impuestos	0.083	0.073	0.081	0.081	0.082	0.048	0.043	0.087	0.080	0.037
d = Proporción de pago del dividendo objetivo	0.998	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.520
D/E = Proporción total de deuda a patrimonio neto	0.785	0.846	0.985	0.959	0.942	1.114	1.109	0.709	1.819	1.770
A/S = Relación de los activos totales a las ventas	0.843	0.851	0.903	0.885	0.957	0.934	0.952	0.871	0.945	0.989

$$g^* = (p * (1 - d) * (1 + D/E)) / (A/S - p * (1 - d) * (1 + D/E))$$

Tabla 13 Tasa de crecimiento real vs tasa de crecimiento sostenible de Higgins - Gloria S.A.

Año	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
g^*	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-5.16%
g	0.00%	10.22%	5.15%	0.42%	-5.11%	4.57%	-2.33%	5.65%	4.22%	4.49%
Diferencia ($g^* - g$)	0.08%	-10.22%	-5.15%	-0.42%	5.11%	-4.57%	2.33%	-5.65%	-4.22%	-9.65%

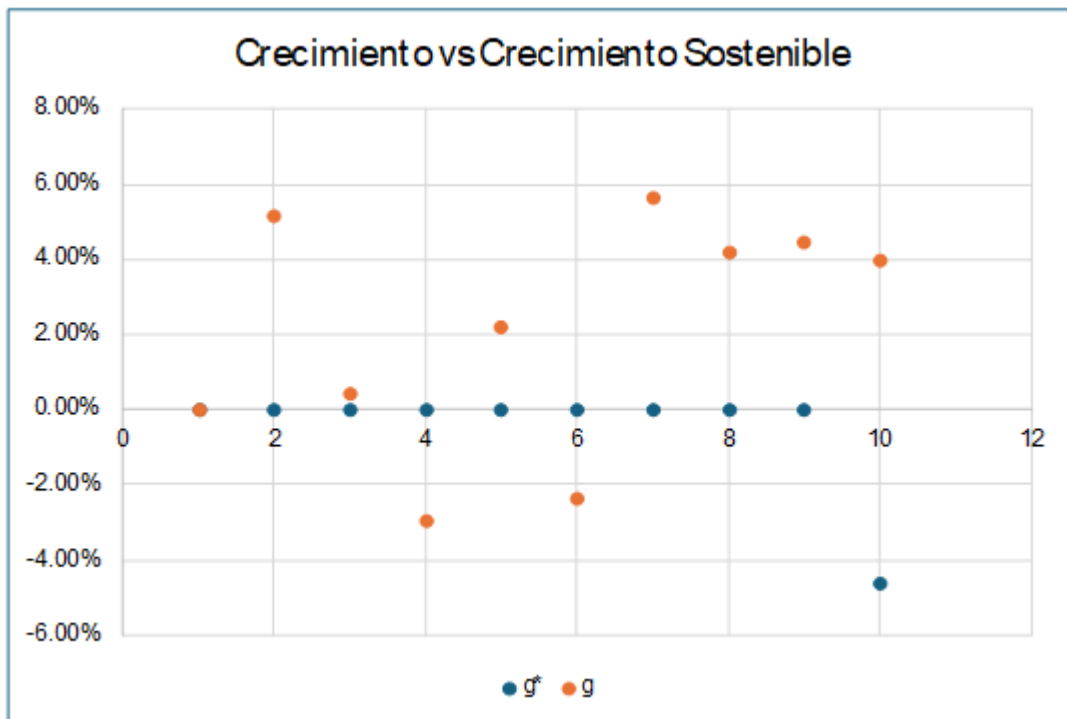


Ilustración 4 Crecimiento vs Crecimiento Sostenible - Gloria S.A.

7.2.2 Resultados de Alicorp S.A.A.

Tabla 14 - Crecimiento de Ventas Sostenible - Alicorp S.A.A.

Crecimiento de ventas sostenible	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
p = Margen de beneficio después de impuestos	0.083	0.003	0.039	0.075	0.111	0.102	0.102	0.062	-0.005	0.072
d = Proporción de pago del dividendo objetivo	0.973	1.000	1.000	0.997	1.004	1.007	0.992	1.018	1.263	1.329
D/E = Proporción total de deuda a patrimonio neto	1.009	1.535	1.316	1.047	1.136	1.299	1.550	1.562	2.024	2.396
A/S = Relación de los activos totales a las ventas	1.130	1.347	1.302	1.295	1.517	1.694	1.864	1.771	1.539	1.333

$$g^* = (p * (1 - d) * (1 + D/E)) / (A/S - p * (1 - d) * (1 + D/E))$$

Tabla 15 Tasa de crecimiento real vs tasa de crecimiento sostenible de Higgins - Alicorp S.A.A

Año	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
g^*	0.40%	0.00%	0.00%	0.03%	-0.07%	-0.09%	0.12%	-0.16%	0.27%	-5.66%
g	0.00%	1.90%	-0.32%	3.24%	0.54%	7.19%	7.65%	12.50%	22.48%	13.32%
Diferencia ($g^* - g$)	0.40%	-1.90%	0.32%	-3.21%	-0.60%	-7.28%	-7.53%	-12.66%	-22.21%	-18.98%

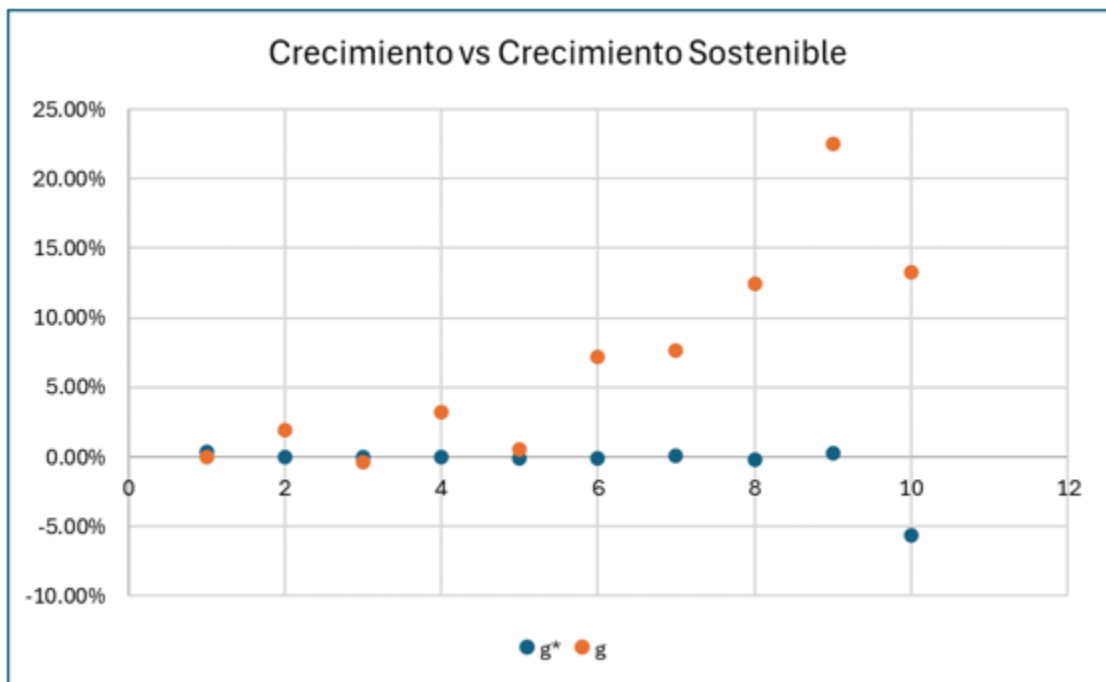


Ilustración 5 Crecimiento vs Crecimiento Sostenible - Alicorp S.A.A.

7.2.3 Resultados de Laive S.A.

Tabla 16 Crecimiento de Ventas Sostenible - Laive S.A.

Crecimiento de ventas sostenible	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
p = Margen de beneficio después de impuestos	0.025	0.029	0.018	0.018	0.034	0.035	0.017	0.013	0.019	0.033
d = Proporción de pago del dividendo objetivo	0.881	0.933	0.893	0.794	0.893	0.980	0.970	0.998	0.999	1.626
D/E = Proporción total de deuda a patrimonio neto	0.964	0.958	1.066	1.101	0.893	0.934	1.187	0.973	1.226	1.356
A/S = Relación de los activos totales a las ventas	0.812	0.633	0.757	0.742	0.655	0.690	0.813	0.798	0.761	0.706

$$g^* = (p * (1 - d) * (1 + D/E)) / (A/S - p * (1 - d) * (1 + D/E))$$

Tabla 17 Tasa de crecimiento real vs tasa de crecimiento sostenible de Higgins - Laive S.A.

Año	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
g*	0.97%	0.80%	0.54%	1.08%	1.08%	0.19%	0.14%	0.01%	0.01%	-6.47%
g	0.00%	4.21%	4.81%	6.28%	11.53%	4.35%	-2.22%	2.75%	5.04%	10.68%
Diferencia (g* - g)	0.97%	-3.61%	-4.27%	-5.19%	-10.46%	-4.15%	2.36%	-2.74%	-5.03%	-17.15%

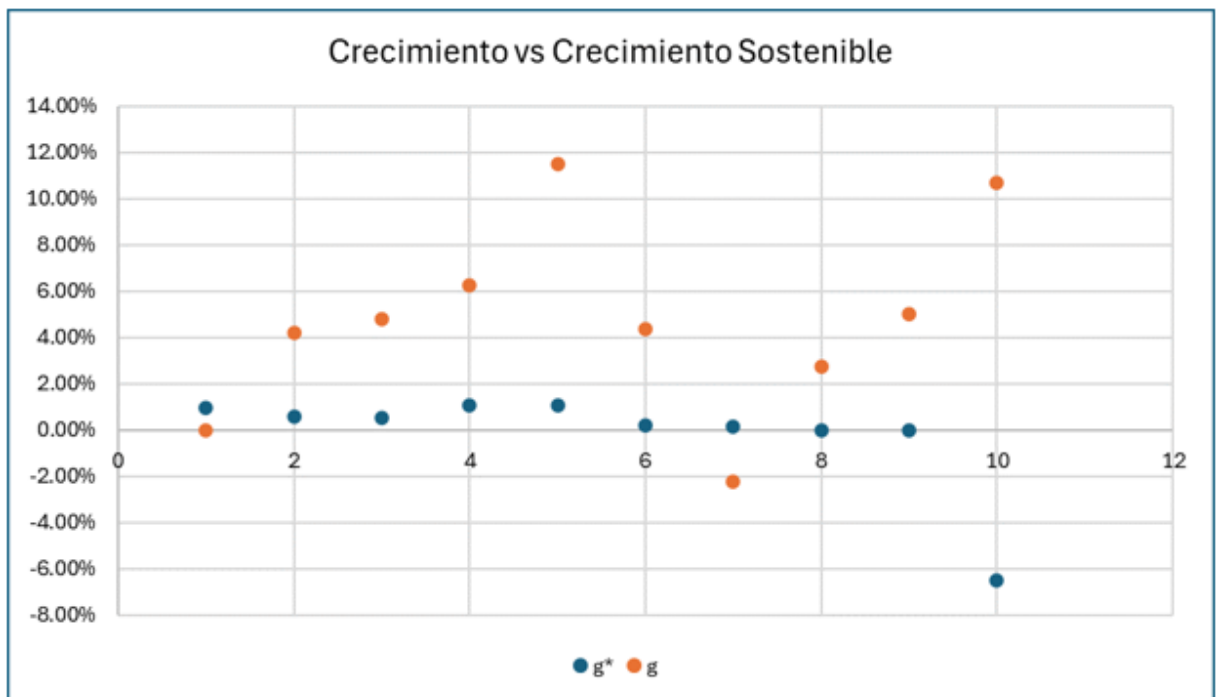


Ilustración 6 Crecimiento vs Crecimiento Sostenible – Laive S.A.

7.3 Análisis del entorno que puede afectar el sector Energía

El crecimiento del sector energético en Perú está altamente influenciado por diversos factores financieros. La disponibilidad de financiamiento, la rentabilidad de los proyectos, el riesgo financiero, el entorno macroeconómico y las políticas fiscales y monetarias juegan roles cruciales. Para fomentar un crecimiento sostenible, es esencial un entorno financiero estable y predecible, apoyo gubernamental en forma de incentivos y subsidios, y una gestión adecuada de los riesgos financieros. La capacidad de atraer inversiones tanto nacionales como extranjeras, así como la implementación de políticas que promuevan la innovación y la eficiencia, son fundamentales para el desarrollo y la expansión del sector energético en Perú.

7.3.1 Resultados de Electroperú S.A.

Observando las tendencias de los resultados vemos que el margen de beneficio muestra variabilidad, con un pico en 2014. La proporción de dividendos se mantiene alta, indicando una política de distribución sólida. La relación D/E ha aumentado, lo que puede sugerir un mayor apalancamiento, mientras que A/S ha disminuido, lo que podría indicar una mejora en la eficiencia en la generación de ventas.

Tabla 18 Crecimiento de Venta Sostenible – Electroperú S.A.

Crecimiento de Venta Sostenible	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
p = Margen de beneficio despues de impuesto	0.31	0.48	0.44	0.19	0.20	0.21	0.23	0.23	0.28	0.19
d = Proporción del dividendo efectivo	0.90	0.91	0.96	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
D/E = Proporción total de deuda a patrimonio neto	0.27	0.27	0.27	0.30	0.30	0.31	0.30	0.31	0.32	0.43
A/S = Relación de los activos totales a las ventas	3.46	3.68	3.58	2.42	2.38	2.27	2.10	2.12	1.78	1.60

Tabla 19 Crecimiento vs. Crecimiento Sostenible Electroperú S.A.

Año	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
g*	16.41%	15.57%	13.38%	16.48%	13.89%	16.68%	26.18%	9.04%	30.10%	35.66%
g	1%	-2.68%	6.18%	44.25%	2.14%	6.57%	1.63%	7.89%	23.16%	9.73%
Diferencia (g*-g)	15.41%	18.25%	7.21%	-27.77%	11.75%	10.11%	24.55%	1.15%	6.94%	25.93%

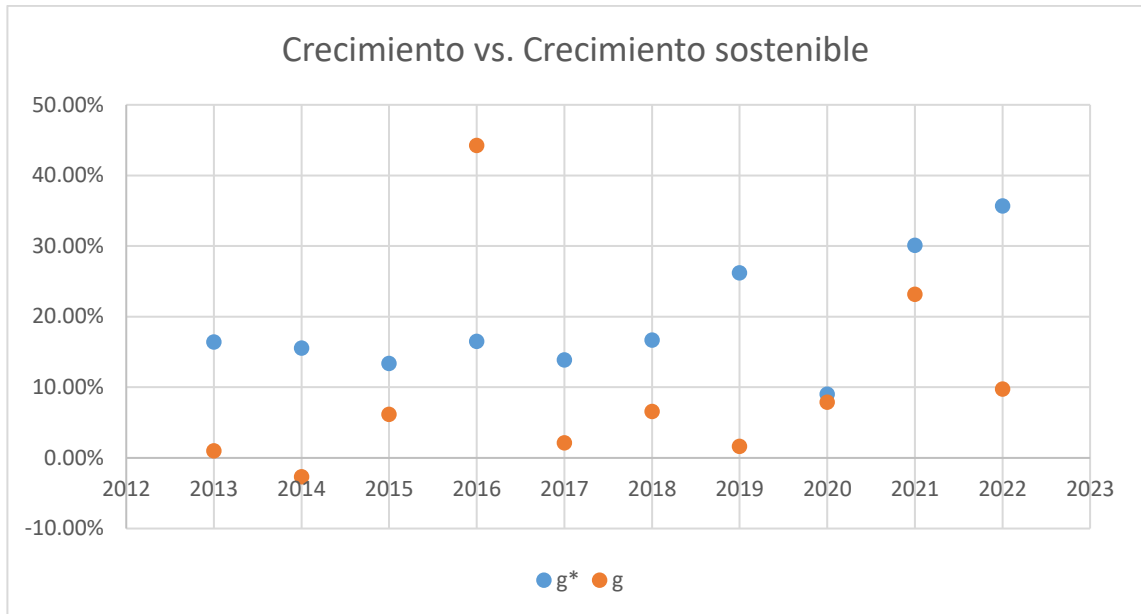


Ilustración 7 Crecimiento vs. Crecimiento Sostenible - Electrop Perú S.A.

7.3.2 Resultados de Luz del Sur S.A.A

Con respecto a la estabilidad en el margen de beneficio y la alta proporción de dividendos muestran que la empresa tiene una política de distribución sólida, aunque esto podría limitar su capacidad para crecer. La disminución en la relación D/E es positiva, sugiriendo que la empresa está gestionando su deuda de manera más efectiva y mejorando su posición financiera. La fluctuación en la relación A/S puede indicar áreas de mejora en la utilización de activos, pero la reciente disminución sugiere que se están haciendo progresos en este aspecto. En conjunto, estos datos muestran una empresa que está buscando equilibrar la rentabilidad, el retorno a los accionistas y una gestión más prudente de la deuda.

Tabla 20 Crecimiento de Ventas Sostenible Luz del Sur S.A.A.

Crecimiento de Venta Sostenible	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
p = Margen de beneficio despues de impuesto	0.15	0.16	0.15	0.13	0.16	0.17	0.18	0.15	0.17	0.16
d = Proporción del dividendo efectivo	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.99	1.00	1.00
D/E = Proporción total de deuda a patrimonio neto	1.14	1.19	1.23	1.16	1.15	0.91	0.80	0.84	0.86	0.92
A/S = Relacion de los activos totales a las ventas	1.59	1.51	1.47	1.67	1.87	1.99	2.26	2.50	2.40	2.09

Tabla 21 Crecimiento vs. Crecimiento Sostenible Luz del Sur S.A.A.

Año	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
g* de Higgins	24.97%	17.80%	15.29%	-3.23%	12.10%	-1.98%	-6.63%	7.59%	10.63%	19.17%
g		17.47%	15.43%	6.71%	-4.11%	0.92%	5.32%	-3.22%	8.74%	16.41%
Diferencia (g*-g)		0.33%	-0.15%	-9.94%	16.21%	-2.90%	-11.95%	10.81%	1.89%	2.76%

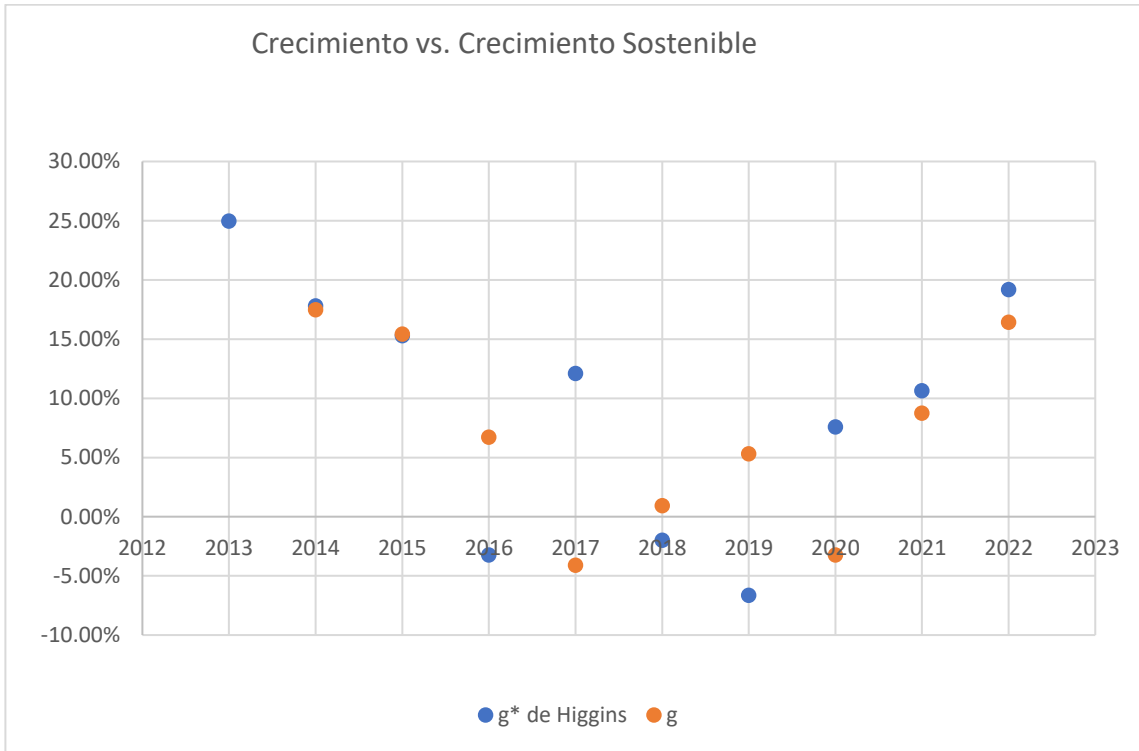


Ilustración 8 Crecimiento vs. Crecimiento Sostenible - Luz del Sur S.A.A

7.3.3 Resultados de Enel Distribución Perú S.A.

La estabilidad en el margen de beneficio y la alta proporción de dividendos reflejan una política sólida hacia los accionistas, pero esto puede limitar la capacidad de reinversión en el negocio. La disminución en la relación D/E es un signo positivo de una gestión prudente de la deuda, lo que puede ayudar a la empresa a ser menos vulnerable a fluctuaciones económicas. La mejora en la relación A/S sugiere que la empresa ha optimizado su uso de activos para generar ventas, lo que es un buen indicador de eficiencia operativa.

