



**“VALORACIÓN DE GLORIA S.A.”**

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

**Presentado por**

**Sra. Betsy Harumi Valdivia Yancul  
Sr. Danny Francisco Villanueva Labán  
Sr. Oscar Edmundo Zuñiga Cullcush**

**Asesor: Profesor Alfredo Aguilar Córdova**

**2018**

Dedicamos el presente trabajo a nuestras familias por su apoyo incondicional en esta etapa de nuestras vidas.

Agradecemos a todos los profesores que nos enseñaron durante la Maestría y que nos apoyaron en la elaboración de la presente tesis; en especial, al profesor Alfredo Aguilar, por su orientación, asesoramiento y dedicación.

## Resumen ejecutivo

El presente trabajo de investigación tiene por objetivo valorizar la empresa Gloria S.A. (en adelante Gloria o la compañía), estimando un valor por acción a diciembre de 2016. Gloria tiene 76 años participando en el sector lácteo peruano, el que lidera con más del 70% de participación de mercado, compitiendo con otras empresas como Laive, Nestlé, y pequeños productores artesanales, quienes complementan la oferta nacional.

Como parte de su portafolio la compañía ofrece diversos productos como jugos, refrescos, panetón entre otros, y presenta un crecimiento en las ventas de 7,85% anual en los últimos 10 años; sin embargo, en el 2016 el crecimiento fue significativa inferior, 0,42%, debido a la madurez del sector, el bajo crecimiento de la economía y cambios en las preferencias de los consumidores. Dado lo anterior, han realizado altas inversiones en maquinaria y equipo que le han permitido optimizar sus procesos, incrementar su producción y diversificar su portafolio de productos.

Para realizar la presente valoración se han considerado dos tipos de fuentes de información: las primarias, basadas en los estados financieros auditados de la compañía del periodo 2003-2016, el estado financiero no auditado del primer semestre del 2017 y las memorias anuales del periodo 2002-2016; y las secundarias, basadas en informes de clasificación de riesgo de Class & Asociados, Apoyo & Asociados, Bloomberg, entre otros. Producto de esta investigación, no se encontraron evidencias públicas de valoraciones de Gloria realizadas por boutiques financieras u otras entidades. Cabe mencionar que los funcionarios de Gloria no accedieron a las entrevistas solicitadas por los autores de este trabajo, por lo que no fue posible ajustar algunos supuestos utilizados en este modelo.

Para determinar el número total de acciones homologadas en acciones comunes y el valor de la acción común y de inversión, se calculó una prima por derecho político entre ambas acciones. Este cálculo se determinó con el valor promedio del mercado bursátil industrial local.

Se utilizó el método de flujo de caja descontado (DCF) para valorizar a Gloria y se obtuvo un valor por acción de S/ 5,86; 13,82% inferior al precio de la acción al cierre del 2016 de S/ 6,80. Adicionalmente, se utilizó el método de múltiplos comparables (EV/Ventas) cuyo resultado fue de S/ 6,29, 7,50% inferior al precio de cierre del 2016. El caso Pura Vida ha tenido un efecto negativo en la imagen de la compañía y, acompañado del bajo crecimiento en las ventas de leche evaporada (principal línea de productos de la compañía), se espera un menor margen en los años

2017 y 2018. Sin embargo, dado que Gloria continúa siendo líder en el mercado local lácteo, se espera que la compañía continúe su crecimiento incrementando su cartera de productos. Por esta razón, pese a que el valor de la acción proyectado es inferior al precio de cierre del 2016 de S/ 6,80 soles, se recomienda mantener la acción

Finalmente, se realizó un análisis de sensibilidad que consideró las variables más relevantes para la compañía como el costo de la leche en polvo, el costo de la hojalata, el tipo de cambio, la tasa de crecimiento a perpetuidad, los días de rotación de cuentas por cobrar, la inversión en maquinaria y equipo, y el efecto del beta en el costo promedio ponderado de capital (en inglés Weighted Average Cost of Capital o WACC); tal como se puede observar en el capítulo VIII: Análisis de riesgos.