Tabla 22 Crecimiento de Ventas Sostenible Enel Distribución Perú S.A

Crecimiento de Venta Sostenible	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
p = margen de beneficio despues de impuesto	0.12	0.13	0.11	0.11	0.12	0.12	0.14	0.09	0.10	0.12
d = proporcion del dividendo efectivo	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
D/E = proporcion total de deuda a patrimonio neto	1.48	1.56	1.48	1.48	1.26	1.13	1.03	0.98	1.08	0.99
A/S= Relacion de los activos totales a las ventas	1.39	1.49	1.37	1.43	1.51	1.51	1.54	1.71	1.68	1.57

Tabla 23 Crecimiento vs. Crecimiento Sostenible Enel Distribución Perú S.A.

Año	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
g*	27.16%	15.16%	14.39%	7.86%	6.37%	7.15%	6.42%	0.00%	8.43%	5.26%
g		5.89%	14.77%	6.80%	-1.90%	4.03%	6.26%	-2.28%	11.87%	14.07%
Diferencia (g*-g)		9.27%	-0.38%	1.06%	8.27%	3.12%	0.16%	2.28%	-3.44%	-8.81%

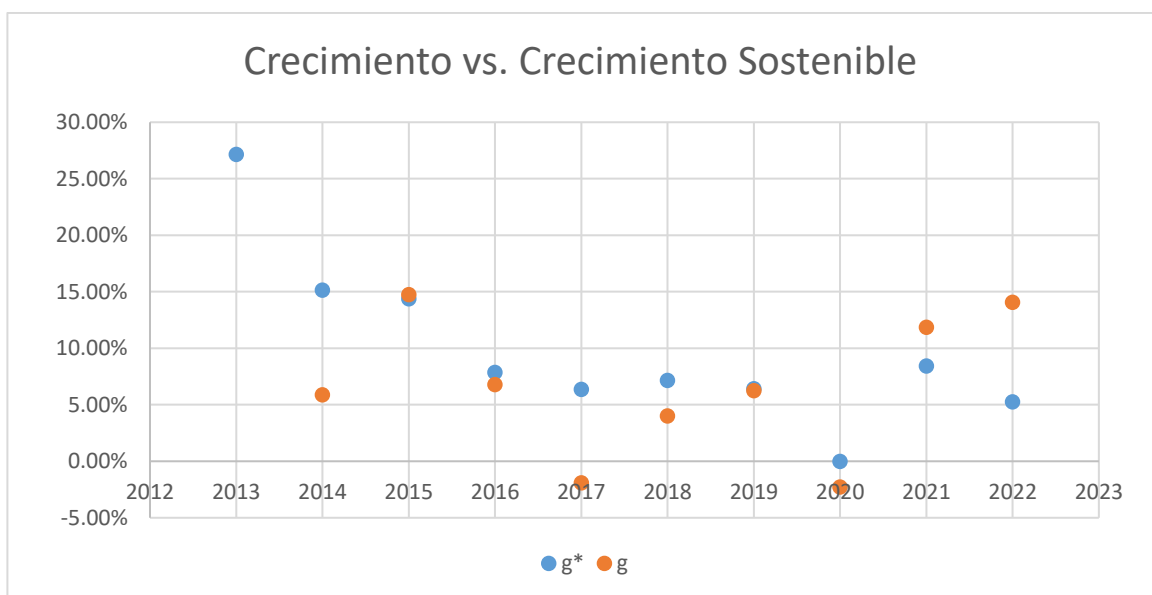


Ilustración 9 Crecimiento vs. Crecimiento Sostenible - Enel Distribución Perú S.A.

CAPÍTULO VIII: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La investigación realizada muestra la aplicación del modelo de Higgins en las empresas seleccionadas dentro de los sectores definidos; el objetivo general corresponde a la aplicación del modelo en mención, el cual, arroja un resultado en común: las empresas tienen una tasa de crecimiento real menor que la tasa de crecimiento máxima sostenible de Higgins. Este efecto puede denotar que las empresas han crecido de una manera tal que no se puedan ver afectadas a largo plazo, es decir, se mantiene su estructura de capital sin variaciones significativas. Además, crecer por debajo de la tasa de crecimiento sostenible, supone que no se ha necesitado de un financiamiento con deuda adicional.

Por otro lado, cabe señalar que las empresas se ven expuestas a variables exógenas, las cuáles no necesariamente pueden controlar, como el perfil del consumidor (principalmente en consumo masivo), políticas públicas (principalmente afectando el sector energía y cementero), inestabilidad política, y muchas otras más que pueden retraer la demanda y como consecuencia limitar ciertas inversiones en general.

Respecto a los objetivos específicos, en relación con la revisión de la literatura referente a la tasa máxima de crecimiento sostenible, se observa que los procedimientos aplicados a cada compañía toman en cuenta el análisis financiero y la rentabilidad de estas.

De la definición del modelo de evaluación de la TMCS, se determina que es el ritmo máximo al que una empresa puede expandirse sin necesidad de financiar su crecimiento con deuda adicional. Se basa en el equilibrio entre la rentabilidad, la reinversión de utilidades y la capacidad de la empresa para mantener constante su estructura financiera. La TMCS ayuda a prever y evitar problemas financieros asociados con el sobreendeudamiento, permitiendo un crecimiento estable y sostenible.

De la aplicación del modelo de la TMCS, se calculó que las empresas en general han tenido una tasa de crecimiento real menor que la TMCS; se considera, que antes que las organizaciones se endeuden, es posible determinar hasta qué nivel se aumenta la eficiencia y la rentabilidad de las compañías a fin de maximizar recursos (conseguir mayor valor a las ventas y no tener capacidad operativa ociosa); por otro lado, si después se determina que aún se necesitan recursos para continuar con las operaciones propias de los negocios, entonces se puede considerar el endeudamiento.

Adicionalmente, sobre el análisis del modelo de Higgins, se puede precisar que la liquidez es un punto determinante para el crecimiento sostenible; se considera la premisa que, si es necesario que las utilidades se transformen en activo líquido para no endeudarse, se hará tomando como márgenes los porcentajes asignados en su política de dividendos.

A continuación, se detallan las conclusiones obtenidas tanto por sector como por empresa.

8.1 Sector cementero

Las empresas representativas del sector cementero presentan la tasa de crecimiento real de ventas por debajo de la tasa de crecimiento sostenible de Higgins, esto implica que están aplicando su planificación sostenible en el tiempo, porque de esa forma, las empresas cuentan con caja y no necesitan mayor financiamiento para un crecimiento sostenible en base al análisis de los estados financieros reordenados.

En los años 2016 – 2017, el sector presenta un crecimiento real negativo frente a la tasa máxima de crecimiento sostenible de Higgins, debido a lo sucedido en la economía a nivel mundial que cayó por una serie de eventos que generaron incertidumbre económica a nivel mundial, incluyendo la desaceleración en China, la caída de los precios del petróleo, el Brexit, las elecciones presidenciales en Estados Unidos y la persistencia de la crisis de deuda en Europa. Estos eventos influyeron en los mercados financieros, las políticas económicas y las relaciones comerciales a nivel global.

Y en el año 2021, las empresas incrementan de manera significativa su crecimiento real por encima del sostenible de Higgins, ello como consecuencia de la pandemia, ya que las empresas aceleraron sus ventas para tener una recuperación del año 2020 con caídas que repercutieron su crecimiento sostenible.

Los resultados detallados en las tablas del anexo demuestran que las empresas del sector cementero aplican la tasa de crecimiento sostenible de Higgins, y sus gerentes financieros mantienen un crecimiento sano que les permita operar a largo plazo con una alta probabilidad vida de las compañías.

Se podría evaluar el uso de su capacidad instalada, y si es que no se está usando sus activos de manera eficiente, porque si bien la tasa de crecimiento real a lo largo de los años no supera la tasa máxima de crecimiento sostenible, existe una brecha.

8.1.1 Cementos Pacasmayo S.A.A.

De los años 2013 al 2017 la tasa de crecimiento sostenible ha sido mayor que la tasa de crecimiento real. A lo largo de estos años, su pasivo ha tenido un mayor crecimiento que su patrimonio. En el año 2018 tiene un crecimiento real de 0.01 y el crecimiento sostenible le correspondía 0.02, para el año 2019 presenta una tasa de crecimiento real de 0.09, crecimiento mayor al crecimiento sostenible de 0.08, para el año 2020 por la pandemia del Covid 19, se desploma su crecimiento real en -0.05 frente a una tasa de crecimiento sostenible de 0.06, pero al siguiente año 2021 la situación se invierte por la aceleración de la economía y la tasa de crecimiento real alcanza a 0.40 frente a una tasa de crecimiento sostenible de 0.07 y se mantiene la misma modalidad para el año 2022 manteniendo su tasa de crecimiento real de 0.14 por encima de la tasa de crecimiento sostenible con 0.10.

Como podemos ver los cinco primeros años, la organización cuida su tasa de crecimiento sostenible pero los siguientes cinco años las proyecciones se alteran por la pandemia del Covid 19 que los directores financieros no pudieron controlar, ello explica porque su pasivo tuvo un mayor crecimiento que su patrimonio.

8.1.1 UNACEM S.A.A.

De los años 2013 al 2017 la tasa de crecimiento sostenible ha sido mayor que la tasa de crecimiento real. Los años 2013, 2014 y 2015 su pasivo creció más que su patrimonio, pero en los años 2016 y 2017 su patrimonio tuvo un mayor crecimiento, por lo que la empresa se vio más fortalecida. En el año 2018 tiene un crecimiento real de 0.06 y el crecimiento sostenible le correspondía 0.10, para el año 2019 presenta una tasa de crecimiento sostenible de 0.09 y una tasa de crecimiento real de 0.01, para el año 2020 por la pandemia del Covid 19, se desploma su crecimiento real en -0.14 frente a una tasa de crecimiento sostenible de 0.05, pero al siguiente año 2021 la situación se invierte por la aceleración de la economía y la tasa de crecimiento real alcanza a 0.43 frente a una tasa de crecimiento sostenible de 0.11 y para el año 2022 nuevamente cae su tasa de crecimiento real a -0.78 frente a una tasa de crecimiento sostenible de 0.06.

Como podemos ver los cinco primeros años, la organización cuida su tasa de crecimiento sostenible, pero los siguientes cinco años, las proyecciones se alteran por la pandemia del Covid 19 por lo que las utilidades se reinvierten en la organización para

que su patrimonio se fortalezca y tenga un mayor crecimiento que su pasivo, medidas que se dieron para mantener una posición favorable para la organización

9.1.1 Yura S.A.

De los años 2013, 2024, 2016 y 2017 la tasa de crecimiento sostenible ha sido mayor que la tasa de crecimiento real, pero tiene el año 2015, como un año excepcional debido a que su tasa de crecimiento real fue de -0.06 y su tasa de crecimiento sostenible de -1.40. Los años 2013, 2014 y 2015 su pasivo creció más que su patrimonio, pero en los años 2016 y 2017 su patrimonio tuvo un mayor crecimiento, por lo que la empresa se vio más fortalecida. En el año 2018 tiene un crecimiento real de 0.00 y el crecimiento sostenible le correspondía 0.68, para el año 2019 presenta una tasa de crecimiento sostenible de 0.87 y una tasa de crecimiento real de 0.01, para el año 2020 por la pandemia del Covid 19, se desploma su crecimiento real en -0.20 frente a una tasa de crecimiento sostenible de 0.60, pero al siguiente año 2021 la situación se invierte por la aceleración de la economía y la tasa de crecimiento real alcanza a 0.46 frente a una tasa de crecimiento sostenible de 0.43 y para el año 2022 nuevamente cae su tasa de crecimiento real a 0.15 frente a una tasa de crecimiento sostenible de 0.39. A partir del año 2022, los directores financieros nuevamente vuelven a cumplir sus proyecciones de no pasar a la tasa de crecimiento sostenible, con ello la empresa no corre el riesgo de quedarse sin liquidez o crecer sin control.

Como podemos ver, cuatro años dentro de los cinco primeros años, la organización cuida su tasa de crecimiento sostenible pero los siguientes cinco años las proyecciones se alteran por la pandemia del Covid 19 que los directores financieros no pudieron controlar, y es por ello por lo que las utilidades se invierten en la organización para que su patrimonio se fortalezca y tenga un mayor crecimiento que su pasivo, medidas que se dieron para mantener una posición favorable para la organización

8.2 Sector Consumo Masivo

Luego de la evaluación de las empresas seleccionadas del sector de consumo masivo, se observa que presentan una tasa de crecimiento real de ventas por debajo de la tasa de crecimiento sostenible de Higgins. De esta manera, se infiere que se está

aplicando una planificación sostenible en el tiempo, porque, de esa forma, las empresas cuentan con caja y no necesitan mayor financiamiento para un crecimiento sostenible.

Es posible que se pueda dar una revisión de la capacidad instalada, y determinar (en caso aplique) por qué los activos no se usan de manera óptima. Aunque la tasa de crecimiento real a lo largo de los años no excede la tasa máxima de crecimiento sostenible, hay una brecha que podrían cerrar para aumentar su crecimiento anual.

8.2.1 Gloria

Entre los años 2013 y 2017 la tasa de crecimiento sostenible ha sido mayor que la tasa de crecimiento real. Entre esos años, sus pasivos crecieron a excepción del año 2015. Por otro lado, el patrimonio no se mantuvo constante y mostró variabilidad durante esos mismos años.

En relación con las ventas, estas se mantuvieron relativamente constantes entre los años 2013 y 2018. En el año 2019 tuvo un decrecimiento de ventas, pero se recuperó en el año 2020, incluso a pesa de la pandemia del Covid 19 (año 2020). Para el cierre del 2022, Gloria estuvo cerca de pasar la barrera de los 4mil millones de soles en ventas; sin embargo, a niveles de rentabilidad, Gloria ha sufrido un retroceso, lo cual se demuestra en los indicadores de rentabilidad, tanto en el ROE como ROA.

8.2.2 Alicorp

Entre los años 2013 y 2017 la tasa de crecimiento sostenible ha sido mayor que la tasa de crecimiento real. Entre esos años, los pasivos sufrieron variaciones importantes; por ejemplo, entre el 2013 y 2014 aumentaron en 1billón de soles, pero al siguientes disminuyeron en 300mil millones; sin embargo, desde el año 2017 en adelante han aumentado de manera constante. En cuanto al patrimonio, este se mantuvo relativamente constante hasta el 2016, año en el comenzó un crecimiento constante

En relación con las ventas, estas crecieron durante casi todos los años evaluados, incluso a pesar de la pandemia del Covid 19 (año 2020; en términos de rentabilidad, Alicorp tuvo una caída en el año 2013, para luego recuperarse y aumentar hasta el año 2018; sin embargo, en el 2019 sufrió una caída hasta el 2022.

8.2.3 Laive

Entre los años 2013 y 2017 la tasa de crecimiento sostenible ha sido mayor que la tasa de crecimiento real a excepción del 2017, lo que nos da a entender que el crecimiento no fue sostenible con relación a sus pasivos y es que incluso en ese año, su estructura de endeudamiento cambió, y el patrimonio pasó a ser mayor que los pasivos. Entre esos años, sus pasivos no mostraron un comportamiento estable. Por otro lado, el patrimonio creció de manera constante durante ese mismo periodo.

En relación con las ventas, estas crecieron durante casi todos los años evaluados (a excepción del 2019); incluso a pesar de la pandemia del Covid 19 (año 2020). En términos de rentabilidad, Laive ha tenido variaciones, siendo su año más alto el 2017 mientras que el 2020 fue su año con menores rendimientos, lo cual puede indicar que si bien es cierto sus ventas crecieron, tuvieron que hacer mayores gastos durante el periodo de pandemia.

8.3 Sector Energía

En el análisis del Sector podemos ver que coinciden que los crecimientos actuales de las empresas son más altos que el crecimiento sostenible a largo plazo, lo que podría requerir ajustes para evitar problemas económicos en el futuro.

Las empresas podrían estar creciendo a un ritmo insostenible, lo que puede llevar a desequilibrios como acumulación de deuda insostenible.

A largo plazo, se esperaría que la tasa de crecimiento disminuya para alinearse con la tasa de crecimiento sostenible. Esto podría requerir ajustes en políticas de las empresas seleccionadas en el sector para evitar una crisis financiera.

8.3.1 Electroperu S.A.

Al evaluar la empresa, podemos ver ha mostrado una tendencia a la baja desde 2013, con un mínimo en 2020 (29.04%). Esto sugiere que los costos de producción han aumentado o que los precios de venta han disminuido, afectando la rentabilidad. Con respecto a su margen operativo este también ha disminuido considerablemente, especialmente en 2020 (14.02%). La caída puede indicar problemas en la gestión de costos operativos o una reducción en la eficiencia. Aunque su margen neto ha fluctuado, el margen neto cayó drásticamente en 2016 y 2022, lo que podría reflejar mayores

gastos no operativos o menores ingresos. Con respecto al ROE, este indicador ha mostrado variabilidad, con un pico en 2021 (21.12%). Un ROE alto es positivo, pero la caída en 2022 indica una posible disminución en la rentabilidad respecto a los fondos propios. La tendencia de su ROA ha sido más estable, aunque también muestra una caída en 2020 (6.62%). Esto sugiere que la empresa tuvo dificultades para utilizar sus activos de manera eficiente ese año.

Aunque la empresa ha mostrado capacidad de crecer, el hecho de que el crecimiento real en algunos años no alcance el crecimiento sostenible propuesto indica que hay que evaluar la estabilidad de esos crecimientos. Según el modelo, sería beneficioso para la empresa identificar factores que puedan permitirle alinearse mejor con su crecimiento sostenible, como la mejora en la eficiencia operativa, diversificación de productos o expansión a nuevos mercados.

Si comparamos la diferencia entre la tasa de crecimiento real y la tasa de crecimiento sostenible de Higgins apreciamos variabilidad de estas, lo que sugiere, según el modelo aplicado, que la empresa enfrenta desafíos en el mantenimiento de un crecimiento constante. La diferencia negativa en años como 2016 y 2018 indica que el desempeño real puede estar por debajo de las expectativas. La alta tasa de crecimiento sostenible en 2022 sugiere un potencial para recuperar la confianza y mejorar el rendimiento, pero esto requiere estrategias efectivas para convertir ese potencial en crecimiento real. La empresa debería analizar las causas detrás de las fluctuaciones en el crecimiento y desarrollar planes para alinearse más estrechamente con su potencial sostenible.