## Índice

<b>Índice de tablas</b> .....	ix
<b>Índice de gráficos</b> .....	x
<b>Índice de anexos</b> .....	xi
<b>Resumen ejecutivo</b> .....	iv
<b>Capítulo I. Introducción</b> .....	1
<b>Capítulo II. Descripción de la empresa</b> .....	2
1. La empresa.....	2
2. Líneas del negocio .....	2
2.1 Lácteos.....	2
2.2 Derivados lácteos.....	2
2.3 Mercaderías diversas .....	3
3. Clientes .....	3
4. Áreas geográficas.....	3
5. Accionistas y directores .....	4
6. Ciclo de vida .....	4
7. Análisis de la cadena de valor.....	5
<b>Capítulo III. Análisis externo</b> .....	6
1. Análisis Pestel (político, económico, social, tecnológico, ambiental y legal) .....	6
2. El precio de los commodities .....	8
3. Producción de leche evaporada .....	8
4. Precio de la leche en polvo y leche evaporada.....	8
5. Matriz de evaluación de factores externos (EFE) .....	9
<b>Capítulo IV. Descripción y análisis de la industria</b> .....	10
1. Análisis de las cinco fuerzas de Porter .....	10
1.1 Industria láctea y sus derivados .....	10
2. Matriz de Boston Consulting Group (BCG).....	10
3. Análisis de competidores y market share .....	11
4. Matriz del Perfil Competitivo.....	11

5. Matriz de evaluación de factores internos (EFI).....	11
6. Matriz de fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas (MAFE) .....	12
<b>Capítulo V. Posicionamiento competitivo y factores organizativos y sociales .....</b>	<b>13</b>
1. Visión y misión .....	13
2. Matriz Canvas .....	13
3. Estrategias y ventaja competitiva.....	14
3.1 Estrategia global .....	14
3.2 Estrategia competitiva .....	14
3.3 Estrategia corporativa .....	14
3.4 Ventaja competitiva.....	15
3.5 Matriz de posición estratégica .....	15
3.6 Factores organizativos y sociales .....	15
3.6.1 Gobierno corporativo.....	15
3.6.2 Cultura corporativa .....	16
3.6.3 Entorno y responsabilidad social .....	16
<b>Capítulo VI. Análisis financiero.....</b>	<b>17</b>
1. Finanzas operativas .....	17
1.1 Rentabilidad .....	17
1.2 Liquidez .....	19
1.3 Solvencia .....	19
1.4 Gestión.....	22
1.5 Necesidades Operativas de Fondos (NOF) versus Fondo de Maniobra (FM).....	22
2. Finanzas estructurales .....	23
2.1 Descripción de las políticas de la empresa .....	23
2.2 Características de la inversión de la empresa .....	24
3. Diagnóstico financiero .....	25
<b>Capítulo VII. Valoración .....</b>	<b>27</b>
1. Supuestos de proyecciones .....	27
2. Determinación del costo ponderado de capital (WACC).....	27
3. Métodos de valoración.....	27
3.1 Determinación de los flujos de caja libre .....	27
3.2 Múltiplos comparables .....	30

<b>Capítulo VIII. Análisis de riesgos</b> .....	31
1. Riesgos identificados .....	31
2. Análisis de sensibilidad.....	31
<b>Capítulo IX. Resumen de la inversión</b> .....	33
1. Resultados .....	33
2. Recomendación.....	33
<b>Bibliografía</b> .....	34
<b>Anexos</b> .....	45
<b>Nota biográfica</b> .....	85



## Índice de tablas

Tabla 1.	Producción de leche evaporada (en toneladas).....	8
Tabla 2.	Resumen de la evaluación general de la industria láctea y sus derivados .....	10
Tabla 3.	Participación de mercado de Gloria del 2014 al 2016 (en porcentaje).....	11
Tabla 4.	Participación por producto de las ventas versus crecimiento de las ventas .....	18
Tabla 5.	Necesidades operativas de fondos y fondo de maniobra (miles de soles), 2012-2017 .....	23
Tabla 6.	Inversiones realizadas por la compañía (en miles de soles) .....	25
Tabla 7.	Flujos proyectados para la compañía 2017 -2026 y perpetuidad (en miles de soles).....	29
Tabla 8.	Valor de mercado del patrimonio .....	29
Tabla 9.	Riesgos de Gloria S.A. ....	31

## Índice de gráficos

Gráfico 1.	Análisis PESTEL .....	7
Gráfico 2.	Crecimiento de las ventas de Gloria y Laive 2012 – 2016 (en porcentaje).....	17
Gráfico 3.	Ratios de rentabilidad de Gloria y Laive .....	21
Gráfico 4.	ROE versus ROA operativo de Gloria y Laive .....	21
Gráfico 5.	Ratios de liquidez de Gloria y Laive .....	21
Gráfico 6.	Apalancamiento financiero de Gloria y Laive (en miles de soles).....	21
Gráfico 7.	Ciclo de negocio de Gloria y Laive .....	22
Gráfico 8.	Inversiones en activo fijo versus depreciación y retiros (en miles de soles) ...	25
Gráfico 9.	Valores de la acción de inversión a través de la simulación de Monte Carlo..	32
Gráfico 10.	Resumen de métodos de valoración al 31 de diciembre de 2016.....	33

## Índice de anexos

Anexo 1.	Hechos de importancia .....	46
Anexo 2.	Empresas subsidiarias.....	47
Anexo 3.	Caso Pura Vida.....	48
Anexo 4.	Productos por marca.....	49
Anexo 5.	Exportaciones de Gloria .....	50
Anexo 6.	Área geográfica .....	51
Anexo 7.	Estructura accionarial al 31 de diciembre de 2016.....	51
Anexo 8.	Directores y gerentes de Gloria al 31 de diciembre de 2016.....	52
Anexo 9.	Gerentes generales de Gloria entre los años 2010 y 2017.....	52
Anexo 10.	Cadena de valor de Gloria .....	53
Anexo 11.	Análisis Pestel .....	54
Anexo 12.	Precio histórico de leche en polvo de enero de 2012 a junio de 2017 (en dólares por tonelada).....	55
Anexo 13.	Precio histórico de la hojalata de enero de 2012 a junio de 2017 (en dólares por tonelada).....	55
Anexo 14.	Matriz de evaluación de factores externos (EFE).....	55
Anexo 15.	Cinco fuerzas de Porter de la industria láctea y sus derivados .....	56
Anexo 16.	Matriz BCG.....	57
Anexo 17.	Productos comercializados por Gloria, Laive y Nestlé .....	57
Anexo 18.	Matriz de perfil competitivo: análisis de competidores en la industria de leche y derivados lácteos .....	57
Anexo 19.	Matriz de evaluación de factores internos (EFI) .....	58
Anexo 20.	Matriz MAFE de Gloria .....	58
Anexo 21.	Modelo de negocio Canvas .....	59
Anexo 22.	Matriz de Ansoff.....	59
Anexo 23.	Modelo VRIO.....	59
Anexo 24.	Matriz de posición estratégica y evaluación de acciones .....	60
Anexo 25.	Resultados financieros.....	61
Anexo 26.	Detalle de los gastos de administración y gastos de ventas y distribución promedio del 2012 a 2016 de Gloria y Laive (en porcentaje con respecto a las ventas) .....	62
Anexo 27.	Análisis de resultados de Gloria trimestrales de 2012 a 2017 .....	62