8.3.2 Luz del Sur S.A.A.

Al hacer un análisis de los resultados de la empresa podemos observar que el margen de beneficio ha mostrado estabilidad, oscilando entre 0.09 y 0.14. La ligera fluctuación sugiere que la empresa ha mantenido una rentabilidad constante, aunque el margen en 2020 es notablemente bajo, lo que podría indicar presiones en costos o disminución en ingresos. La proporción de dividendos se mantiene en 1.00 en todos los años, lo que implica que la empresa distribuye la totalidad de sus ganancias a los accionistas. Esto es atractivo para los inversores, pero limita la capacidad de reinversión

en el negocio. Su relación D/E ha disminuido gradualmente desde 2013, indicando una reducción en el apalancamiento financiero. La disminución a menos de 1 en 2020 es positiva, ya que sugiere una mejor gestión de la deuda y un enfoque más conservador en la estructura de capital. La relación A/S ha fluctuado entre 1.39 y 1.71. La mejora en la relación A/S sugiere que la empresa ha optimizado su uso de activos para generar ventas, lo que es un buen indicador de eficiencia operativa.

La diferencia entre el crecimiento sostenible y real varía significativamente. En 2013, la diferencia fue alta (9.27%), lo que indica según el modelo aplicado de Higgins que el crecimiento real estaba muy por debajo del potencial sostenible. Sin embargo, en años como 2021, la diferencia es negativa (-8.81%), lo que sugiere que el crecimiento real está por debajo de las expectativas de crecimiento sostenible.

La tendencia decreciente en el crecimiento sostenible y la volatilidad en el crecimiento real indican que la empresa necesita mejorar su capacidad para capitalizar su potencial de crecimiento. Según la aplicación del modelo de estudio se recomendaría evaluar las razones detrás de la fluctuación en el crecimiento real y considerar estrategias para alinearse más estrechamente con su crecimiento sostenible. La combinación de un crecimiento sostenible en declive y un crecimiento real inconstante sugiere que una revisión de las estrategias de mercado y operaciones podría ser beneficiosa.

8.3.3 Enel Peru S.A.

Analizando las cifras halladas podemos ver la tendencia creciente en la relación A/S sugiere que Enel podría estar enfrentando desafíos en la eficiencia operativa, necesitando más activos para generar ventas. La alta tasa de distribución de dividendos, especialmente en 2020, puede ser un punto positivo para los accionistas, pero podría limitar la capacidad de la empresa para reinvertir en su crecimiento. La disminución en la relación D/E es un buen indicador de la gestión prudente de la deuda y una menor vulnerabilidad a riesgos financieros. La disminución en las tasas de crecimiento sostenible y la variabilidad en el crecimiento real sugieren, según el modelo de Higgins

aplicado, que Enel debe desarrollar estrategias para mejorar su rendimiento y capitalizar su potencial de crecimiento.

La tasa de crecimiento real g presenta una mayor volatilidad. La tasa de 44.25% en 2016 es excepcional, pero la caída a -2.68% en 2014 y las tasas moderadas en otros años indican que la empresa ha tenido desafíos para mantener un crecimiento constante. La tasa g^* indica que aplicando el modelo de Higgins la empresa mostraría un crecimiento constante, alcanzando un 35.66% en 2022. Esto sugiere que, en teoría, la empresa tiene un alto potencial para crecer sin necesidad de emitir acciones ni alterar

Así, según la aplicación del modelo de Higgins, para mantener el crecimiento sin recurrir a financiación externa la empresa debería evaluar sus estrategias de inversión y operación a fin de identificar y mitigar riesgos de volatilidad para capitalizar mejor su potencial de crecimiento.

ANEXOS

9.1 Cálculo del Activo Operativo Neto.

El Activo Operativo Neto es un indicador financiero que mide la capacidad de una empresa para utilizar sus activos en la generación de ingresos operativos. Se refiere a un ajuste al cálculo del Activo Operativo Neto (AON) que excluye activos y pasivos que no están directamente relacionados con las operaciones principales de la empresa.

Este ajuste permite obtener una visión más clara de la salud financiera y operativa.

Importancia:

- Evaluación Precisa: Ofrece una visión más clara de la eficiencia operativa al excluir elementos no relacionados que podrían distorsionar el análisis.
- Análisis de Rentabilidad: Permite medir la rentabilidad de las operaciones centrales de la empresa sin la influencia de activos o pasivos externos.
- Toma de Decisiones: Facilita decisiones informadas sobre inversiones y operaciones al centrarse en lo que realmente afecta el negocio principal.
- Comparación Sectorial: Mejora la comparabilidad con otras empresas al estandarizar qué se considera operativo.
- Gestión de Recursos: Ayuda a identificar recursos realmente disponibles para las operaciones, optimizando el uso del capital.

Se define así:

AON Ajustado=Activo Operativo Neto–Cuentas No Relacionadas

Para el desarrollo del presente trabajo, se ha tomado en consideración solo los ingresos que están directamente relacionados con la actividad del sector a analizar. Por lo tanto, se han descontado de las cuentas de activos y pasivos, las cuentas no relacionadas. A continuación,

AON= Total activos - Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas del activo corriente
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas del activo no corriente

Para el año 2022

Activos Corrientes= 981,716

Activos No Corrientes = 3,055,348

Total Activo= 4,037,064

Cuentas relacionadas del activo corriente=188,680

Cuentas Relacionadas del activo No corriente=188,680

AON2022= 4,037,064-188,680-188,680

AON2022= 3,659,704

9.2 Cementeras

9.2.1 Cementos Pacasmayo S.A.A.

Tabla 18 Estado de Situación Patrimonial - Cementos Pacasmayo S.A.A.

Estado de Situación Patrimonial	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Activo operativo neto final	2,822,219	3,050,758	3,204,082	3,079,613	2,660,066	2,665,370	2,720,813	2,790,519	3,003,027	3,231,658
Pasivo total	1,031,007	1,097,882	1,288,884	1,280,373	1,243,327	1,308,568	1,376,280	1,563,062	1,899,337	2,009,822
Patrimonio neto	1,791,212	1,952,876	1,915,198	1,799,240	1,416,739	1,356,802	1,344,533	1,227,457	1,103,690	1,221,836

Tabla 19 Estado de Resultados reordenado - Cementos Pacasmayo S.A.A.

Estado de Resultados	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Ventas	829,307	822,496	818,875	821,426	816,019	820,416	893,841	853,586	1,194,911	1,365,057
Costo de Ventas	-416,054	-422,292	-412,651	-462,131	-457,214	-473,251	-541,095	-554,317	-842,806	-929,479
+ Otros ingresos operativos	15,997	11,113	15,139	9,464	4,388	4,215	12,678	13,319	13,705	6,882
Costo de ventas	-416,054	-422,292	-412,651	-462,131	-457,214	-473,251	-541,095	-554,317	-842,806	-929,479
Ganancia bruta	429,250	411,317	421,363	368,759	363,193	351,380	365,424	312,588	365,810	442,460
Gastos de comercialización	-6,575	-7,403	-7,228	-7,940	-8,538	-8,204	-6,674	-6,742	-9,030	-11,416
Gastos de administración	-154,015	-147,390	-142,873	-157,290	-157,744	-144,555	-145,401	-132,484	-163,926	-189,665
Ganancia operativa antes de impuestos	268,660	256,524	271,262	203,529	196,911	198,621	213,349	173,362	192,854	241,379
Impuestos	-68,625	-65,341	-71,062	-54,372	-22,871	-25,347	-43,424	-27,056	-31,730	-48,485
Ganancia operativa después de impuestos	200,035	191,183	200,200	149,157	174,040	173,274	169,925	146,306	161,124	192,894
Intereses financieros	-36,124	-30,539	-36,346	-75,422	-73,784	-121,890	-78,406	-87,853	-90,517	-95,710
Ahorro fiscal por intereses	10,657	9,009	10,722	22,249	21,766	35,958	23,130	25,917	26,703	28,234
Costo pasivo financiero	-25,467	-21,530	-25,624	-53,173	-52,018	-85,932	-55,276	-61,936	-63,814	-67,476
Ganancia Ordinaria	174,568	169,653	174,576	95,984	122,022	87,342	114,649	84,370	97,310	125,418
Descomposición de impuesto a las ganancias										
Impuesto a las ganancias operativo	-68,625	-65,341	-71,062	-54,372	-22,871	-25,347	-43,424	-27,056	-31,730	-48,485
Ahorro fiscal por intereses	10,657	9,009	10,722	22,249	21,766	35,958	23,130	25,917	26,703	28,234
Impuesto a las ganancias	-57,968	-56,332	-60,340	-32,123	-1,105	10,611	-20,294	-1,139	-5,027	-20,251

Tabla 20 Montos y conceptos para calcular el crecimiento sostenible - Cementos Pacasmayo S.A.A.

Estado de Situación Patrimonial	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Activo operativo neto final	2,822,219	3,050,758	3,204,082	3,079,613	2,660,066	2,665,370	2,720,813	2,790,519	3,003,027	3,231,658
Pasivo	1,031,007	1,097,882	1,288,884	1,280,373	1,243,327	1,308,568	1,376,280	1,563,062	1,899,337	2,009,822
Patrimonio neto	1,791,212	1,952,876	1,915,198	1,799,240	1,416,739	1,356,802	1,344,533	1,227,457	1,103,690	1,221,836
Dividendos	0.07	0.20	0.14	0.19	0.18	0.20	0.17	0.12	0.28	0.13
Ventas	829,307	822,496	818,875	821,426	816,019	820,416	893,841	853,586	1,194,911	1,365,057
Ganancia Ordinaria	174,568	169,653	174,576	95,984	122,022	87,342	114,649	84,370	97,310	125,418
p(margen de beneficios como % de ventas)	0.21	0.21	0.21	0.12	0.15	0.11	0.13	0.10	0.08	0.09

Tabla 21 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins - Cementos Pacasmayo S.A.A.

	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
A/S = Activo necesario para mantener ventas	3.40	3.71	3.91	3.75	3.26	3.25	3.04	3.27	2.51	2.37
p = Margen de beneficio (P/S)	0.21	0.21	0.21	0.12	0.15	0.11	0.13	0.10	0.08	0.09
d = Tasa de distribución de dividendos (D/P)	0.07	0.20	0.14	0.19	0.18	0.20	0.17	0.12	0.28	0.13
D/E = Relación deuda-capital	0.58	0.56	0.67	0.71	0.88	0.96	1.02	1.27	1.72	1.64
g* Higgins (1997)	0.10	0.07	0.08	0.05	0.08	0.05	0.08	0.06	0.07	0.10
g (tasa de crecimiento real de v)		-0.01	0.00	0.00	-0.01	0.01	0.09	-0.05	0.40	0.14

Tabla 22 Proyección de la operatividad mediante modelo Higgins - Cementos Pacasmayo S.A.A.

	Proyectado, 10%											
	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	2023	2024	2025
Activo	3,103,450	3,412,705	3,752,777	4,126,737	4,537,961	4,990,164	5,487,428	6,034,243	6,635,549	7,296,773	8,023,888	8,823,459
Pasivo	1,133,746	1,246,722	1,370,956	1,507,571	1,657,798	1,822,996	2,004,655	2,204,417	2,424,084	2,665,642	2,931,270	3,223,367
Equity	1,969,704	2,165,983	2,381,821	2,619,166	2,880,163	3,167,168	3,482,772	3,829,827	4,211,464	4,631,132	5,092,619	5,600,092
Dividendos	0.07	0.14	0.19	0.18	0.20	0.17	0.12	0.28	0.13	0.13	0.13	0.13
Ventas	911,946	1,002,821	1,102,751	1,212,639	1,333,477	1,466,356	1,612,477	1,773,158	1,949,851	2,144,152	2,357,814	2,592,767
Ganancia ordinaria	191,963	211,092	232,127	255,258	280,694	308,665	339,423	373,246	410,440	451,340	496,315	545,773
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21

Tabla 23 Financiamiento de la variación en el activo operativo neto - Cementos Pacasmayo S.A.A.

Flujos Incrementales de la compañía	Proyectados											
	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	2023	2024	2025
Destino: Flujo Operativo Adicional (variación)												
Cambio en el Activo (AON)	281,231	309,255	340,072	373,960	411,224	452,208	497,264	546,816	601,305	661,225	727,115	799,571
Origen: Flujo Adicional creado de Fuente Financiera y Patrimonio (variación)												
Cambio en el Pasivo Financiero - Deuda	102,739	112,976	124,294	136,614	150,228	165,198	181,639	199,762	219,668	241,557	265,628	292,098
Cambio en el Patrimonio - Equity	178,492	196,279	215,888	237,346	260,997	287,005	315,605	347,054	381,638	419,667	461,487	507,473
Total	281,231	309,255	340,072	373,960	411,224	452,208	497,264	546,816	601,305	661,225	727,115	799,571

Tabla 24 Demostración del margen del beneficio constante bajo el modelo de crecimiento sostenible de Higgins - Cementos Pacasmayo S.A.A.

	Observado	Proyectado g* = 10%									
	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	
Ventas	829,307	911,946	1,002,821	1,102,751	1,212,639	1,333,477	1,466,356	1,612,477	1,773,158	1,949,851	
Costos (considerados todos los costos variables)	-654,739	-652,843	-644,299	-725,442	-693,997	-733,074	-779,192	-769,216	-1,097,601	-1,239,639	
Margen de Contribución	174,568	259,103	358,522	377,309	518,642	600,402	687,164	843,260	675,557	710,213	
Margen de Beneficio (p)	0.21	0.28	0.36	0.34	0.43	0.45	0.47	0.52	0.38	0.36	
Margen de Crecimiento (Sostenible)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	

Tabla 25 Ratios financieros de Rentabilidad - Cementos Pacasmayo S.A.A.

RATIOS DE RENTABILIDAD	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Margen Bruto	49.83%	48.66%	49.61%	43.74%	43.97%	42.32%	39.46%	35.06%	29.47%	31.91%
Margen Operativo	32.40%	32.47%	33.13%	24.78%	24.13%	24.21%	23.67%	20.31%	16.14%	17.68%
Margen Neto	17.62%	23.44%	26.32%	14.14%	11.49%	9.35%	14.77%	6.78%	12.62%	12.95%
ROE (Ul. Neta / Pat)	8.14%	9.68%	11.09%	6.22%	6.22%	5.28%	9.29%	4.23%	12.61%	14.80%
ROA (Ebit / Act)	9.48%	8.63%	8.38%	6.46%	7.16%	7.16%	7.56%	5.90%	6.22%	7.39%

9.2.2 UNACEM S.A.A.

Tabla 26 Estado de Situación Patrimonial - UNACEM S.A.A.

Estado de Situación Patrimonial	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Activo operativo neto final	6,476,278	8,282,567	8,523,670	8,361,445	8,148,733	8,150,126	8,409,821	8,494,045	8,397,729	6,222,454
Pasivo total	3,067,790	4,668,331	4,916,443	4,610,005	4,208,816	4,054,996	3,899,689	3,917,568	3,509,218	1,132,259
Patrimonio neto	3,408,488	3,614,236	3,607,227	3,751,440	3,939,917	4,095,130	4,510,132	4,576,477	4,888,511	5,090,195

Tabla 27 Estado de Resultados reordenado - UNACEM S.A.A.¹

Estado de Resultados	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Ventas	1,775,193	1,882,982	1,949,355	1,865,100	1,862,651	1,968,994	1,985,111	1,698,958	2,429,187	5,34,612
Costo de Ventas	-1,011,756	-1,052,473	-1,109,774	-1,083,335	-1,140,441	-1,222,177	-1,311,718	-1,234,908	-1,565,175	0
+ Otros ingresos operativos	32,866	55,883	181,364	256,913	303,538	163,746	206,433	60,020	164,194	13,380
Costo de ventas	-1,011,756	-1,052,473	-1,109,774	-1,083,335	-1,140,441	-1,222,177	-1,311,718	-1,234,908	-1,565,175	0
Ganancia bruta	796,303	886,392	1,020,945	1,038,678	1,025,748	910,563	879,826	524,070	1,028,206	5,47,992
Gastos de comercialización	-89,889	-106,098	-93,629	-96,859	-57,472	-66,852	-78,369	-55,841	-65,616	0
Gastos de administración	-158,536	-175,645	-154,422	-197,299	-206,343	-189,492	-157,157	-131,382	-176,156	-57,479
Ganancia operativa antes de impuestos	547,878	604,649	772,894	744,520	761,933	654,219	644,300	336,847	786,434	490,513
Impuestos	-96,697	-29,433	-20,332	-158,726	-109,555	-81,484	-117,406	-21,758	-142,714	-17,976
Ganancia operativa después de impuestos	451,181	575,216	752,562	585,794	652,378	572,735	526,894	315,089	643,720	472,537
Intereses financieros	-90,835	-153,060	-230,179	-228,356	-225,595	-246,900	-197,294	-163,417	-159,271	-53,915
Ahorro fiscal por intereses	26,796	45,153	67,903	67,365	66,551	72,836	58,202	48,208	46,985	15,905
Costo pasivo financiero	-64,039	-107,907	-162,276	-160,991	-159,044	-174,065	-139,092	-115,209	-112,286	-38,010
Ganancia Ordinaria	387,142	467,309	590,286	424,803	493,334	398,671	387,802	199,880	531,434	434,527
Descomposición de impuesto a las ganancias										
Impuesto a las ganancias operativo	-96,697	-29,433	-20,332	-158,726	-109,555	-81,484	-117,406	-21,758	-142,714	-17,976
Ahorro fiscal por intereses	26,796	45,153	67,903	67,365	66,551	72,836	58,202	48,208	46,985	15,905
Impuesto a las ganancias	-69,901	15,720	47,571	-91,361	-43,004	-8,649	-59,204	26,450	-95,729	-2,071

¹ El 14 de diciembre de 2021, la Junta General de Accionistas de UNACEM S.A.A. (ahora UNACEM Corp) aprobó una reorganización que comenzó a regir el 1 de enero de 2022. Este plan de reorganización incluyó la separación de tres bloques patrimoniales, que fueron transferidos a tres subsidiarias completamente controladas por la empresa, sin modificar el capital social ni la estructura de control. Las subsidiarias son UNACEM Perú S.A., Minera Adelaida S.A. e Inversiones Nacionales y Multinacionales Andinas S.A. (INMA).

UNACEM Perú S.A. se dedicará a la producción y venta de clinker y cemento, tanto en el mercado local como en el internacional. Todos los activos y pasivos relacionados con la industria del cemento, incluyendo la planta de producción, el terminal portuario, las operaciones mineras, así como las centrales hidroeléctricas y la planta térmica, fueron transferidos a UNACEM Perú S.A.

La información financiera de UNACEM Perú S.A. no es de libre acceso.

Tabla 28 Montos y conceptos para calcular el crecimiento sostenible - UNACEM S.A.A.

Estado de Situación Patrimonial	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Activo operativo neto final	6,476,278	8,282,567	8,523,670	8,361,445	8,148,733	8,150,126	8,409,821	8,494,045	8,397,729	6,222,454
Pasivo	3,067,790	4,668,331	4,916,443	4,610,005	4,208,816	4,054,996	3,899,689	3,917,568	3,509,218	1,132,259
Patrimonio neto	3,408,488	3,614,236	3,607,227	3,751,440	3,939,917	4,095,130	4,510,132	4,576,477	4,888,511	5,090,195
Dividendos	0.05	0.05	0.04	0.05	0.05	0.04	0.05	0.01	0.08	0.30
Ventas	1,775,193	1,882,982	1,949,355	1,865,100	1,862,651	1,968,994	1,985,111	1,698,958	2,429,187	534,612
Ganancia Ordinaria	387,142	467,309	590,286	424,803	493,334	398,671	387,802	199,880	531,434	434,527
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.22	0.25	0.30	0.23	0.26	0.20	0.20	0.12	0.22	0.81

Tabla 29 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins - UNACEM S.A.A.