Anexo 28.	Análisis de costo de ventas, gastos de administración y gastos de ventas del 2007 al 2016 (en millones de soles) .....	63
Anexo 29.	Programas de bonos corporativos al 31 de diciembre de 2016 .....	64
Anexo 30.	Inversiones realizadas por la compañía .....	65
Anexo 31.	Capacidad instalada y utilizada de la compañía de 2015 y 2016 .....	66
Anexo 32.	Supuestos de la proyección de estados financieros .....	67
Anexo 33.	Proyección de ventas .....	68
Anexo 34.	Resultados financieros proyectados.....	74
Anexo 35.	Análisis de consistencia (en miles de soles).....	76
Anexo 36.	Supuestos de la valoración .....	77
Anexo 37.	Cálculo del WACC.....	78
Anexo 38.	Cálculo de la valoración por múltiplos.....	82
Anexo 39.	Mapa de riesgos.....	83
Anexo 40.	Análisis de Monte Carlo.....	83
Anexo 41.	Análisis de sensibilidad estático.....	83
Anexo 42.	Glosario de términos.....	83
Anexo 43.	Limitaciones de la valoración.....	84
Anexo 44.	Precios promedios mensuales de leche evaporada para el consumidor final en Lima Metropolitana (en soles por lata grande) .....	84

## **Capítulo I. Introducción**

El presente trabajo de investigación busca determinar el valor de la acción de Gloria al 31 de diciembre del 2016, lo que se desarrolla en nueve capítulos. En el capítulo II se realiza la descripción de la compañía, las líneas de negocio y áreas geográficas en las que opera, los accionistas, directores y gerentes, el ciclo de vida y el análisis de la cadena de valor.

En el capítulo III se presenta el análisis externo de Gloria (se emplea el análisis político, económico, social, tecnológico, ambiental y legal, también conocido como Pestel), se analizan los precios de los commodities (hojalata y leche en polvo) que afectan a la compañía, se detalla la producción de leche evaporada en el país y, finalmente, se estudian los factores externos. El cuarto capítulo presenta una descripción de la industria. Se elaboran las cinco fuerzas de Porter para el sector lácteo y derivados lácteos, la matriz de Boston Consulting Group (BCG), el análisis de competidores, la matriz de Perfil Competitivo y la matriz de Evaluación de Factores Internos (EFI). Este capítulo culmina analizando los factores internos y externos que afectan a Gloria a través de la matriz Analítica de Formación de Estrategias (MAFE).

En el capítulo V se desarrolla el posicionamiento competitivo y los factores organizativos y sociales de la compañía. Se detalla la misión, visión y estrategias, así como una evaluación global del negocio a través de la matriz Canvas. Se analiza la matriz de posición estratégica y se culmina el capítulo con los factores organizativos y sociales, basados en el gobierno corporativo, la cultura corporativa y el entorno, y la responsabilidad social corporativa. En el sexto capítulo se elabora el análisis financiero tomando como base los estados financieros auditados del periodo 2012-2016 y el estado financiero no auditado del primer semestre del 2017. Este capítulo se divide en dos partes: finanzas operativas y finanzas estructurales. En finanzas operativas, se analizan los ratios de rentabilidad, liquidez, solvencia, gestión y las necesidades operativas de fondos; en finanzas estructurales se describen la política financiera y las características de inversión. Culmina el capítulo con el diagnóstico financiero de la compañía.

En el capítulo VII se presenta la valoración la acción de Gloria. Se indican los supuestos de las proyecciones, el cálculo del costo promedio ponderado de capital (WACC) y la determinación de los flujos de caja libre. En el octavo capítulo se desarrollan los riesgos principales a los que se encuentra expuesta la compañía, y se presenta el análisis de sensibilidad tornado y Monte Carlo. En el último capítulo se realiza un resumen de la inversión considerando los resultados obtenidos y la recomendación sugerida.

## **Capítulo II. Descripción de la empresa<sup>1</sup>**

### **1. La empresa**

Gloria fue constituida el 05 de febrero de 1941 en la ciudad de Arequipa con el nombre de Leche Gloria S.A., denominación modificada a Gloria S.A. en 1978, logrando consolidarse y expandirse desde ese momento. Los hechos de importancia de la compañía se presentan en el anexo 1.