	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
A/S = Activo necesario para mantener ventas	3.65	4.40	4.37	4.48	4.37	4.14	4.24	5.00	3.46	11.64
p = Margen de beneficio (P/S)	0.22	0.25	0.30	0.23	0.26	0.20	0.20	0.12	0.22	0.81
d = Tasa de distribución de dividendos (D/P)	0.05	0.05	0.04	0.05	0.05	0.04	0.05	0.01	0.08	0.30
D/E = Relación deuda-capital	0.90	1.29	1.36	1.23	1.07	0.99	0.86	0.86	0.72	0.22
g* Higgins (1997)	0.12	0.14	0.19	0.12	0.14	0.10	0.09	0.05	0.11	0.06
g (tasa de crecimiento real de ventas)		0.06	0.04	-0.04	0.00	0.06	0.01	-0.14	0.43	-0.78

Tabla 30 Proyección de la operatividad mediante modelo Higgins - UNACEM S.A

	Proyectado 12%		1.12									
	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	2023	2024	2025
Activo	7,262,104	8,143,281	9,131,380	10,239,374	11,481,811	12,875,004	14,437,246	16,189,049	18,153,414	20,356,134	22,826,129	25,995,832
Pasivo	3,440,033	3,857,444	4,325,503	4,850,355	5,438,893	6,098,844	6,838,872	7,668,695	8,599,208	9,642,629	10,812,657	12,124,655
Equity	3,822,071	4,285,838	4,805,878	5,389,019	6,042,918	6,776,160	7,598,373	8,520,354	9,554,206	10,713,505	12,013,473	13,471,177
Dividendos	0.05	0.04	0.05	0.05	0.04	0.05	0.01	0.08	0.30	0.30	0.30	0.30
Ventas	1,990,593	2,232,130	2,502,975	2,806,684	3,147,244	3,529,128	3,957,350	4,437,531	4,975,977	5,579,758	6,256,801	7,015,996
Ganancia ordinaria	434,118	486,793	545,860	612,095	686,366	769,649	863,037	967,757	1,085,184	1,216,860	1,364,512	1,530,081
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22

Tabla 31 Financiamiento de la variación en el activo operativo neto - UNACEM S.A.A.

Flujos Incrementales de la compañía	Proyectados											
	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	2023	2024	2025
Destino: Flujo Operativo Adicional (variación)												
Cambio en el Activo (AON)	785,826	881,177	988,099	1,107,994	1,242,437	1,399,193	1,562,242	1,751,803	1,964,365	2,202,720	2,469,996	2,769,703
Origen: Flujo Adicional creado de Fuente Financiera y Patrimonio (variación)												
Cambio en el Pasivo Financiero - Deuda	372,243	417,411	468,059	524,853	588,538	639,951	740,088	829,823	930,513	1,043,420	1,170,028	1,311,998
Cambio en el Patrimonio - Equity	413,583	463,767	520,040	583,141	653,899	739,242	822,213	921,980	1,033,852	1,159,299	1,299,967	1,457,704
Total	785,826	881,177	988,099	1,107,994	1,242,437	1,399,193	1,562,242	1,751,803	1,964,365	2,202,720	2,469,996	2,769,703

Tabla 32 Demostración del margen del beneficio constante bajo el modelo de crecimiento sostenible de Higgins - UNACEM S.A.A.

	Proyectado g* = 12%								1.12
	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	
Ventas	1,990,593	2,232,130	2,502,975	2,806,684	3,147,244	3,529,128	3,957,350	4,437,531	4,975,977
Costos (considerados todos los costos variables)	-1,415,673	-1,359,069	-1,440,297	-1,369,317	-1,570,324	-1,597,309	-1,499,078	-1,897,753	-1,00,085
Margen de Contribución	574,920	873,061	1,062,678	1,437,366	1,576,921	1,931,819	2,458,272	2,539,778	4,875,892
Margen de Beneficio (p)	0.29	0.39	0.42	0.51	0.50	0.55	0.62	0.57	0.98
Margen de Crecimiento (Sostenible)	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07

Tabla 33 Ratios financieros de Rentabilidad - UNACEM S.A.A.

RATIOS DE RENTABILIDAD	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Margen Bruto	43.01%	44.11%	43.07%	41.92%	38.77%	37.93%	33.92%	27.31%	35.57%	100.00%
Margen Operativo	29.46%	31.41%	38.53%	38.30%	38.08%	31.32%	31.44%	15.36%	30.58%	90.82%
Margen Neto	11.53%	15.41%	6.70%	16.74%	25.03%	12.30%	17.58%	1.78%	16.28%	77.15%
ROE (Ut. Neta / Pat)	5.99%	8.01%	3.58%	8.01%	10.90%	5.48%	7.27%	0.83%	7.89%	7.86%
ROA (Ebit / Act)	7.99%	7.07%	8.69%	8.33%	8.28%	7.20%	7.13%	2.98%	8.64%	7.58%

9.2.3 YURA S.A.

Tabla 34 Estado de Situación Patrimonial - YURA S.A.

Estado de Situación Patrimonial	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Activo operativo neto final	1,711,767	1,672,861	1,729,983	1,711,467	1,667,137	1,674,669	1,731,642	1,595,563	2,067,549	2,234,755
Pasivo total	773,856	1,036,450	1,668,991	1,474,170	1,339,989	1,177,670	1,283,615	1,167,056	1,375,056	1,421,167
Patrimonio neto	937,911	636,411	60,992	237,297	327,148	496,999	448,027	428,507	692,493	813,588

Tabla 35 Estado de Resultados reordenado - YURA S.A.

Estado de Resultados	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Ventas	981,652	1,005,184	942,240	1,001,433	995,434	990,507	998,719	799,530	1,165,101	1,339,242
Costo de Ventas	-474,863	-481,481	-438,935	-451,106	-508,398	-544,377	-525,818	-448,383	-664,624	-853,772
+ Otros ingresos operativos	18,340	13,241	10,936	19,433	13,609	28,003	36,543	10,604	12,785	10,370
Costo de ventas	-474,863	-481,481	-438,935	-451,106	-508,398	-544,377	-525,818	-448,383	-664,624	-853,772
Ganancia bruta	525,129	536,944	514,241	569,760	500,645	474,133	509,444	361,751	513,262	495,840
Gastos de comercialización	-58,990	-73,852	-61,702	-74,426	-47,854	-39,386	-32,918	-28,378	-39,858	-44,208
Gastos de administración	-74,645	-76,979	-67,906	-87,815	-85,273	-76,513	-77,415	-66,338	-85,075	-88,786
Ganancia operativa antes de impuestos	391,494	386,113	384,633	407,519	367,518	358,234	399,111	267,035	388,329	362,846
Impuestos	-99,284	-101,470	-72,297	-83,333	-88,240	-80,627	-98,277	-56,935	-101,275	-74,751
Ganancia operativa después de impuestos	292,210	284,643	312,336	324,186	279,278	277,607	300,834	210,100	287,054	288,095
Intereses financieros	-32,645	-43,802	-119,603	-136,533	-119,634	-107,777	-97,826	-70,557	-66,622	-87,259
Ahorro fiscal por intereses	9,630	12,922	35,283	40,277	35,292	31,794	28,859	20,814	19,653	25,741
Costo pasivo financiero	-23,015	-30,880	-84,320	-96,256	-84,342	-75,983	-68,967	-49,743	-46,969	-61,518
Ganancia Ordinaria	269,195	253,763	228,016	227,930	194,936	201,624	231,867	160,357	240,085	226,577
Descomposición de impuesto a las ganancias										
Impuesto a las ganancias operativo	-99,284	-101,470	-72,297	-83,333	-88,240	-80,627	-98,277	-56,935	-101,275	-74,751
Ahorro fiscal por intereses	9,630	12,922	35,283	40,277	35,292	31,794	28,859	20,814	19,653	25,741
Impuesto a las ganancias	-89,654	-88,548	-37,014	-43,056	-52,948	-48,833	-69,418	-36,121	-81,622	-49,010

Tabla 36 Montos y conceptos para calcular el crecimiento sostenible - YURA S.A.

Estado de Situación Patrimonial	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Activo operativo neto final	1,711,767	1,672,861	1,729,983	1,711,467	1,667,137	1,674,669	1,731,642	1,595,563	2,067,549	2,234,755
Pasivo	773,856	1,036,450	1,668,991	1,474,170	1,339,989	1,177,670	1,283,615	1,167,056	1,375,056	1,421,167
Patrimonio neto	937,911	636,411	60,992	237,297	327,148	496,999	448,027	428,507	692,493	813,588
Dividendos	0.13	0.00	0.07	0.11	0.16	0.00	0.10	0.00	0.14	0.00
Ventas	981,652	1,005,184	942,240	1,001,433	995,434	990,507	998,719	799,530	1,165,101	1,339,242
Ganacia Ordinaria	269,195	253,763	228,016	227,930	194,936	201,624	231,867	160,357	240,085	226,577
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.27	0.25	0.24	0.23	0.20	0.20	0.23	0.20	0.21	0.17

Tabla 37 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins - YURA S.A.

	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
A/S = Activo necesario para mantener ventas	1.74	1.66	1.84	1.71	1.67	1.69	1.73	2.00	1.77	1.67
p = Margen de beneficio (P/S)	0.27	0.25	0.24	0.23	0.20	0.20	0.23	0.20	0.21	0.17
d = Tasa de distribución de dividendos (D/P)	0.13	0.00	0.07	0.11	0.16	0.00	0.10	0.00	0.14	0.00
D/E = Relación deuda-capital	0.83	1.63	27.36	6.21	4.10	2.37	2.87	2.72	1.99	1.75
g* Higgins (1997)	0.33	0.66	-1.40	5.90	0.99	0.68	0.87	0.60	0.43	0.39
g (tasa de crecimiento real de v)		0.02	-0.06	0.06	-0.01	0.00	0.01	-0.20	0.46	0.15

Tabla 38 Proyección de la operatividad mediante modelo Higgins - YURA S.A.

	Proyectado +33%		1.33									
	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	2023	2024	2025
Activo	2,279,336	3,035,094	4,041,437	5,381,453	7,165,777	9,541,728	12,705,471	16,918,214	22,527,773	29,997,288	39,943,464	53,187,485
Pasivo	1,030,443	1,372,106	1,827,054	2,432,849	3,239,506	4,313,627	5,743,892	7,648,390	10,184,360	13,561,180	18,057,650	24,045,010
Equity	1,248,893	1,662,988	2,214,383	2,948,605	3,926,271	5,228,102	6,961,579	9,269,824	12,343,412	16,436,107	21,885,814	29,142,475
Dividendos	0.13	0.07	0.11	0.16	0.00	0.10	0.00	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00
Ventas	1,307,138	1,740,544	2,317,655	3,086,118	4,109,379	5,471,923	7,286,244	9,702,138	12,919,067	17,202,632	22,906,494	30,501,582
Ganancia ordinaria	358,452	477,304	635,563	846,296	1,126,902	1,500,548	1,998,083	2,660,586	3,542,754	4,717,422	6,281,574	8,364,351
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27

Tabla 39 Financiamiento de la variación en el activo operativo neto - YURA S.A.

Flujos Incrementales de la compañía	Proyectados											
	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	2023	2024	2025
Destino: Flujo Operativo Adicional (variación)												
Cambio en el Activo (AON)	567,569	755,758	1,006,344	1,340,016	1,784,324	2,375,951	3,163,743	4,212,743	5,609,558	7,469,515	9,946,176	13,244,021
Origen: Flujo Adicional creado de Fuente Financiera y Patrimonio (variación)												
Cambio en el Pasivo Financiero - Deuda	256,587	341,663	454,948	605,795	806,658	1,074,120	1,430,266	1,904,498	2,535,970	3,376,820	4,496,469	5,987,360
Cambio en el Patrimonio - Equity	310,982	414,095	551,396	734,221	977,666	1,301,831	1,733,477	2,308,245	3,073,588	4,092,695	5,449,707	7,256,661
Total	567,569	755,758	1,006,344	1,340,016	1,784,324	2,375,951	3,163,743	4,212,743	5,609,558	7,469,515	9,946,176	13,244,021

Tabla 40 Demostración del margen del beneficio constante bajo el modelo de crecimiento sostenible de Higgins - YURA S.A.

	Proyectado g* = 33%								
	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Ventas	1,307,138	1,740,544	2,317,655	3,086,118	4,109,379	5,471,923	7,286,244	9,702,138	12,919,067
Costos (considerados todos los costos variables)	-751,421	-714,224	-773,503	-800,498	-788,883	-766,852	-639,173	-925,016	-1,112,665
Margen de Contribución	555,716	1,026,320	1,544,152	2,285,620	3,320,496	4,705,070	6,647,071	8,777,122	11,806,403
Margen de Beneficio (p)	0.43	0.59	0.67	0.74	0.81	0.86	0.91	0.90	0.91
Margen de Crecimiento (Sostenible)	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68

Tabla 41 Ratios financieros de Rentabilidad - YURA S.A.

RATIOS DE RENTABILIDAD	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Margen Bruto	51.63%	52.10%	53.42%	54.95%	48.93%	45.04%	47.35%	43.92%	42.96%	36.25%
Margen Operativo	39.88%	38.41%	40.82%	40.69%	36.85%	42.21%	39.96%	33.40%	33.07%	25.15%
Margen Neto	24.77%	24.21%	19.56%	19.85%	19.17%	23.61%	21.09%	18.28%	22.90%	11.79%
ROE (Ut. Neta / Pat)	24.22%	20.52%	13.45%	13.63%	12.91%	13.67%	11.56%	7.42%	12.87%	7.08%
ROA (Ebit / Act)	21.74%	13.92%	11.51%	12.63%	11.53%	13.06%	12.25%	8.06%	10.06%	8.39%

9.3 Consumo Masivo

9.3.1 Gloria S.A.

Tabla 42 Estado de Situación Financiera - Gloria S.A.

Estado de Situación Patrimonial	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Activo operativo neto final	2,529,822	2,539,010	2,790,979	2,768,775	2,932,854	3,062,436	2,909,160	2,756,056	3,293,297	3,562,695
Pasivo total	1,054,148	1,148,899	1,445,177	1,366,815	1,425,502	1,587,052	1,558,913	1,108,888	1,064,777	1,089,429
Patrimonio neto	1,475,674	1,390,111	1,345,802	1,401,960	1,507,352	1,475,384	1,350,247	1,647,168	2,228,520	2,473,266

Tabla 43 Estado de Resultados Reordenado - Gloria S.A.A.

Estado de Resultados	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Ventas	3,036,935	3,347,445	3,519,762	3,534,533	3,353,751	3,507,055	3,425,308	3,618,774	3,771,447	3,940,811
Costo de Ventas	-2,242,352	-2,578,997	-2,713,928	-2,631,358	-2,593,067	-2,813,716	-2,785,260	-2,879,305	-3,064,450	-3,273,204
+ Otros ingresos operativos	19,660	43,106	25,640	29,666	23,823	19,751	28,613	32,069	59,767	46,541
Costo de ventas	-2,242,352	-2,578,997	-2,713,928	-2,631,358	-2,593,067	-2,813,716	-2,785,260	-2,879,305	-3,064,450	-3,273,204
Ganancia bruta	814,243	811,554	831,474	932,841	784,507	713,090	668,661	771,538	766,764	714,148
Gastos de comercialización	-247,649	-294,396	-321,008	-399,547	-287,500	-295,645	-279,685	-242,776	-277,052	-294,026
Gastos de administración	-147,531	-134,442	-138,298	-140,299	-162,775	-132,612	-133,611	-150,825	-159,028	-145,817
Ganancia operativa antes de impuestos	419,063	382,716	372,168	392,995	334,232	284,833	255,365	377,937	330,684	274,305
Impuestos	-117,713	-104,125	-100,363	-115,446	-97,502	-80,641	-67,781	-113,545	-103,687	-67,090
Ganancia operativa después de impuestos	301,350	278,591	271,805	277,549	236,730	204,192	187,584	264,392	226,997	207,215
Intereses financieros	-32,276	-36,610	-59,462	-68,401	-55,454	-48,813	-50,359	-31,282	-22,588	-70,948
Ahorro fiscal por intereses	9,521	10,800	17,541	20,178	16,359	14,400	14,856	9,228	6,663	20,930
Costo pasivo financiero	-22,755	-25,810	-41,921	-48,223	-39,095	-34,413	-35,503	-22,054	-15,925	-50,018
Ganancia Ordinaria	278,595	252,781	229,884	229,326	197,635	169,779	152,081	242,338	211,072	157,197
Descomposición de impuesto a las ganancias										
Impuesto a las ganancias operativo	-117,713	-104,125	-100,363	-115,446	-97,502	-80,641	-67,781	-113,545	-103,687	-67,090
Ahorro fiscal por intereses	9,521	10,800	17,541	20,178	16,359	14,400	14,856	9,228	6,663	20,930
Impuesto a las ganancias	-108,192	-93,325	-82,822	-95,268	-81,143	-66,241	-52,925	-104,317	-97,024	-46,160

Tabla 44 Montos y conceptos para calcular el crecimiento sostenible - Gloria S.A.

Estado de Situación Patrimonial	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Activo operativo neto final	2,529,822	2,539,010	2,790,979	2,768,775	2,932,854	3,062,436	2,909,160	2,756,056	3,293,297	3,562,695
Pasivo	1,054,148	1,148,899	1,445,177	1,366,815	1,425,502	1,587,052	1,558,913	1,108,888	1,064,777	1,089,429
Patrimonio neto	1,475,674	1,390,111	1,345,802	1,401,960	1,507,352	1,475,384	1,350,247	1,647,168	2,228,520	2,473,266
Dividendos	0.03	0.03	0.02	0.02	0.03	0.02	0.03	0.01	0.05	0.04
Ventas	3,036,935	3,347,445	3,519,762	3,534,533	3,353,751	3,507,055	3,425,308	3,618,774	3,771,447	3,940,811
Ganancia Ordinaria	278,595	252,781	229,884	229,326	197,635	169,779	152,081	242,338	211,072	157,197
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.09	0.08	0.07	0.06	0.06	0.05	0.04	0.07	0.06	0.04

Tabla 45 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins - Gloria S.A.

	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
A/S = Activo necesario para mantener ventas	0.83	0.76	0.79	0.78	0.87	0.87	0.85	0.76	0.87	0.90
p = Margen de beneficio (P/S)	0.09	0.08	0.07	0.06	0.06	0.05	0.04	0.07	0.06	0.04
d = Tasa de distribución de dividendos (D/P)	0.03	0.03	0.02	0.02	0.03	0.02	0.03	0.01	0.05	0.04
D/E = Relación deuda-capital	0.71	0.83	1.07	0.97	0.95	1.08	1.15	0.67	0.48	0.44
g Higgins (1997)	0.22	0.22	0.20	0.19	0.15	0.13	0.12	0.17	0.10	0.06
g (tasa de crecimiento real de ventas)	0.00	0.10	0.05	0.00	-0.05	0.05	-0.02	0.06	0.04	0.04

Tabla 46 Proyección de la Operatividad Mediante el Modelo Higgins – Gloria S.A.

	Proyectado g = 22%											
	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	2023	2024	2025
Activo	3,098,646	3,795,370	4,648,749	5,694,010	6,974,294	8,542,447	10,463,196	12,815,820	15,697,427	19,226,956	23,550,091	28,845,272
Pasivo	1,291,171	1,581,487	1,937,081	2,372,629	2,906,109	3,559,540	4,359,895	5,340,206	6,540,939	8,011,653	9,813,054	12,019,496
Equity	1,807,476	2,213,882	2,711,668	3,321,381	4,068,185	4,982,907	6,103,301	7,475,614	9,156,488	11,215,302	13,737,036	16,825,776
Dividendos	0.03	0.02	0.02	0.03	0.02	0.03	0.01	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04
Ventas	3,719,783	4,556,167	5,580,610	6,835,397	8,372,319	10,254,815	12,560,586	15,384,803	18,844,039	23,081,076	28,270,801	34,627,423
Generancia ordinaria	341,237	417,963	511,941	627,050	768,041	940,733	1,152,254	1,411,336	1,728,672	2,117,359	2,593,442	3,176,572
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09

Tabla 47 Financiamiento de la Variación en el Activo Operativo Neto – Gloria S.A.