La compañía prepara, envasa, manufactura, compra, vende, importa, exporta y comercializa productos lácteos y sus derivados; también productos alimenticios compuestos por frutas, legumbres y hortalizas, aceites y grasas a partir de sustancias vegetales, productos cárnicos, pescados y productos derivados, entre otros. En la actualidad, se ha posicionado como la principal productora y comercializadora de leche y derivados lácteos a nivel nacional. Adicionalmente, cuenta con seis empresas subsidiarias, las mismas que pueden apreciarse en el anexo 2.

### **2. Líneas del negocio**

Gloria cuenta con tres líneas de negocio: lácteos, derivados lácteos y mercaderías diversas.

#### **2.1 Lácteos**

La línea de lácteos incluye leche evaporada, leche fresca UHT (Ultra High Temperature) y leche en polvo; y concentra el 65,78% del total de las ventas de la compañía al cierre del 2016. La leche evaporada es el principal producto del portafolio de Gloria (56,30% de las ventas), aunque desde el año 2014 presenta una disminución en esta participación debido a la situación económica del país y los cambios en las preferencias de los consumidores. En el 2017 se observa una caída significativa en las ventas debido al caso Pura Vida Nutrimax, el mismo que se desarrolla en el anexo 3. El efecto que tuvo en el estado de resultados del 2017 se aprecia en el anexo 27.

#### **2.2 Derivados lácteos**

Esta línea de negocio incluye productos derivados de la leche con mayor valor agregado como yogurt, queso, mantequilla, crema de leche, manjar, leche condensada, entre otros. Al cierre del

---

<sup>1</sup> La información presentada en este capítulo se obtuvo de Apoyo y Asociados, 2017; Class & Asociados, 2017b y Gloria S.A., 2017c.

2016, este portafolio participa en un 22,7% de las ventas. El producto con mayor participación es el yogurt (16,43%), seguido por el queso (2,29%) y la mantequilla (1,61%). Estos dos últimos productos han tenido un crecimiento en las ventas de 6,99% y 11,96%, respectivamente, en relación con el año anterior.

### **2.3 Mercaderías diversas**

Esta línea de negocio considera jugos, refrescos, mermelada, panetón, agua, compotas, café, conservas de pescado y servicios. Este portafolio representa el 11,52% de las ventas; siendo el producto principal los jugos y refrescos con una participación de 4,04%, seguido por los servicios con 1,53%, el panetón con 1,18% y las conservas de pescado con 0,98%. Los productos que se comercializan y sus diferentes marcas pueden apreciarse en el anexo 4.

### **3. Clientes**

Gloria tiene como principal cliente a Distribuidora Exclusiva de Productos de Calidad S.A. (Deprodeca), empresa del Grupo Gloria que vende, comercializa y distribuye la cartera de productos de Gloria, con un 28% de las ventas al cierre del 2016. Sin embargo, considerando la nueva estrategia de Gloria basada en acercarse al mercado de manera directa, aplicada desde septiembre de 2016, Deprodeca viene reduciendo su participación en las ventas de la compañía, concentrándose en el servicio de gestión de comercialización y distribución de los productos de la compañía. El segundo grupo de clientes son los supermercados que mantienen una participación estable de manera conjunta, lo que evita que concentren poder de negociación. El tercer grupo de clientes son los mayoristas y distribuidores, quienes realizan la venta a las cadenas minoristas, bodegas y otros establecimientos.

La compañía realiza exportaciones que representan aproximadamente el 10% de sus ventas a 57 países, siendo los más importantes Haití, Puerto Rico, Estados Unidos, República Dominicana y Gambia. Los principales productos exportados son leche evaporada, leche condensada, jugos y néctares. El detalle de las exportaciones se presenta en el anexo 5.

### **4. Áreas geográficas**

La compañía produce en el Perú y cuenta con seis plantas ubicadas en:

- Huachipa (Lima), en donde se recepciona y procesa la leche evaporada, yogurt, quesos, mantequilla, jugos de fruta, envases, embalajes y otros.
- Arequipa, en donde se evaporiza la leche y se produce leche evaporada para el sur del país.
- Majes, en donde se elabora la leche fresca UHT antes de transportarla a Arequipa y Huachipa.
- Arequipa II, lugar en donde se elabora el yogurt y refrescos.
- Cajamarca, que elabora leche UHT, queso, mantequilla y manjar blanco.
- Trujillo, planta encargada de procesar la leche fresca UHT que se acopia al norte del país antes de ser trasladada a Huachipa.