Flujos Incrementales de la compañía	Proyectados											
	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	2023	2024	2025
Destino: Flujo Operativo Adicional (variación)												
Cambio en el Activo (AON)	568,824	696,723	853,380	1,045,260	1,280,284	1,568,153	1,920,749	2,352,625	2,881,606	3,529,529	4,323,135	5,295,181
Origen: Flujo Adicional creado de Fuente Financiera y Patrimonio (variación)												
Cambio en el Pasivo Financiero - Deuda	237,023	290,317	355,594	435,548	533,480	653,432	800,354	980,312	1,200,733	1,470,714	1,801,401	2,206,442
Cambio en el Patrimonio - Equity	331,802	406,407	497,786	609,712	746,804	914,722	1,120,395	1,372,313	1,680,874	2,058,814	2,521,734	3,088,740
Total	568,824	696,723	853,380	1,045,260	1,280,284	1,568,153	1,920,749	2,352,625	2,881,606	3,529,529	4,323,135	5,295,181

Tabla 48 Demostración del margen del beneficio constante bajo el modelo de crecimiento sostenible de Higgins - Gloria S.A.

	Observado	Proyectado g = 22%									
	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	
Ventas	3,036,935	3,719,783	4,556,167	5,580,610	6,835,397	8,372,319	10,254,815	12,560,586	15,384,803	18,844,039	
Costos (considerados todos los costos variables)	-2,758,340	-3,094,664	-3,289,878	-3,306,207	-3,156,116	-3,337,276	-3,273,227	-3,376,436	-3,560,375	-3,783,614	
Margen de Contribución	278,595	625,118	1,266,289	2,275,403	3,679,281	5,035,043	6,981,588	9,184,150	11,824,429	15,060,425	
Margen de Beneficio (p)	0.09	0.17	0.28	0.41	0.54	0.60	0.68	0.73	0.77	0.80	
Margen de Crecimiento (Sostenible)	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	

Tabla 49 Ratios Financieros de Rentabilidad - Gloria S.A.

RATIOS DE RENTABILIDAD	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto	26.16%	22.96%	22.89%	25.55%	22.68%	19.77%	18.69%	20.43%	18.75%	16.94%
Margen Operativo	13.80%	11.43%	10.57%	11.12%	9.97%	8.12%	7.46%	10.44%	8.72%	6.93%
Margen Neto	8.26%	7.32%	6.08%	6.11%	6.18%	4.58%	4.28%	6.74%	6.00%	3.73%
ROE (Ut. Neta / Pat)	17.30%	15.86%	13.37%	13.53%	12.54%	10.37%	9.48%	13.20%	17.90%	10.46%
ROA (Ebit / Act)	16.36%	13.43%	11.71%	12.57%	10.41%	8.70%	7.83%	11.98%	9.23%	7.01%

9.3.2 Alicorp S.A.A.

Tabla 50 Estado de Situación Financiera - Alicorp S.A.A.

Estado de Situación Patrimonial	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Activo operativo neto final	4,329,832	5,279,112	4,996,121	4,926,862	5,887,572	6,954,700	8,428,365	8,915,836	9,560,396	9,633,061
Pasivo total	2,166,826	3,193,008	2,870,419	2,662,749	3,274,868	4,081,191	5,095,558	5,378,374	6,604,759	6,869,498
Patrimonio neto	2,163,006	2,086,104	2,125,702	2,264,113	2,612,704	2,873,509	3,332,807	3,537,462	2,955,637	2,763,563

Tabla 51 Estado de Resultados Reordenado – Alicorp S.A.A.

Estado de Resultados	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Ventas	3,853,298	3,926,549	3,913,878	4,040,731	4,062,487	4,354,489	4,687,530	5,273,500	6,459,002	7,319,192
Costo de Ventas	-2,852,471	-2,884,767	-2,828,731	-2,783,686	-2,934,963	-3,139,362	-3,358,660	-3,951,848	-5,215,217	-5,979,200
+Otros ingresos operativos	17,698	3,809	33,175	60,558	44,228	53,473	40,548	50,158	74,090	72,275
Costo de ventas	-2,852,471	-2,884,767	-2,828,731	-2,783,686	-2,934,963	-3,139,362	-3,358,660	-3,951,848	-5,215,217	-5,979,200
Ganancia bruta	1,018,525	1,045,591	1,118,322	1,317,603	1,171,752	1,268,600	1,369,418	1,371,810	1,317,875	1,412,267
Gastos de comercialización	-438,354	-524,385	-596,447	-621,803	-371,090	-389,273	-417,434	-505,649	-521,669	-529,090
Gastos de administración	-173,424	-207,552	-211,687	-245,460	-293,875	-353,067	-387,455	-445,117	-496,620	-496,431
Ganancia operativa antes de impuestos	406,747	313,654	310,188	450,340	506,787	526,260	564,529	421,044	299,586	386,746
Impuestos	-73,894	-17,524	-25,750	-106,056	-117,666	-126,662	-105,666	-62,692	-23,024	-23,176
Ganancia operativa después de impuestos	332,853	296,130	284,438	344,284	389,121	399,598	458,863	358,352	276,562	363,570
Intereses financieros	-80,505	-120,513	-259,065	-105,483	-102,272	-136,943	-256,642	-242,926	-237,898	-307,004
Ahorro fiscal por intereses	23,749	35,551	76,424	31,117	30,170	40,398	75,709	71,663	70,180	90,566
Costo pasivo financiero	-56,756	-84,962	-182,641	-74,366	-72,102	-96,545	-180,933	-171,263	-167,718	-216,438
Ganancia Ordinaria	276,097	211,168	101,797	269,918	317,019	303,053	277,930	187,089	108,844	147,132
Descomposición de impuesto a las ganancias										
Impuesto a las ganancias operativo	-73,894	-17,524	-25,750	-106,056	-117,666	-126,662	-105,666	-62,692	-23,024	-23,176
Ahorro fiscal por intereses	23,749	35,551	76,424	31,117	30,170	40,398	75,709	71,663	70,180	90,566
Impuesto a las ganancias	-50,145	18,027	50,674	-74,939	-87,496	-86,264	-29,957	8,971	47,156	67,390

Tabla 52 Montos y conceptos para calcular el crecimiento sostenible - Alicorp S.A.A.

Estado de Situación Patrimonial	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Activo operativo neto final	4,329,832	5,279,112	4,996,121	4,926,862	5,887,572	6,954,700	8,428,365	8,915,836	9,560,396	9,633,061
Pasivo	2,166,826	3,193,008	2,870,419	2,662,749	3,274,868	4,081,191	5,095,558	5,378,374	6,604,759	6,869,498
Patrimonio neto	2,163,006	2,086,104	2,125,702	2,264,113	2,612,704	2,873,509	3,332,807	3,537,462	2,955,637	2,763,563
Dividendos	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.00	0.03	0.02
Ventas	3,853,298	3,926,549	3,913,878	4,040,731	4,062,487	4,354,489	4,687,530	5,273,500	6,459,002	7,319,192
Ganancia Ordinaria	276,097	211,168	101,797	269,918	317,019	303,053	277,930	187,089	108,844	147,132
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.07	0.05	0.03	0.07	0.08	0.07	0.06	0.04	0.02	0.02

Tabla 53 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins - Alicorp S.A.A.

	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
A/S=Activo necesario para mantener ventas	1.12	1.34	1.28	1.22	1.45	1.60	1.80	1.69	1.48	1.32
p= Margen de beneficio (P/S)	0.07	0.05	0.03	0.07	0.08	0.07	0.06	0.04	0.02	0.02
d= Tasa de distribución de dividendos (D/P)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.00	0.03	0.02
D/E=Relación deuda-capital	1.00	1.53	1.35	1.18	1.25	1.42	1.53	1.52	2.23	2.49
g* Higgins (1997)	0.14	0.11	0.05	0.13	0.13	0.12	0.09	0.06	0.04	0.05
g (tasa de crecimiento real de vr)	0.00	0.02	0.00	0.03	0.01	0.07	0.08	0.13	0.22	0.13

Tabla 54 Proyección de la Operatividad Mediante el Modelo Higgins - Alicorp S.A.A.

	Proyectado a 14%										
	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	2023	2024
Activo	4,947,607	5,653,525	6,460,183	7,381,891	8,436,130	9,638,644	11,013,874	12,585,320	14,380,977	16,432,837	18,777,454
Pasivo	2,475,988	2,829,257	3,232,931	3,694,202	4,221,286	4,823,574	5,511,795	6,298,212	7,196,832	8,223,668	9,397,010
Equity	2,471,621	2,824,269	3,227,232	3,687,689	4,213,844	4,815,070	5,502,078	6,287,108	7,184,145	8,209,170	9,380,444
Dividendos	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.00	0.03	0.02	0.02	0.02
Ventas	4,403,082	5,031,308	5,749,169	6,569,463	7,508,774	8,577,831	9,801,708	11,200,201	12,798,231	14,824,267	16,710,839
Ganancia ordinaria	315,490	360,504	411,940	470,715	537,876	614,620	702,313	802,518	917,020	1,047,860	1,197,367
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07

Tabla 55 Financiamiento de la variación en el activo operativo neto - Alicorp S.A.A.

Flujos Incrementales de la compañía	Proyectados											
	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	2023	2024	2025
Destino: Flujo Operativo Adicional (variación) Cambio en el Activo (ADN)	617,775	705,918	806,638	921,728	1,053,239	1,203,514	1,375,230	1,571,446	1,795,658	2,051,860	2,344,617	2,679,144
Origen: Flujo Adicional creado de Fuente Financiera y Patrimonio (variación) Cambio en el Pasivo Financiero - Deuda	309,160	353,271	403,675	461,271	527,084	602,288	688,221	796,416	898,621	1,026,835	1,173,343	1,340,754
Cambio en el Patrimonio - Equity	308,615	352,648	402,963	460,457	526,155	601,226	687,008	785,030	897,037	1,025,025	1,171,274	1,338,390
Total	617,775	705,918	806,638	921,728	1,053,239	1,203,514	1,375,230	1,571,446	1,795,658	2,051,860	2,344,617	2,679,144

Tabla 56 Demostración del margen del beneficio constante bajo el modelo de crecimiento sostenible de Higgins - Alicorp S.A.A.

	Observado	Proyectado ^g = 14%								
	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Ventas	3,853,298	4,403,082	5,031,308	5,749,169	6,569,453	7,506,774	8,577,831	9,801,706	11,200,201	12,798,231
Costos (considerados todos los costos variables)	-3,577,201	-3,715,381	-3,812,081	-3,770,813	-3,745,468	-4,051,436	-4,409,600	-5,086,411	-6,350,158	-7,172,060
Margen de Contribución	276,097	687,701	1,219,227	1,978,356	2,823,985	3,455,338	4,168,232	4,715,295	4,850,043	5,626,171
Margen de Beneficio (p)	0.07	0.16	0.24	0.34	0.43	0.46	0.49	0.48	0.43	0.44
Margen de Crecimiento (Sostenible)	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11

Tabla 57 Ratios financieros de rentabilidad - Alicorp S.A.A.

RATOS DE RENTABILIDAD	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto	25.97%	26.53%	27.73%	31.11%	27.75%	27.91%	28.35%	25.06%	19.26%	18.31%
Margen Operativo	10.46%	3.61%	7.43%	10.24%	11.86%	11.65%	11.75%	7.61%	4.07%	4.71%
Margen Neto	8.25%	0.27%	3.92%	7.49%	11.08%	10.17%	10.16%	6.21%	-0.53%	7.16%
ROE (Ut. Neta / Pat)	14.67%	0.50%	6.98%	11.83%	15.60%	13.80%	13.90%	8.98%	-1.03%	18.25%
ROA (Ebit / Act)	9.26%	2.68%	5.71%	7.91%	7.82%	6.88%	6.31%	4.30%	2.64%	3.53%

9.3.3 Laive S.A.

Tabla 58 Estado de Situación Patrimonial - Laive S.A.

Estado de Situación Patrimonial	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Activo operativo neto final	277,186	298,926	374,623	390,540	384,144	422,211	486,884	490,848	491,876	504,781
Pasivo total	134,315	144,562	191,600	203,052	181,088	203,784	264,169	241,957	270,799	290,555
Patrimonio neto	142,871	154,364	183,023	187,488	203,056	218,427	222,715	248,891	221,077	214,226

Tabla 59 Estado de Resultados Reordenado - Laive S.A.

Estado de Resultados	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Ventas	453,279	472,346	495,043	526,124	586,774	612,275	598,671	615,132	646,137	715,146
Costo de Ventas	-354,307	-367,395	-385,508	-410,306	-461,436	-478,466	-464,647	-481,880	-509,903	-560,112
+ Otros ingresos operativos	2,397	2,148	2,411	4,464	2,048	2,196	1,375	2,549	5,422	5,222
Costo de ventas	-354,307	-367,395	-385,508	-410,306	-461,436	-478,466	-464,647	-481,880	-509,903	-560,112
Ganancia bruta	101,369	107,099	111,946	120,282	127,386	136,005	135,399	135,801	141,656	160,256
Gastos de comercialización	-58,139	-63,964	-71,488	-72,771	-64,413	-66,947	-80,615	-70,809	-69,500	-75,503
Gastos de administración	-17,677	-18,026	-19,253	-22,831	-25,791	-28,825	-30,308	-31,560	-31,273	-33,019
Ganancia operativa antes de impuestos	25,553	25,109	21,205	24,680	37,182	40,233	24,476	33,432	40,883	51,734
Impuestos	-5,381	-5,000	-2,961	-5,941	-9,054	-10,384	-4,513	-4,686	-6,064	-11,244
Ganancia operativa después de impuestos	20,172	20,109	18,244	18,739	28,128	29,849	19,963	28,746	34,819	40,490
Intereses financieros	-5,127	-5,621	-6,692	-8,746	-8,762	-6,821	-8,200	-8,987	-7,005	-10,083
Ahorro fiscal por intereses	1,512	1,658	1,974	2,580	2,585	2,012	2,419	2,651	2,066	2,974
Costo pasivo financiero	-3,615	-3,963	-4,718	-6,166	-6,177	-4,809	-5,781	-6,336	-4,939	-7,109
Ganancia Ordinaria	16,557	16,146	13,526	12,573	21,951	25,040	14,182	22,410	29,880	33,381
Descomposición de impuesto a las ganancias										
Impuesto a las ganancias operativo	-5,381	-5,000	-2,961	-5,941	-9,054	-10,384	-4,513	-4,686	-6,064	-11,244
Ahorro fiscal por intereses	1,512	1,658	1,974	2,580	2,585	2,012	2,419	2,651	2,066	2,974
Impuesto a las ganancias	-3,869	-3,342	-987	-3,361	-6,469	-8,372	-2,094	-2,035	-3,998	-8,270

Tabla 66 Montos y conceptos para calcular el crecimiento sostenible - Laive S.A.

Estado de Situación Patrimonial	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Activo operativo neto final	277,186	298,926	374,623	390,540	384,144	422,211	486,884	490,848	491,876	504,781
Pasivo	134,315	144,562	191,600	203,052	181,088	203,784	264,169	241,957	270,799	290,555
Patrimonio neto	142,871	154,364	183,023	187,488	203,056	218,427	222,715	248,891	221,077	214,226
Dividendos	0.19	0.18	0.17	0.16	0.15	0.14	0.15	0.04	0.30	0.23
Ventas	453,279	472,346	495,043	526,124	586,774	612,275	588,671	615,132	646,137	715,146
Ganancia Ordinaria	16,557	16,146	13,526	12,573	21,951	25,040	14,182	22,410	29,880	33,381
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.04	0.03	0.03	0.02	0.04	0.04	0.02	0.04	0.05	0.05

Tabla 67 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins - Laive S.A.

	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
A/S = Activo necesario para mantener ventas	0.61	0.63	0.76	0.74	0.65	0.69	0.81	0.80	0.76	0.71
p = Margen de beneficio (P/S)	0.04	0.03	0.03	0.02	0.04	0.04	0.02	0.04	0.05	0.05
d = Tasa de distribución de dividendos (D/P)	0.19	0.18	0.17	0.16	0.15	0.14	0.15	0.04	0.30	0.23
D/E = Relación deuda-capital	0.94	0.94	1.05	1.08	0.89	0.93	1.19	0.97	1.22	1.36
g* Higgins (1997)	0.10	0.09	0.07	0.06	0.10	0.11	0.06	0.09	0.10	0.14
g (tasa de crecimiento real de)	0.00	0.04	0.05	0.06	0.12	0.04	-0.02	0.03	0.05	0.11

Tabla 68 Proyección de la Operatividad mediante el modelo Higgins - Laive S.A.

	Proyectado 10%		1.10									
	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	2023	2024	2025
Activo	306,087	338,002	373,245	412,162	455,137	502,592	554,996	612,864	676,766	747,330	825,252	911,298
Pasivo	148,320	163,784	180,862	199,720	220,544	243,539	268,932	296,973	327,938	362,131	399,889	441,584
Equity	157,768	174,218	192,383	212,442	234,593	259,053	286,064	315,891	348,828	385,199	425,363	469,714
Dividendos	0.19	0.17	0.16	0.15	0.14	0.15	0.04	0.30	0.23	0.23	0.23	0.23
Ventas	500,541	552,731	610,363	674,003	744,280	821,883	907,579	1,002,209	1,106,707	1,222,100	1,349,524	1,490,235
Ganancia ordinaria	18,284	20,190	22,295	24,620	27,187	30,022	33,152	36,609	40,426	44,641	49,296	54,436
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04

Tabla 69 Financiamiento de la variación en el activo operativo neto - Laive S.A.

Flujos Incrementales de la compañía	Proyectados											
	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	2023	2024	2025
Destino: Flujo Operativo Adicional (variación)												
Cambio en el Activo (AON)	28,901	31,915	35,242	38,917	42,975	47,456	52,404	57,868	63,902	70,564	77,922	86,047
Origen: Flujo Adicional creado de Fuente Financiera y Patrimonio (variación)												
Cambio en el Pasivo Financiero - Deuda	14,005	15,465	17,077	18,888	20,824	22,995	25,398	28,041	30,965	34,193	37,758	41,695
Cambio en el Patrimonio - Equity	14,897	16,450	18,165	20,029	22,151	24,460	27,011	29,827	32,937	36,371	40,164	44,351
Total	28,901	31,915	35,242	38,917	42,975	47,456	52,404	57,868	63,902	70,564	77,922	86,047

Tabla 70 Demostración del margen del beneficio constante bajo el modelo de crecimiento sostenible de Higgins - Laive S.A.

	Observado	Proyectado g* = 10%									1.10
	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	
Ventas	453,279	500,541	552,731	610,363	674,003	744,280	821,883	907,579	1,002,209	1,106,707	
Costos (considerados todos los costos variables)	-436,722	-456,200	-481,517	-513,551	-564,823	-587,235	-584,489	-592,722	-616,257	-681,765	
Margen de Contribución	16,557	44,341	71,214	96,812	109,180	157,045	237,394	314,857	385,953	424,942	
Margen de Beneficio (p)	0.04	0.09	0.13	0.16	0.16	0.21	0.29	0.35	0.39	0.38	
Margen de Crecimiento (Sostenible)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	

Tabla 71 Ratios Financieros de Rentabilidad - Laive S.A.