Adicionalmente, cuenta con 23 centros de acopio de leche fresca y realiza exportaciones a 57 países. El anexo 6 presenta los países en los que opera la compañía de manera directa o indirecta.

## **5. Accionistas y directores**

Al cierre del año 2016, la compañía tiene 421.619.213 acciones emitidas, de las cuales 382.502.106 corresponden a acciones comunes y 39.117.107 a acciones de inversión. Las únicas acciones que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) son las de inversión. Cada una de estas acciones tiene el valor de S/ 1,00. En el anexo 7 se presenta la estructura accionarial.

El directorio de la compañía está conformado por Jorge Rodríguez Rodríguez, presidente ejecutivo; Vito Rodríguez Rodríguez, vicepresidente ejecutivo, y Claudio Rodríguez Huaco, director. Todos los miembros del Directorio son accionistas, por lo cual la compañía no cuenta con directores independientes. Gloria nombra directores corporativos que asumen su rol para todas las empresas del Grupo Gloria y también nombra gerentes específicos para Gloria S.A. (ver anexo 8).

La gerencia general de la compañía, en esta década, ha tenido una alta rotación, tal como se puede observar en el anexo 9.

## **6. Ciclo de vida**

Según Kotler (2008), el ciclo de vida de un producto se evalúa considerando las ventas y las utilidades generadas. Un producto puede encontrarse en cualquiera de estas etapas: desarrollo del producto, introducción, crecimiento, madurez y decadencia. En el análisis realizado, se



consideraron los tres principales productos de la compañía de las líneas de negocio de lácteos y derivados lácteos: leche evaporada, leche UHT y yogurt.

La leche evaporada se encuentra en la etapa de madurez ya que sus ventas se incrementan, aunque a ritmo decreciente. Gloria y Laive, principales productores, extendieron sus líneas de productos mediante cambios en empaque, versiones mejoradas o nuevos sabores para incrementar las ventas. La leche UHT y el yogurt se encuentran en la etapa de crecimiento ya que ambos presentan un incremento en las ventas que supera el 6% en los últimos años (aunque el yogurt haya presentado una caída en el 2016). La variedad de marcas que participan en ese mercado se incrementa cada año por lo atractivo del sector.

## **7. Análisis de la cadena de valor**

La cadena de valor es un modelo elaborado por Porter *et al.* (2016) que delimita las actividades que realiza una compañía para diseñar, fabricar, comercializar y entregar sus productos. Su análisis permite identificar las estrategias que emplea una compañía.

En el caso de Gloria, las actividades más importantes dentro de su cadena de valor se centralizan en el acopio de leche, la red de distribución y las actividades de investigación y desarrollo tecnológico. Respecto a la red de acopio, la compañía posee la infraestructura de recolección de leche fresca más grande del Perú, logrando acopiar alrededor de 1.980 t métricas<sup>2</sup> de leche al día que provienen de más de 18.500 productores. En relación con la red de distribución, junto a Deprodeca, cubren el 99% de los puntos de venta en el Perú, siendo la red de distribución más grande de productos lácteos y derivados. Con respecto a las actividades de desarrollo tecnológico, la compañía realiza constantes inversiones en activo fijo ya sea por nuevas adquisiciones o renovación de equipos. Asimismo, el área de investigación y desarrollo se encarga de elaborar nuevas fórmulas que generen mejores productos o mejoras en los envases. Mayor detalle de la cadena de valor se puede apreciar en el anexo 10.

---

<sup>2</sup> t es la abreviatura de tonelada.

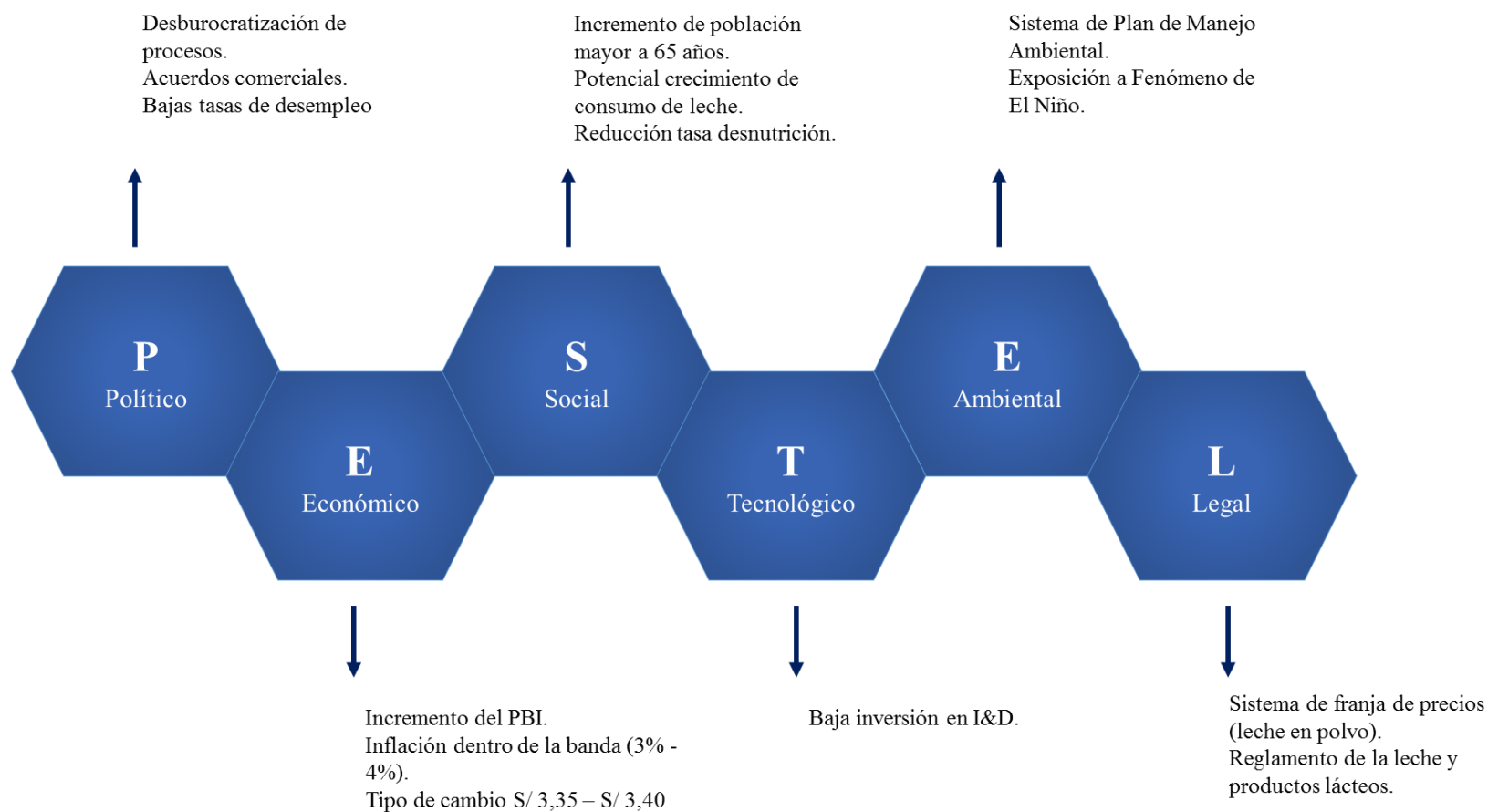
### **Capítulo III. Análisis externo**

#### **1. Análisis Pestel (político, económico, social, tecnológico, ambiental y legal)**

El análisis Pestel identifica los factores externos que impactan en las operaciones de la organización. Estos factores se agrupan en: políticos, económicos, sociales, tecnológicos, legales y ambientales. El resumen se presenta en el gráfico 1 y el detalle en el anexo 11.