RATIOS DE RENTABILIDAD	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto	21.83%	22.22%	22.13%	22.01%	21.36%	21.85%	22.39%	21.66%	21.08%	21.68%
Margen Operativo	5.54%	5.30%	4.18%	4.34%	6.09%	6.31%	3.49%	4.20%	4.32%	5.91%
Margen Neto	2.51%	2.88%	1.83%	1.84%	3.40%	3.49%	1.75%	1.34%	1.87%	3.31%
ROE (Ut. Neta / Pat)	8.07%	8.89%	4.99%	5.20%	9.83%	9.79%	4.70%	3.31%	5.46%	11.05%
ROA (Ebit / Act)	9.06%	8.38%	5.53%	5.85%	9.30%	9.15%	4.29%	5.26%	5.67%	8.38%

9.4 Sector Energía

9.4.1 Electroperú S.A.

Tabla 72 Estado de Situación Patrimonial Electroperú S.A

Estado de Situación Patrimonial	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Activo operativo neto final	3,582,265	3,690,368	3,806,291	3,581,235	3,602,262	3,695,084	3,440,466	3,705,279	3,753,209	3,659,704
Pasivo total	734,333	774,370	801,822	858,756	843,277	859,182	797,506	885,333	916,958	1,191,199
Patrimonio neto	2,847,932	2,915,998	3,004,469	2,722,479	2,758,985	2,835,902	2,642,960	2,819,946	2,836,251	2,468,505

Tabla 73 Estado de Resultado Reordenado Electroperú S.A.

Estado de Resultados	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	1,046,703	1,018,654	1,081,586	1,560,216	1,593,671	1,698,397	1,726,067	1,862,224	2,293,480	2,516,718
Costo de Ventas	507,975	461,372	570,172	974,947	1,085,930	1,107,994	1,171,486	1,321,429	1,504,189	1,771,566
+ Otros ingresos operativos	22,354	40,810	23,741	26,614	41,491	13,164	190,217	7,895	160,628	20,902
Costo de ventas	507,975	461,372	570,172	974,947	1,085,930	1,107,994	1,171,486	1,321,429	1,504,189	1,771,566
Ganancia bruta	561,082	598,092	535,155	611,883	549,232	603,567	744,798	548,690	949,919	766,054
Gastos de comercialización	19,544	19,446	22,095	24,160	42,327	30,521	22,487	20,737	26,840	34,492
Gastos de administración	41,413	45,381	50,846	42,920	30,041	48,302	55,714	44,801	54,575	54,186
Ganancia operativa antes de impuestos	500,125	533,265	462,214	544,803	476,864	524,744	666,597	483,152	868,504	677,376
Impuestos	96,697	29,433	20,332	158,726	109,555	81,484	117,406	21,758	142,714	17,976
Ganancia operativa después de impuestos	403,428	503,832	441,882	386,077	367,309	443,260	549,191	461,394	725,790	659,400
Intereses financieros	2,700	205	713	1,122	2,734	2,700	1,125	1,141	2,254	14,910
Ahorro fiscal por intereses	797	60	210	331	807	797	332	337	665	4,398
Costo pasivo financiero	1,904	145	503	791	1,927	1,904	793	804	1,589	10,512
Ganancia Ordinaria	401,525	503,687	441,379	385,286	365,382	441,357	548,398	460,590	724,201	648,888
Descomposición de impuesto a las ganancias										
Impuesto a las ganancias operativo	96,697	29,433	20,332	158,726	109,555	81,484	117,406	21,758	142,714	17,976
Ahorro fiscal por intereses	797	60	210	331	807	797	332	337	665	4,398
Impuesto a las ganancias	95,901	29,373	20,122	158,395	108,748	80,688	117,074	21,421	142,049	13,578

Tabla 74 Montos y conceptos para calcular el crecimiento Sostenible Electroperú S.A

Estado de Situación Patrimonial	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Activo operativo neto final	3,582,265	3,690,368	3,806,291	3,581,235	3,602,262	3,695,084	3,440,466	3,705,279	3,753,209	3,659,704
Pasivo	734,333	774,370	801,822	858,756	843,277	859,182	797,506	885,333	916,958	1,191,199
Patrimonio neto	2,847,932	2,915,998	3,004,469	2,722,479	2,758,985	2,835,902	2,642,960	2,819,946	2,836,251	2,468,505
Dividendos	0.00	0.22	0.20	0.00	0.08	0.08	0.00	0.49	0.09	0.00
Ventas	1,046,703	1,018,654	1,081,586	1,560,216	1,593,671	1,698,397	1,726,067	1,862,224	2,293,480	2,516,718
Ganancia Ordinaria	401,525	503,687	441,379	385,286	365,382	441,357	548,398	460,590	724,201	648,888
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.38	0.49	0.41	0.25	0.23	0.26	0.32	0.25	0.32	0.26

Tabla 75 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins Electroperú S.A.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
A/S = Activo necesario para mantener ventas	3.42	3.62	3.52	2.30	2.26	2.18	1.99	1.99	1.64	1.45
p = Margen de beneficio	0.38	0.49	0.41	0.25	0.23	0.26	0.32	0.25	0.32	0.26
d = Tasa de distribución de	0.00	0.22	0.20	0.00	0.08	0.08	0.00	0.49	0.09	0.00
D/E = Relación deuda-	0.26	0.27	0.27	0.32	0.31	0.30	0.30	0.31	0.32	0.48
g* Higgins (1997)	0.16	0.16	0.13	0.16	0.14	0.17	0.26	0.09	0.30	0.36
g (tasa de crecimiento real de ventas)		-0.03	0.06	0.44	0.02	0.07	0.02	0.08	0.23	0.10

Tabla 76 Proyección de la operatividad de Electroperú S.A. mediante el modelo de Higgins

	Proyectado (16%)											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activo	4,170,216	4,854,666	5,651,453	6,579,016	7,658,819	8,915,847	10,379,189	12,082,707	14,065,820	16,374,418	19,061,922	22,190,521
Pasivo	854,858	995,164	1,158,499	1,348,641	1,569,991	1,827,671	2,127,643	2,476,849	2,883,370	3,356,612	3,907,527	4,548,863
Equity	3,315,358	3,859,502	4,492,955	5,230,376	6,088,828	7,088,176	8,251,546	9,605,858	11,182,450	13,017,805	15,154,395	17,641,658
Dividendos	0.00	0.20	0.00	0.08	0.08	0.00	0.49	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00
Ventas	1,218,496	1,418,486	1,651,300	1,922,325	2,237,832	2,605,124	3,032,698	3,530,449	4,109,896	4,784,446	5,569,708	6,483,854
Ganancia ordinaria	467,426	544,144	633,453	737,421	858,452	999,348	1,163,370	1,354,312	1,576,592	1,835,356	2,136,589	2,487,264
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38

Tabla 60 Financiamiento de la variación en el activo operativo neto

Flujos Incrementales de la compañía	Proyectados											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Destino: Flujo Operativo Adicional (variación)												
Cambio en el Activo (AON)	587,951	684,450	796,788	927,563	1,079,802	1,257,028	1,463,342	1,703,518	1,983,113	2,308,598	2,687,504	3,128,599
Origen: Flujo Adicional creado de Fuente Financiera y Patrimonio (variación)												
Cambio en el Pasivo Financiero - Deuda	120,525	140,306	163,335	190,142	221,350	257,680	299,972	349,206	406,521	473,242	550,915	641,335
Cambio en el Patrimonio - Equity	467,426	544,144	633,453	737,421	858,452	999,348	1,163,370	1,354,312	1,576,592	1,835,356	2,136,589	2,487,264
Total	587,951	684,450	796,788	927,563	1,079,802	1,257,028	1,463,342	1,703,518	1,983,113	2,308,598	2,687,504	3,128,599

Tabla 61 Demostración del margen del beneficio constante najo el modelo de crecimiento sostenible de Higgins Electroperú

	Observado	Proyectado g* = 16%									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Ventas	1,046,703	1,218,496	1,418,486	1,651,300	1,922,325	2,237,832	2,605,124	3,032,698	3,530,449	4,109,896	
Costos (considerados todos los costos)	-645,179	-514,967	-640,207	-1,174,930	-1,228,289	-1,257,041	-1,177,669	-1,401,634	-1,569,279	-1,867,830	
Margen de Contribución	401,525	703,530	778,279	476,370	694,035	980,792	1,427,455	1,631,064	1,961,170	2,242,066	
Margen de Beneficio (p)	0.38	0.58	0.55	0.29	0.36	0.44	0.55	0.54	0.56	0.55	
Margen de Crecimiento (Sostenible)	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	

Tabla 62 Ratios Financieros de Rentabilidad - Electroperu S.A.

RATIOS DE RENTABILIDAD	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto	51.47%	54.71%	47.28%	37.51%	31.86%	34.76%	32.13%	29.04%	34.41%	29.61%
Margen Operativo	49.96%	58.06%	69.45%	45.79%	44.51%	36.31%	36.16%	14.02%	32.38%	19.25%
Margen Neto	31.23%	48.44%	43.64%	18.99%	20.41%	21.27%	22.87%	22.74%	28.43%	18.89%
ROE (Ut. Neta / Pat)	11.47%	16.66%	15.48%	10.25%	11.14%	12.22%	14.14%	14.03%	21.12%	16.89%
ROA (Ebit / Act)	14.45%	15.76%	19.40%	18.93%	18.70%	15.98%	17.19%	6.62%	18.21%	12.00%

9.4.2 Luz del Sur S.A.A.

Tabla 63 Estado de Situación patrimonial de Luz del Sur S.A.A.

Estado de Situación Patrimonial	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Activo operativo neto final	3,447,476	3,831,967	4,302,892	5,236,620	5,613,686	6,034,366	7,224,678	7,737,594	8,055,804	8,162,316
Pasivo total	1,841,487	2,080,686	2,376,678	2,813,216	3,018,165	2,876,199	3,198,271	3,520,790	3,715,090	3,909,045
Patrimonio neto	1,605,989	1,751,281	1,926,214	2,423,404	2,595,521	3,158,167	4,026,407	4,216,804	4,340,714	4,253,271

Tabla 64 Estado de Resultados Reordenado de Luz del Sur S.A.A.

Estado de Resultados	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	2,166,171	2,544,555	2,937,234	3,134,378	3,005,564	3,033,229	3,194,653	3,091,701	3,361,903	3,913,693
Costo de Ventas	-1,595,442	-1,893,160	-2,202,265	-2,332,693	-2,175,451	-2,163,930	-2,207,089	-2,205,919	-2,366,839	-2,707,887
+ Otros ingresos operativos	22,673	22,550	44,716	41,811	43,834	35,721	41,194	48,783	32,372	57,024
Costo de ventas	-1,595,442	-1,893,160	-2,202,265	-2,332,693	-2,175,451	-2,163,930	-2,207,089	-2,205,919	-2,366,839	-2,707,887
Ganancia bruta	593,402	673,945	779,685	843,496	873,947	905,020	1,028,758	934,565	1,027,436	1,262,830
Gastos de comercialización	-40,758	-46,686	-50,052	-63,233	-51,423	-54,192	-60,380	-62,514	-70,057	-74,867
Gastos de administración	-66,336	-74,003	-79,865	-106,916	-90,015	-96,652	-92,348	-114,892	-104,965	-139,499
Ganancia operativa antes de impuestos	486,308	553,256	649,768	673,347	732,509	754,176	876,030	757,159	852,414	1,048,464
Impuestos	-138,159	-111,822	-168,311	-190,969	-200,277	-204,448	-237,416	-200,083	-225,565	-275,456
Ganancia operativa después de impuestos	348,149	441,434	481,457	482,378	532,232	549,728	638,614	557,076	626,849	773,008
Intereses financieros	-38,671	-44,406	-62,995	-96,927	-94,487	-88,851	-95,366	-105,485	-113,962	-126,021
Ahorro fiscal por intereses	11,408	13,100	18,584	28,593	27,874	26,211	28,133	31,118	33,619	37,176
Costo pasivo financiero	-27,263	-31,306	-44,411	-68,334	-66,613	-62,640	-67,233	-74,367	-80,343	-88,845
Ganancia Ordinaria	320,886	410,128	437,046	414,044	465,619	487,088	571,381	482,709	546,506	684,163
Descomposición de impuesto a las ganancias										
Impuesto a las ganancias operativo	-138,159	-111,822	-168,311	-190,969	-200,277	-204,448	-237,416	-200,083	-225,565	-275,456
Ahorro fiscal por intereses	11,408	13,100	18,584	28,593	27,874	26,211	28,133	31,118	33,619	37,176
Impuesto a las ganancias	-126,751	-98,722	-149,727	-162,376	-172,403	-178,237	-209,283	-168,965	-191,946	-238,280

Tabla 65 Montos y conceptos para calcular el Crecimiento Sostenible de Luz del Sur S.A.A

Estado de Situación Patrimonial	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Activo operativo neto final	3,447,476	3,831,967	4,302,892	5,236,620	5,613,686	6,034,366	7,224,678	7,737,594	8,055,804	8,162,316
Pasivo	1,841,487	2,080,686	2,376,678	2,813,216	3,018,165	2,876,199	3,198,271	3,520,790	3,715,090	3,909,045
Patrimonio neto	1,605,989	1,751,281	1,926,214	2,423,404	2,595,521	3,158,167	4,026,407	4,216,804	4,340,714	4,253,271
Dividendos	0.00	0.35	0.42	1.20	0.40	1.13	1.50	0.38	0.24	0.00
Ventas	2,166,171	2,544,555	2,937,234	3,134,378	3,005,564	3,033,229	3,194,653	3,091,701	3,361,903	3,913,693
Ganancia Ordinaria	320,886	410,128	437,046	414,044	465,619	487,088	571,381	482,709	546,506	684,163
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.15	0.16	0.15	0.13	0.15	0.16	0.18	0.16	0.16	0.17

Tabla 66 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins de Luz del Sur S.A.A

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
A/S = Activo necesario para mantener ventas	1.59	1.51	1.46	1.67	1.87	1.99	2.26	2.50	2.40	2.09
p = Margen de beneficio (P/S)	0.15	0.16	0.15	0.13	0.15	0.16	0.18	0.16	0.16	0.17
d = Tasa de distribución de dividendos (D/P)	0.00	0.35	0.42	1.20	0.40	1.13	1.50	0.38	0.24	0.00
D/E = Relación deuda-capital	1.15	1.19	1.23	1.16	1.16	0.91	0.79	0.83	0.86	0.92
g* Higgins (1997)	0.25	0.18	0.15	-0.03	0.12	-0.02	-0.07	0.08	0.11	0.19
g (tasa de crecimen		0.17	0.15	0.07	-0.04	0.01	0.05	-0.03	0.09	0.16

Tabla 67 Proyección de la operatividad de Luz del Sur S.A.A mediante el modelo de Higgins

	Proyectado											
	g* = 25%											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activo	4,308,299	5,384,067	6,728,451	8,408,523	10,508,103	13,131,941	16,410,942	20,508,700	25,629,654	32,029,293	40,026,901	50,021,484
Pasivo	2,301,300	2,875,927	3,594,037	4,491,455	5,612,957	7,014,494	8,765,989	10,954,827	13,690,211	17,108,611	21,380,574	26,719,233
Equity	2,006,999	2,508,140	3,134,414	3,917,067	4,895,146	6,117,447	7,644,953	9,553,873	11,939,443	14,920,682	18,646,326	23,302,252
Dividendos	0.00	0.42	1.20	0.40	1.13	1.50	0.38	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00
Ventas	2,707,057	3,383,000	4,227,723	5,283,372	6,602,612	8,251,262	10,311,575	12,886,341	16,104,017	20,125,137	25,150,316	31,430,266
Ganancia ordinaria	401,010	501,141	626,274	782,653	978,079	1,222,302	1,527,506	1,908,919	2,385,570	2,981,239	3,725,644	4,655,925
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15

Tabla 68 Financiamiento de la variación del activo operativo neto de Luz del Sur S.A.A.

Flujos Incrementales de la compañía	Proyectados											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Destino: Flujo Operativo Adicional (variación)												
Cambio en el Activo (AON)	860,823	1,075,768	1,344,384	1,680,072	2,099,580	2,623,838	3,279,002	4,097,758	5,120,954	6,399,639	7,997,608	9,994,584
Origen: Flujo Adicional creado de Fuente Financiera y Patrimonio (variación)												
Cambio en el Pasivo Financiero - Deuda	459,813	574,627	718,109	897,419	1,121,501	1,401,537	1,751,496	2,188,838	2,735,384	3,418,400	4,271,963	5,338,658
Cambio en el Patrimonio - Equity	401,010	501,141	626,274	782,653	978,079	1,222,302	1,527,506	1,908,919	2,385,570	2,981,239	3,725,644	4,655,925
Total	860,823	1,075,768	1,344,384	1,680,072	2,099,580	2,623,838	3,279,002	4,097,758	5,120,954	6,399,639	7,997,608	9,994,584

Tabla 69 Demostración del margen de beneficio constante bajo el modelo de Crecimiento Sostenible de Higgins de Luz del Sur. S.A.A

	Observado	Proyectado g* = 25%									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Ventas	2,166,171	2,707,057	3,383,000	4,227,723	5,283,372	6,602,612	8,251,262	10,311,575	12,886,341	16,104,017	
Costos (considerados todos los costos variable	-1,845,285	-2,134,427	-2,500,188	-2,720,334	-2,539,945	-2,546,141	-2,623,272	-2,608,992	-2,815,397	-3,229,530	
Margen de Contribución	320,886	572,629	882,811	1,507,390	2,743,427	4,056,471	5,627,990	7,702,583	10,070,944	12,874,488	
Margen de Beneficio (p)	0.15	0.21	0.26	0.36	0.52	0.61	0.68	0.75	0.78	0.80	
Margen de Crecimiento (Sostenible)	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	

Tabla 70 Ratios Financieros de Rentabilidad - Luz del Sur S.A.A.

RATIOS DE RENTABILIDAD	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Margen Bruto	26.35%	25.60%	25.02%	25.58%	27.62%	28.66%	30.91%	28.65%	29.60%	30.81%
Margen Operativo	22.04%	21.38%	21.79%	21.14%	24.13%	24.71%	27.31%	24.25%	25.10%	25.44%
Margen Neto	14.58%	15.83%	14.51%	12.67%	15.56%	17.18%	18.11%	15.18%	16.60%	15.83%
ROE (Ut. Neta / Pat)	19.64%	22.97%	22.02%	16.34%	17.88%	16.46%	14.37%	11.15%	12.86%	14.58%
ROA (Ebit / Act)	13.84%	14.19%	14.84%	12.63%	12.87%	12.40%	12.06%	9.69%	10.47%	12.19%

9.4.3 Enel Perú S.A

Tabla 71 Estado de Situación Patrimonial de Enel Perú S.A.

Estado de Situación Patrimonial	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Activo operativo neto final	3,113,354	3,521,563	3,702,120	4,148,099	4,288,729	4,440,277	4,807,895	5,246,281	5,763,496	6,132,692
Pasivo total	1,737,652	2,105,312	2,092,154	2,302,699	2,182,279	2,245,303	2,313,519	2,477,299	2,858,017	2,833,387
Patrimonio neto	1,375,702	1,416,251	1,609,966	1,845,400	2,106,450	2,194,974	2,494,376	2,768,982	2,905,479	3,299,305

Tabla 72 Estado de Resultados reordenas Enel Perú S.A.

Estado de Resultados	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	2,234,851	2,366,543	2,716,058	2,900,723	2,845,693	2,960,393	3,145,743	3,074,170	3,439,173	3,922,957
Costo de Ventas	-1,608,083	-1,729,245	-2,001,517	-2,161,610	-2,090,365	-2,209,571	-2,305,573	-2,351,323	-2,609,785	-2,965,375
+ Otros ingresos operativos	30,408	19,532	29,379	19,073	31,105	42,915	65,526	37,255	34,778	38,275
Costo de ventas	-1,608,083	-1,729,245	-2,001,517	-2,161,610	-2,090,365	-2,209,571	-2,305,573	-2,351,323	-2,609,785	-2,965,375
Ganancia bruta	657,176	656,830	743,920	758,186	786,433	793,737	905,696	760,102	864,166	995,857
Gastos de comercialización	-84,080	-89,506	-97,108	-89,278	-105,107	-112,056	-114,457	-150,045	-130,728	-82,999
Gastos de administración	-109,633	-104,267	-112,815	-110,268	-106,726	-102,483	-100,373	-113,193	-133,565	-134,215
Ganancia operativa antes de impuestos	463,463	463,057	533,997	558,640	574,600	579,198	690,866	496,864	599,873	778,643
Impuestos	-104,403	-100,611	-135,793	-163,795	-150,484	-161,034	-185,715	-134,593	-184,002	-231,481
Ganancia operativa después de impuestos	359,060	362,446	398,204	394,845	424,116	418,164	505,151	362,271	415,871	547,162
Intereses financieros	-92,562	-68,781	-93,824	-98,572	-96,728	-87,188	-94,585	-94,050	-87,798	-103,151
Ahorro fiscal por intereses	27,306	20,290	27,678	29,079	28,535	25,720	27,903	27,745	25,900	30,430
Costo pasivo financiero	-65,256	-48,491	-66,146	-69,493	-68,193	-61,468	-66,682	-66,305	-61,898	-72,721
Ganancia Ordinaria	293,804	313,955	332,058	325,352	355,923	356,696	438,469	295,966	353,973	474,441
Descomposición de impuesto a las ganancias										
Impuesto a las ganancias operativo	-104,403	-100,611	-135,793	-163,795	-150,484	-161,034	-185,715	-134,593	-184,002	-231,481
Ahorro fiscal por intereses	27,306	20,290	27,678	29,079	28,535	25,720	27,903	27,745	25,900	30,430
Impuesto a las ganancias	-77,097	-80,321	-108,115	-134,716	-121,949	-135,314	-157,812	-106,848	-158,102	-201,051

Tabla 73 Montos y Conceptos para calcular el Crecimiento Sostenible Enel Perú S.A.

Estado de Situación Patrimonial	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Activo operativo neto final	3,113,354	3,521,563	3,702,120	4,148,099	4,288,729	4,440,277	4,807,895	5,246,281	5,763,496	6,132,692
Pasivo	1,737,652	2,105,312	2,092,154	2,302,699	2,182,279	2,245,303	2,313,519	2,477,299	2,858,017	2,833,387
Patrimonio neto	1,375,702	1,416,251	1,609,966	1,845,400	2,106,450	2,194,974	2,494,376	2,768,982	2,905,479	3,299,305
Dividendos	0.00	0.41	0.39	0.59	0.65	0.59	0.66	1.00	0.36	0.65
Ventas	2,234,851	2,366,543	2,716,058	2,900,723	2,845,693	2,960,393	3,145,743	3,074,170	3,439,173	3,922,957
Ganancia Ordinaria	293,804	313,955	332,058	325,352	355,923	356,696	438,469	295,966	353,973	474,441
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.13	0.13	0.12	0.11	0.13	0.12	0.14	0.10	0.10	0.12

Tabla 74 Tasa de Crecimiento Sostenible de Higgins de Enel Perú S.A

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
A/S = Activo necesario para mantener ventas	1.39	1.49	1.36	1.43	1.51	1.50	1.53	1.71	1.68	1.56
p = Margen de beneficio (P/S)	0.13	0.13	0.12	0.11	0.13	0.12	0.14	0.10	0.10	0.12
d = Tasa de distribución de dividendos (D/P)	0.00	0.41	0.39	0.59	0.65	0.59	0.66	1.00	0.36	0.65
D/E = Relación deuda-capital	1.26	1.49	1.30	1.25	1.04	1.02	0.93	0.89	0.98	0.86
g* Higgins (1997)	0.27	0.15	0.14	0.08	0.06	0.07	0.06	0.00	0.08	0.05
g (tasa de crecimien		0.06	0.15	0.07	-0.02	0.04	0.06	-0.02	0.12	0.14

Tabla 75 Proyección de la operatividad Enel Perú S.A

	Proyectado g* = 27%											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activo	3,958,827	5,033,898	6,400,920	8,139,175	10,349,475	13,160,013	16,733,788	21,278,070	27,056,412	34,403,939	43,746,784	55,626,803
Pasivo	2,209,534	2,809,563	3,572,537	4,542,706	5,776,339	7,344,980	9,339,606	11,875,900	15,100,958	19,201,823	24,416,333	31,046,911
Equity	1,749,292	2,224,336	2,828,383	3,596,468	4,573,137	5,815,033	7,394,182	9,402,170	11,955,454	15,202,116	19,330,452	24,579,892
Dividendos	0.00	0.39	0.59	0.65	0.59	0.66	1.00	0.36	0.65	0.65	0.65	0.65
Ventas	2,841,754	3,613,470	4,594,756	5,842,523	7,429,138	9,446,618	12,011,973	15,273,983	19,421,835	24,696,092	31,402,643	39,930,447
Ganancia ordinaria	373,590	475,043	604,048	768,085	976,669	1,241,896	1,579,149	2,007,988	2,553,284	3,246,662	4,128,336	5,249,440
p (margen de beneficios como % de ventas)	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13

Tabla 76 Financiamiento de la variación en el activo operativo neto Enel Perú S.A

Flujos Incrementales de la compañía	Proyectados											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Destino: Flujo Operativo Adicional (variación)												
Cambio en el Activo (AON)	845,473	1,075,072	1,367,022	1,738,255	2,210,301	2,810,537	3,573,776	4,544,282	5,778,342	7,347,527	9,342,845	11,880,019
Origen: Flujo Adicional creado de Fuente Financiera y Patrimonio (variación)												
Cambio en el Pasivo Financiero - Deuda	471,882	600,028	762,974	970,170	1,233,632	1,568,641	1,994,627	2,536,294	3,225,058	4,100,865	5,214,509	6,630,579
Cambio en el Patrimonio - Equity	373,590	475,043	604,048	768,085	976,669	1,241,896	1,579,149	2,007,988	2,553,284	3,246,662	4,128,336	5,249,440
Total	845,473	1,075,072	1,367,022	1,738,255	2,210,301	2,810,537	3,573,776	4,544,282	5,778,342	7,347,527	9,342,845	11,880,019

Tabla 77 Demostración del margen de beneficio constante bajo el modelo de Crecimiento de Higgins en Enel Perú S.A.

	Observado	Proyectado g* = 27%								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	2,234,851	2,841,754	3,613,470	4,594,756	5,842,523	7,429,138	9,446,618	12,011,973	15,273,983	19,421,835
Costos (considerados todos los costos variables)	-1,941,047	-2,052,588	-2,384,000	-2,575,371	-2,489,770	-2,603,697	-2,707,274	-2,778,204	-3,085,200	-3,448,516
Margen de Contribución	293,804	789,167	1,229,471	2,019,385	3,352,753	4,825,441	6,739,344	9,233,769	12,188,783	15,973,319
Margen de Beneficio (p)	0.13	0.28	0.34	0.44	0.57	0.65	0.71	0.77	0.80	0.82
Margen de Crecimiento (Sostenible)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06

Tabla 78 Ratios Financieros de Rentabilidad - Enel Peru S.A.

RATIOS DE RENTABILIDAD	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Margen Bruto	28.05%	26.93%	26.31%	25.48%	26.54%	25.36%	26.71%	23.51%	24.12%	24.41%
Margen Operativo	20.40%	19.35%	19.37%	19.10%	20.08%	19.48%	21.96%	16.09%	17.39%	19.70%
Margen Neto	12.11%	12.77%	11.39%	10.65%	12.05%	11.61%	13.63%	8.87%	9.61%	12.21%
ROE (Ut. Neta / Pat)	21.59%	21.96%	20.66%	18.40%	18.05%	16.36%	17.99%	10.26%	11.91%	15.51%
ROA (Ebit / Act)	14.64%	12.99%	14.16%	13.34%	13.31%	12.90%	14.28%	9.40%	10.36%	12.56%

Tabla 79 Estado de Resultados de Cementos Pacasmayo S.A.A.

Cuenta	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Ingresos de Actividades Ordinarias	82,93,07	82,24,96	81,88,75	82,14,26	81,60,19	82,04,16	80,38,41	85,35,86	1,19,49,11	1,36,50,57
Costo de Ventas	-41,60,54	-42,22,92	-41,26,51	-46,21,31	-45,72,14	-47,32,51	-54,10,95	-55,43,17	-84,28,06	-92,94,79
Ganancia (Pérdida) Bruta	41,32,53	40,02,04	40,62,24	35,92,95	35,88,05	34,71,65	35,27,46	29,92,69	35,21,05	43,55,78
Gastos de Ventas y Distribución	-6,5,75	-7,40,3	-7,2,28	-7,9,40	-8,5,38	-8,2,04	-6,7,74	-6,7,42	-9,0,30	-11,4,16
Gastos de Administración	-15,40,15	-14,73,90	-14,28,73	-15,72,90	-15,72,90	-14,45,55	-14,5,401	-13,24,84	-16,3,9,26	-18,9,6,65
Otros Ingresos Operativos	15,9,97	11,1,13	15,1,39	9,4,64	4,3,88	4,2,15	12,6,78	1,3,3,19	1,3,7,05	6,8,82
Otros Gastos Operativos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Ganancias (Pérdidas)	0	105,37	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Operativa	26,8,6,60	26,7,0,61	27,1,2,62	20,3,5,29	19,6,9,11	19,6,5,21	21,3,3,40	17,3,3,62	19,2,8,54	24,1,3,79
Ganancia (Pérdida) de la Baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado				0	0	0	0	0	0	0
Ingresos Financieros	30,5,74	15,4,73	6,7,87	2,7,10	4,7,51	4,0,61	1,6,09	7,9,44	2,4,27	1,4,72
Ingresos por Intereses calculados usando el Método de Interés Efectivo				0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	-3,6,1,24	-3,0,5,39	-3,6,3,46	-7,5,4,22	-7,3,7,84	-12,1,8,90	-7,8,4,06	-8,7,8,53	-9,0,5,17	-9,5,7,10
Ganancia (Pérdida) por Deterioro de Valor (Pérdidas Crediticias Esperadas o Reversiones)				0	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos (Gastos) de las Subsidiarias, Asociadas y Negocios Conjuntos	0	20,7,85	3,2,5,21	4,7,3,30	-8,5,27	2,8,6,07	3,8,5,36	-3,2,4,6	8,5,4,21	7,9,4,41
Diferencia de Cambio Neto	-4,8,3,42	-1,4,6,12	12,3,7,0	-1,2,9,4	-1,8,4,7	-7,3,5,3	3,8,3	-5,2,6,0	-5,2,8,5	-1,2,6,9
Ganancia (Pérdida) por Reclasificación de Activos Financieros a Valor Razonable con cambios en Resultados antes medidos al Costo Amortizado	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Acumulada en Otro Resultado Integral por Activos Financieros medidos a Valor Razonable reclasificados como cambios en Resultados				0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) por Cobertura de un Grupo de Partidas con posiciones de Riesgo Compensatorias				0	0	0	0	0	0	0
Diferencia entre el Importe en Libros de los Activos Distribuidos y el Importe en Libros del Dividendo a Pagar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	21,4,7,68	25,8,1,68	28,6,5,94	17,6,8,53	11,7,5,04	10,2,0,46	17,5,4,71	8,4,9,50	18,4,9,00	22,5,3,13
Ingreso (Gasto) por Impuestos	-6,6,1,25	-6,5,3,41	-7,1,0,62	-5,4,3,72	-2,2,8,71	-2,5,3,47	-4,3,4,24	-2,7,0,56	-3,1,7,30	-4,8,4,85
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas	14,6,1,43	19,2,8,27	21,5,5,32	12,2,4,81	9,4,6,33	7,6,6,99	13,2,0,47	5,7,8,94	15,3,1,70	17,6,8,28
Ganancia (Pérdida) pro cedente de Operaciones Discontinuas, neta de impuestos	0	0	0	-63,07	-8,51	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	14,6,1,43	19,2,8,27	21,5,5,32	11,6,1,74	9,3,7,82	7,6,6,99	13,2,0,47	5,7,8,94	15,3,1,70	17,6,8,28

Tabla 80 Estado de Resultados de UNACEM S.A.A²

Cuenta	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Ingresos de Actividades Ordinarias	1,775,193	1,882,982	1,949,355	1,865,100	1,862,651	1,968,994	1,985,111	1,698,958	2,429,187	534,612
Costo de Ventas	1,011,756	1,052,473	1,109,774	1,083,335	1,140,441	1,222,177	1,311,718	1,234,908	1,565,175	0
Ganancia (Pérdida) Bruta	763,437	830,509	839,581	781,765	722,210	746,817	673,393	464,050	864,012	534,612
Gastos de Ventas y Distribución	89,889	106,098	93,629	96,859	57,472	66,852	78,369	55,841	65,616	0
Gastos de Administración	-158,536	175,645	154,422	197,299	-206,343	-189,492	157,157	-131,382	176,156	57,479
Otros Ingresos Operativos	32,866	55,883	181,364	256,913	303,538	163,746	206,433	60,020	164,194	13,380
Otros Gastos Operativos	24,982	-13,260	-21,784	-30,121	-52,620	37,455	-20,093	-75,806	-43,703	-6,055
Otras Ganancias (Pérdidas)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Operativa	522,896	591,389	751,110	714,399	709,313	616,764	624,207	261,041	742,731	484,458
Ganancia (Pérdida) de la Baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado			0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos Financieros	7,638	3,610	9,399	2,550	3,953	14,285	20,536	4,077	3,055	2,158
Ingresos por Intereses calculados usando el Método de Interés Efectivo			0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	90,835	153,060	230,179	228,356	225,595	-246,900	197,294	-163,417	159,271	53,915
Ganancia (Pérdida) por Deterioro de Valor (Pérdidas Crediticias Esperadas o Reversiones)			0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos (Gastos) de las Subsidiarias, Asociadas y Negocios Conjuntos			0	0	0	0	0	0	0	0
Diferencias de Cambio Neto	-138,260	122,393	379,372	17,639	88,042	-60,449	18,973	-49,656	48,270	-2,283
Ganancias (Pérdidas) por Redefinición de Activos Financieros a Valor Razonable con cambios en Resultados antes medidos al Costo Amortizado			0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Acumulada en Otro Resultado Integral por Activos Financieros medidos a Valor Razonable reclasificados como cambios en Resultados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancias (Pérdidas) por Cobertura de un Grupo de Partidos con posiciones de Riesgo Compensadoras	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diferencia entre el importe en Libros de los Activos Distribuidos y el importe en Libros del Dividendo a pagar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	301,439	319,546	150,918	470,954	575,713	323,700	466,322	52,045	538,245	430,418
Ingreso (Gasto) por Impuesto	96,697	-29,433	-20,332	-158,726	-109,535	-81,484	-117,406	-21,758	-142,714	-17,976
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas	204,742	290,113	130,586	312,228	466,178	242,216	348,916	30,287	395,531	412,442
Ganancia (Pérdida) procedente de Operaciones Discontinuas, neta de Impuesto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	204,742	290,113	130,586	312,228	466,178	242,216	348,916	30,287	395,531	412,442

² El 14 de diciembre de 2021, la Junta General de Accionistas de UNACEM S.A.A. (ahora UNACEM Corp) aprobó una reorganización que comenzó a regir el 1 de enero de 2022. Este plan de reorganización incluyó la separación de tres bloques patrimoniales, que fueron transferidos a tres subsidiarias completamente controladas por la empresa, sin modificar el capital social ni la estructura de control. Las subsidiarias son UNACEM Perú S.A., Minera Adelaida S.A. e Inversiones Nacionales y Multinacionales Andinas S.A. (INMA).

UNACEM Perú S.A. se dedicará a la producción y venta de clinker y cemento, tanto en el mercado local como en el internacional. Todos los activos y pasivos relacionados con la industria del cemento, incluyendo la planta de producción, el terminal portuario, las operaciones mineras, así como las centrales hidroeléctricas y la planta térmica, fueron transferidos a UNACEM Perú S.A.

La información financiera de UNACEM Perú S.A. no es de libre acceso.

Tabla 81 Estado de Resultados de YURA S.A.

Cuenta	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Ingresos de Actividades Ordinarias	981,652	1,005,184	942,340	1,001,433	995,434	990,507	998,719	799,530	1,165,101	1,339,242
Costo de Ventas	-474,863	-481,481	-438,935	-451,106	-508,308	-544,377	-525,818	-448,383	-664,624	-853,772
 Ganancia (Pérdida) Bruta	506,789	523,703	503,305	550,327	487,086	446,130	472,901	351,147	500,477	485,470
Gastos de Ventas y Distribución	-58,990	-73,852	-61,702	-74,426	-47,854	-39,386	-32,918	-28,378	-39,858	-44,208
Gastos de Administración	-74,646	-76,979	-67,906	-87,815	-85,273	-76,513	-77,415	-66,338	-85,075	-88,786
Otros Ingresos Operativos	18,340	13,241	10,936	19,433	13,609	28,003	36,543	10,604	12,785	10,370
Otros Gastos Operativos	0	0	0	0	-691	0	0	0	-3,084	-26,059
Otras Ganancias (Pérdidas)	0	0	0	0	0	59,843	0	0	0	0
 Ganancia (Pérdida) Operativa	391,494	386,113	384,633	407,519	366,827	418,077	399,111	267,035	385,245	336,787
Ganancia (Pérdida) de la Baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado			0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos Financieros	6,594	3,453	1,807	5,978	5,518	3,716	7,699	5,142	2,993	3,330
Ingresos por Intereses calculados usando el Método de Interés Efectivo			0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	-32,645	-43,802	-19,603	-136,533	-119,634	-107,777	-97,826	-70,557	-66,622	-87,259
Ganancia (Pérdida) por Deterioro de Valor (Pérdidas Crediticias Esperadas o Reversiones)			0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos (Gastos) de las Subsidiarias, Asociadas y Negocios Conjuntos	0	0	0	0	26,196	0	0	4,013	0	0
Diferencia de Cambio Neto	-23,036	-912	-10,191	5,188	115	515	-100	-2,547	15,195	-20,165
Ganancias (Pérdidas) por Reclasificación de Activos Financieros a Valor Razonable con cambios en Resultados antes medidos al Costo Amortizado	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Acumulada en Otro Resultado Integral por Activos Financieros medidos a Valor Razonable reclassificados como cambios en Resultados			0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancias (Pérdidas) por Cobertura de un Grupo de Partidas con posiciones de Riesgo Compensadas			0	0	0	0	0	0	0	0
Diferencia entre el importe en Libros de los Activos Distribuidos, y el importe en Libros del Dividendo a pagar	0	0	0	0	0	0	0	0	31,300	0
 Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	342,427	344,852	256,646	282,152	279,022	314,531	308,875	208,086	368,111	232,693
Ingreso (Gasto) por Impuesto	-99,284	-101,470	-72,297	-83,333	-88,240	-80,627	-98,277	-96,935	-101,275	-74,751
 Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas	243,143	243,382	184,349	198,819	190,782	233,904	210,598	146,151	266,836	157,942
Ganancia (Pérdida) procedente de Operaciones Discontinuas, neta de Impuesto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
 Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	243,143	243,382	184,349	198,819	190,782	233,904	210,598	146,151	266,836	157,942

Tabla 82 Estado de Resultados de Gloria S.A.

Cuenta	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Ingresos de Actividades Ordinarias	3,036,935	3,347,445	3,519,782	3,534,533	3,353,751	3,507,055	3,425,308	3,818,774	3,771,447	3,940,811
Costo de Ventas	-2,242,352	-2,578,997	-2,713,928	-2,631,358	-2,593,067	-2,813,716	-2,785,280	-2,879,305	-3,064,450	-3,273,204
Ganancia (Pérdida) Bruta	794,583	768,448	805,854	903,175	760,684	693,339	640,048	739,469	706,997	667,607
Gastos de Ventas y Distribución	-247,649	-294,396	-321,008	-399,547	-287,500	-295,645	-279,685	-242,776	-277,052	-294,026
Gastos de Administración	-147,531	-134,442	-138,298	-140,299	-162,775	-132,812	-133,611	-150,825	-159,028	-145,817
Otros Ingresos Operativos	19,660	43,106	25,640	29,666	23,823	19,751	28,613	32,069	59,767	46,541
Otros Gastos Operativos	0	0	0	0	0	0	0	0	-1,838	-1,090
Otras Ganancias (Pérdidas)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Operativa	419,063	382,716	372,168	392,995	334,232	284,833	255,365	377,937	329,046	273,215
Ganancia (Pérdida) de la Baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos Financieros	5,194	1,576	2,412	4,669	23,923	4,654	9,493	9,756	8,211	29,168
Ingresos por Intereses calculado usando el Método de Interés Efectivo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	-32,276	-36,610	-59,462	-68,401	-55,454	-48,813	-50,359	-31,282	-22,588	-70,948
Ganancia (Pérdida) por Deterioro de Valor (Pérdidas Crediticias Esperadas o Reversas)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1,881
Otros Ingresos (Gastos) de las Subsidiarias, Asociadas y Negocios Conjuntos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diferencias de Cambio Neto	-23,303	1,346	-741	2,241	2,156	673	-201	874	15,316	-15,331
Ganancias (Pérdidas) por Reclasificación de Activos Financieros a Valor Razonable	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Acumulada en Otro Resultado Integral por Activos Financieros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancias (Pérdidas) por Cobertura de un Grupo de Partidas con posiciones de Riesgo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diferencia entre el Importe en Libros de los Activos Distribuidos y el Importe en Libros de los Activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	388,678	349,028	314,377	331,504	304,857	241,347	214,298	357,285	329,985	214,223
Ingreso (Gasto) por Impuesto	-117,713	-104,125	-100,363	-115,446	-87,602	-80,641	-87,781	-113,545	-103,687	-87,090
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas	250,965	244,903	214,014	216,058	207,355	160,706	146,517	243,740	226,298	147,133
Ganancia (Pérdida) procedente de Operaciones Discontinuas, neta de Impuestos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	250,965	244,903	214,014	216,058	207,355	160,706	146,517	243,740	226,298	147,133

Tabla 83 Estado de Resultados de Alicorp S.A.A.

Cuenta	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Ingresos de Actividades Ordinarias	3,853,298	3,926,549	3,913,678	4,040,731	4,062,467	4,354,489	4,687,530	5,273,500	6,459,002	7,319,192
Costo de Ventas	-2,852,471	-2,864,767	-2,826,731	-2,783,686	-2,934,963	-3,139,362	-3,356,660	-3,951,848	-5,215,217	-5,979,200
Ganancia (Pérdida) Bruta	1,000,827	1,041,782	1,086,947	1,257,045	1,127,504	1,215,127	1,326,870	1,321,652	1,243,785	1,339,992
Gastos de Ventas y Distribución	-438,354	-524,385	-596,447	-621,803	-371,090	-389,273	-417,434	-505,649	-521,669	-529,090
Gastos de Administración	-173,424	-207,552	-211,667	-245,460	-293,675	-353,067	-387,455	-445,117	-496,620	-496,431
Otros Ingresos Operativos	17,698	3,809	33,175	60,558	44,226	53,473	40,546	50,158	74,090	72,275
Otros Gastos Operativos	0	0	-10,669	-36,266	-26,302	-22,847	-6,302	-19,624	-32,177	-41,668
Otras Ganancias (Pérdidas)	-3,513	-171,926	-8,631	-413	1,506	3,679	-7,233	155	-4,600	-360
Ganancia (Pérdida) Operativa	403,234	141,726	290,668	413,661	461,993	507,092	550,994	401,575	262,809	344,718
Ganancia (Pérdida) de la Baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos Financieros	2,994	4,423	50,568	8,764	40,755	37,734	27,054	18,646	7,904	16,319
Ingresos por Intereses calculados usando el Método de Interés Efectivo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	-80,505	-120,513	-259,065	-105,483	-102,272	-136,943	-256,642	-242,926	-237,896	-307,004
Ganancia (Pérdida) por Deterioro de Valor (Pérdidas Crediticias Esperadas o Reversas)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos (Gastos) de las Subsidiarias, Asociadas y Negocios Conjuntos	119,676	60,244	110,266	104,305	154,894	174,061	245,021	213,116	-27,719	529,264
Diferencias de Cambio Neto	-117,019	-57,603	-13,339	-12,700	-7,783	-12,401	15,467	-326	-11,746	-6,465
Ganancias (Pérdidas) por Reclasificación de Activos Financieros a Valor Razonable	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Acumulada en Otro Resultado Integral por Activos Financieros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancias (Pérdidas) por Cobertura de un Grupo de Partidas con posiciones de Riesgo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diferencia entre el Importe en Libros de los Activos Distribuidos y el Importe en Libros de los Activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	328,362	28,277	179,338	408,547	567,587	569,543	581,894	390,065	-6,650	574,832
Ingreso (Gasto) por Impuesto	-73,894	-17,524	-25,750	-106,056	-117,666	-126,662	-105,666	-62,692	-23,024	-23,176
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas	254,468	10,753	153,588	302,491	449,921	442,881	476,228	327,393	-29,674	551,656
Ganancia (Pérdida) procedente de Operaciones Discontinuas, neta de Impuestos	63,419	-332	0	0	0	0	0	0	-4,316	-27,513
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	317,907	10,421	153,588	302,491	449,921	442,881	476,228	327,393	-33,990	524,143

Tabla 84 Estado de Resultados de Laive S.A.

Cuenta	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Ingresos de Actividades Ordinarias	453,279	472,346	495,043	528,124	588,774	612,275	598,871	615,132	646,137	715,146
Costo de Ventas	-354,307	-367,395	-385,508	-410,306	-461,436	-478,466	-464,647	-481,880	-509,903	-560,112
Ganancia (Pérdida) Bruta	98,972	104,951	109,535	115,818	125,338	133,809	134,024	133,252	136,234	155,034
Gastos de Ventas y Distribución	-68,139	-63,964	-71,488	-72,771	-84,413	-86,947	-80,815	-70,809	-69,500	-75,603
Gastos de Administración	-17,877	-18,026	-19,253	-22,831	-25,791	-28,825	-30,308	-31,560	-31,273	-33,019
Otros Ingresos Operativos	2,397	2,148	2,411	4,464	2,048	2,196	1,375	2,549	5,422	5,222
Otros Gastos Operativos	-430	-73	-488	-1,822	-1,460	-1,894	-3,575	-7,627	-12,987	-9,446
Otras Ganancias (Pérdidas)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Operativa	25,123	25,036	20,717	22,858	35,722	38,839	20,901	25,805	27,896	42,288
Ganancia (Pérdida) de la Baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos Financieros	551	897	1,166	1,419	1,443	1,200	1,240	1,199	955	1,544
Ingresos por Intereses calculados usando el Método de Interés Efectivo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	-5,127	-5,621	-6,692	-8,746	-8,782	-8,821	-8,200	-8,987	-7,005	-10,083
Ganancia (Pérdida) por Deterioro de Valor (Pérdidas Crediticias Esperadas o Reversiones)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos (Gastos) de las Subsidiarias, Asociadas y Negocios Conjuntos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diferencias de Cambio Neto	-3,779	-1,731	-3,175	86	601	-1,256	1,030	-5,094	-3,715	1,171
Ganancias (Pérdidas) por Reclasificación de Activos Financieros a Valor Razonable	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Acumulada en Otro Resultado Integral por Activos Financieros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancias (Pérdidas) por Cobertura de un Grupo de Partidas con posiciones de Flujo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diferencia entre el Importe en Libros de los Activos Distribuidos y el Importe en Libros de los Activos Distribuidos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	16,788	18,581	12,016	15,617	29,004	31,762	14,971	12,923	18,131	34,920
Ingreso (Gasto) por Impuesto	-5,381	-5,000	-2,961	-5,941	-9,054	-10,384	-4,513	-4,888	-6,064	-11,244
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas	11,387	13,581	9,055	9,676	19,950	21,378	10,458	8,237	12,067	23,676
Ganancia (Pérdida) procedente de Operaciones Discontinuas, neta de Impuestos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	11,387	13,581	9,055	9,676	19,950	21,378	10,458	8,237	12,067	23,676

Tabla 85 Estado de Resultados Electropere S.A

Cuenta	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos de Actividades Ordinarias	1,046,703	1,018,654	1,081,586	1,560,216	1,593,671	1,698,397	1,726,067	1,862,224	2,293,480	2,516,718
Costo de Ventas	-507,975	-461,372	-570,172	-674,947	-1,085,930	-1,107,994	-1,171,486	-1,321,429	-1,504,189	-1,771,566
Ganancia (Pérdida) Bruta	538,728	557,282	511,414	585,269	507,741	590,403	554,581	540,795	789,291	745,152
Gastos de Ventas y Distribución	-19,544	-19,446	-22,095	-24,160	-42,327	-30,521	-22,487	-20,737	-26,840	-34,492
Gastos de Administración	-41,413	-45,381	-50,846	-42,920	-30,041	-48,302	-55,714	-44,801	-54,575	-54,186
Otros Ingresos Operativos	22,354	40,810	23,741	26,614	41,491	13,164	190,217	7,895	160,628	20,902
Otros Gastos Operativos	-37,835	-16,588	-11,179	-33,193	-20,975	-46,078	-157,499	-17,956	-35,558	-52,568
Otras Ganancias (Pérdidas)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Operativa	522,806	591,389	751,110	714,399	709,313	616,764	624,207	261,041	742,731	484,458
Financieros medidos al Costo Amortizado	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos Financieros	19,399	26,992	38,163	17,397	33,646	36,352	51,286	105,363	40,355	64,697
Ingresos por Intereses calculados usando el Método de Interés Efectivo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	-2,700	-205	-713	-1,122	-2,734	-2,700	-1,125	-1,141	-2,254	-14,910
Ganancia (Pérdida) por Deterioro de Valor (Pérdidas Crediticias Esperadas o Reversiones)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos (Gastos) de las Subsidiarias, Asociadas y Negocios Conjuntos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diferencias de Cambio Neto	1,269	15,082	55,626	-13,896	-19,970	1,838	1,305	3,641	40,952	-21,403
Activos Financieros a Valor Razonable con cambios en Resultados antes medidos al Costo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Integral por Activos Financieros medidos a Valor Razonable reclassificados	0	0	0	526	-6613	0	0	0	0	0
Ganancias (Pérdidas) por Cobertura de un Grupo de Partidas con posiciones de Riesgo Compensatorias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diferencia entre el Importe en Libros de los Activos Distribuidos y el Importe en Libros del Dividendo a pagar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	480,258	558,546	544,111	514,515	460,218	514,156	560,564	573,059	911,999	653,192
Ingreso (Gasto) por Impuesto	-96,697	-29,433	-20,332	-158,726	-109,555	-81,484	-117,406	-21,758	-142,714	-17,976
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas	204,742	290,113	130,586	312,228	466,158	242,216	348,916	30,287	395,531	412,442
Ganancia (Pérdida) procedente de Operaciones Discontinuas, neta de Impuestos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	326,847	493,391	471,967	296,543	325,229	361,247	394,787	423,542	651,954	475,304

Tabla 86 Estado de Resultados de Luz del Sur S.A.A.

Cuenta	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos de Actividades Ordinarias	2166171	2544555	2937234	3134378	3005564	3033229	3204653	3091701	3362003	3,913,693
Costo de Ventas	-1595442	-1893160	-2202265	-2332693	-2175451	-2163930	-2207089	-2205919	-2366839	-2,707,887
 Ganancia (Pérdida) Bruta	570729	651395	734969	801685	830113	869299	987564	885782	995064	1,205,806
Gastos de Ventas y Distribución	-40758	-46686	-50052	-63233	-51423	-54192	-60380	-62514	-70057	-74,867
Gastos de Administración	-66336	-74003	-79865	-106916	-90015	-96652	-92348	-114892	-104065	-139,499
Otros Ingresos Operativos	22673	22550	44716	41811	43834	35721	41194	48783	32372	57,024
Otros Gastos Operativos	-8910	-9275	-9673	-10834	-7377	-4799	-3592	-7471	-8511	-52,638
Otras Ganancias (Pérdidas)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
 Ganancia (Pérdida) Operativa	477398	543981	640095	662513	725132	749377	872438	749688	843903	995,826
Ganancia (Pérdida) de la Baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos Financieros	15287	15116	17459	22491	37311	65149	38743	25204	53570	25,236
el Método de Interés Efectivo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	-38671	-44406	-62995	-96927	-94487	-88851	-95366	-105485	-113062	-126,021
(Pérdidas Crediticias Esperadas)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Subsidiarias, Asociadas y Negocios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diferencias de Cambio Neto de Activos Financieros a Valor Razonable	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Integral por Activos Financieros medidos a Valor Razonable reclasificados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) por cobertura de un Grupo de Pérdidas con posiciones de Riesgo Compensadoras	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diferencia entre el Importe en Libros de los Activos Distribuidos y el Importe en Libros del Dividendo a pagar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
 Ganancia (Pérdida) antes de impuestos	454014	514691	594559	588077	667956	725675	815815	680407	783511	895,041
Ingreso (Gasto) por Impuesto	-138,159	-111,822	-168311	-190969	-200277	-204448	-237416	-200083	-225665	-275,466
 Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas	315,855	402,869	426,248	397,108	467,679	521,227	578,399	480,324	557,946	619,585
Ganancia (Pérdida) procedente de Operaciones Discontinuas, neta de impuesto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
 Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	315,855	402,869	426,248	397,108	467,679	521,227	578,399	480,324	557,946	619,585

Tabla 87 Estado de Resultados de Enel Perú S.A.

Cuenta	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos de Actividades Ordinarias	2234851	2366543	2716098	2900723	2845693	2960393	3145743	3074170	3439173	3,922,957
Gasto de Ventas	-1608083	-1729245	-2001517	-2169610	-2090365	-2209571	-2305573	-2351323	-2609785	-2,965,375
Ganancia (Pérdida) Bruta	626768	637298	714541	739113	755328	750822	840170	722847	829388	957,582
Gastos de Ventas y Distribución	-84080	-89506	-97108	-89278	-105107	-112056	-114457	-150045	-130728	-82,999
Gastos de Administración	-109633	-104267	-112815	-110268	-106726	-102483	-100873	-113198	-133565	-134,215
Otros Ingresos Operativos	30408	89532	29370	19073	31105	42915	65526	37295	34778	38,275
Otros Gastos Operativos	-7955	-5116	-7938	-4505	-3087	-2478	0	-2201	-1700	-5,820
Otras Ganancias (Pérdidas)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Operativa	455908	457941	526090	554135	571513	576720	690866	404663	598173	772,823
Activos Financieros medidos al Costo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos Financieros	13670	34981	16286	15832	17304	15578	34815	13189	18071	29,509
Calculado el Método de Intérns Efectivo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	-92962	-68781	-93824	-98572	-96728	-87388	-94685	-94090	-87798	-103,151
Incremento (decreto) por disminución de Valor (Pérdidas Crediticias Esperadas sobre ingresos financieros)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Subsidiarias, Asociadas y Negocios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diferencias de Cambio Neto	-1915	-1292	-3408	1205	1168	-256	3471	-6652	-13902	11,343
Reclasificación de Activos Financieros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otro Resultado Integral por Activos Financieros medidos a Valor	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancias (Pérdidas) por Cobertura de un Grupo de Partidas con posiciones de Riesgo Compensadoras	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diferencia entre el Importe en Libros de los Activos Distribuidos y el Importe en Libros del Dividendo a pagar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	455908	457941	445188	472600	493257	504854	694567	407150	514544	710,524
Ingreso (Gasto) por Impuesto	-104,403	-100,611	-135798	-163795	-190484	-161084	-185715	-134598	-184002	-231,481
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas	270,698	302,238	309325	308805	342773	343820	428852	272557	330542	479,043
Ganancia (Pérdida) procedente de Operaciones Discontinuas, neta de Impuesto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	270,698	302,238	309325	308805	342773	343820	428852	272557	330542	479,043

Bibliografía

- Arbache, J. (21 de marzo de 2019). Obtenido de CAF Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe:
<https://www.caf.com/es/conocimiento/visiones/2019/03/crecimiento-sostenible-o-sostenido/>
- Arellano, F., & Higgins, D. (2007). The Sustainable Growth Rate And The Short-Run. *Financial Decisions*, Artículo 3.
- Bonmatí Martínez, J. (2011). El valor de una empresa y la creación de valor en esa empresa. *Opinión. Asociación Profesional de Expertos Contables y Tributarios de España AECE*, 10-12.
- Boschi, V. F. (Mayo de 2020). Análisis financiero de corto plazo en PYMES argentinas en contextos adversos. Argentina. Obtenido de
<https://riu.austral.edu.ar/bitstream/handle/123456789/1834/Boschi%2C%20V%20%20Fernando%202020.pdf?sequence=1&isAllowed=1>
- Burger, J., & Hamman, W. (1999). The relationship between the accounting sustainable growth rate and the cash flow sustainable growth. *South African Journal of Business Management*, 30(4), 101-109.
- Canals Margalef, J. (2000). *La Gestion del Crecimiento de La Empresa*. Madrid: MC Graw Hill.
- Cortés, J. G. (2021). Estrategia financiera, teorías y modelos. *Mercados y Negocios: Revista de Investigación y y Análisis*, 97-112.
- Dosi, G. (2019). Endogenous growth and global divergence in a multi-country agent-based model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 101, 101-129.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 141-206.
- Fernández Álvarez, A. I., García Rodríguez, R., & Ventura Victoria, J. (1988). Análisis del crecimiento sostenible por los distintos sectores empresariales. *Documentos de trabajo (Universidad de Oviedo. Facultad de Ciencias Económicas)*.
- Ficco, C. R., & Sader, G. (2011). Actividades y creación de valor. Resultados de un estudio en pequeñas y medianas empresas regionales. *Gestión Joven*(7), 2-18.

- García Muñiz, L. H. (Febrero de 2011). Evidencia Empírica de la Evaluación del Modelo de crecimiento sostenible de Higgins en Empresas Mexicanas durante el periodo 1998-2008. *Tesis para obtener el grado de Maestro en Ciencias Económicas*. México D.F., México.
- Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, M. d. (2014). *Metología de la Investigación* (Sexta ed.). México D.F.: McGRAW-HILL.
- Higgins, R. C. (1977). How Much Growth Can a Firm Afford? *Financial Management*, 6(3), 7-16.
- Higgins, R. C. (2012). *Analysis for Financial Management* (Décima ed.). New York: McGraw-Hill.
- Lockwood, L., & Prombutr, W. (2010). Sustainable Growth and Stock Returns. *Journal of Financial Research*, 33(4), 519-538.
- Platt, H. D., Platt, M. B., & Chen, G. (1995). Sustainable growth rate of firms in financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 147-151.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating Shared Value. How to reinvent capitalism—and unleash a wave of innovation and growth. *Harvard Business Review*.
- Rahim, N., Nor, F. M., Ramli, N. A., & Marzuki, A. (2021). Sustainable Growth Rate for Malaysian Public-Listed Shariah-Compliant Companies: Does Financing. *INTERNATIONAL ISLAMIC ECONOMIC SYSTEM CONFERENCE*, 297-315.
- Salina, P. G. (Junio de 2021). El crecimiento sostenible a corto y largo plazo: Modelo de crecimiento sostenible de Higgins. Buenos Aires, Argentina. Obtenido de http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tpos/1502-2448_SalinaPG.pdf
- Saravia Rios, J. (2010). El problema del crecimiento sostenible ¿cómo crecer sin destruirse? *Revista Escuela de Administración de Negocios*, 136-147.
- Schmidt, M. A., & Milanesi, G. (2018). El modelo de crecimiento sostenible de Higgins para corto y largo plazo: Un análisis comparativo a través del estudio de un caso. *38 Jornadas Nacionales de Administración Financiera*, 510-528.
- Van Horne, J. C., & Wachowitz Jr., J. M. (2009). *Fundamentals of financial Management* (Treceava ed.). Reino Unido: Pearson Education, Inc.
- Vasiliou, D., & Karkazis, J. (2002). The sustainable growth model in banking: An application to the national bank of Greece. *Managerial Finance*, 28(5), 20-26.

Viscarri Colomer, J. (2011). Modelo de creación de valor para el cliente. *Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática. "Memoria del XVI Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática"*, 1-17. México D.F., México.