En conclusión, el Perú se encuentra con un potencial de crecimiento económico y una política estable, lo que permite mayores inversiones en el país. Los tratados de libre comercio y las buenas relaciones del Perú con el extranjero permiten que el comercio internacional siga creciendo; sin embargo, es necesario que las compañías que invierten en el Perú sean conservadoras con respecto a la volatilidad del tipo de cambio.

**Gráfico 1. Análisis Pestel**



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), 2017; Banco Mundial, 2017; Bloomberg, 2017; Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), s.f.a, 2016, s.f.b, s.f.c, 2017; Maximixe, 2016; Ministerio de Agricultura y Riego (Minagri), 2017a; Zavala, 2010.  
 Elaboración: Propia, 2018.

## 2. El precio de los commodities

La leche en polvo es comercializada en la Bolsa de Valores de Londres (LSE). Entre el 2012 y 2013 presentó un incremento llegando hasta US\$ 6.000 por tonelada; sin embargo, en los últimos tres años el precio ha ido disminuyendo cerrando el 2016 en US\$ 3.500 por tonelada (ver mayor detalle en el anexo 12). Se espera que en los próximos años este precio se incremente debido a la disminución en la oferta global.

La hojalata también se comercializa en LSE. El precio de la hojalata estuvo entre los US\$ 17.500 y US\$ 25.000 por tonelada hasta diciembre de 2014; sin embargo, ha llegado a US\$ 13.298 en enero de 2016. Luego de esto, el precio se ha incrementado cerrando el año 2016 en US\$ 21.200. Se espera la misma tendencia de crecimiento para los próximos años, en respuesta a una demanda creciente de las principales industrias. El detalle del precio de este commodity puede ser visualizado en el anexo 13.

## 3. Producción de leche evaporada

Según el Minagri (2017a), la producción de leche evaporada se ha incrementado en 23,04% en los últimos 10 años, pasando de 381.907 t a 469.907 t. Esto se explica por el incremento de la población y el crecimiento del país que genera un mayor consumo de este producto.

**Tabla 1. Producción de leche evaporada (en toneladas)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Producción de leche evaporada	381.907	382.781	360.533	410.063	418.706	440.910	469.481	478.281	499.856	469.907

Fuente: Minagri, 2017a.

Elaboración: Propia, 2018.

## 4. Precio de la leche en polvo y leche evaporada

Zavala (2010) estima la elasticidad precio y cruzada de la demanda de la leche en polvo y la leche evaporada. De acuerdo con este estudio, la elasticidad precio de la leche en polvo es de -0,30 para un nivel socioeconómico bajo, -0,46 para un nivel medio y -0,40 para un nivel alto. En el caso de la leche evaporada, la elasticidad precio es de -1,45 para un nivel socioeconómico bajo, -1,17 para un nivel medio y -1,04 para un nivel alto. Este mismo estudio indica que si el precio de ambos productos se incrementara en 1%, el consumo de la leche en polvo se reduciría en 0,3% para un

nivel socioeconómico bajo, 0,46% para un nivel medio y 0,4% para un nivel alto; mientras que el consumo de leche evaporada disminuiría en 1,45% en el nivel bajo, 1,17% en el nivel medio y 1,04% en el nivel alto. Asimismo, el precio de la leche evaporada para el consumidor final ha venido mostrando un comportamiento creciente (ver anexo 44).

## **5. Matriz de evaluación de factores externos (EFE)**

La matriz EFE (David 2008) evalúa los factores externos de una compañía y permite obtener un indicador cuantitativo de cómo puede responder a sus oportunidades y amenazas. En el anexo 14 se presenta esta matriz para la compañía. El puntaje de 2,51 indica que Gloria aprovecha las oportunidades y amenazas por encima del promedio de la industria; es decir, ha incorporado en su plan actividades que le han permitido aprovechar el incremento per cápita de leche (ofreciendo productos para los diferentes segmentos de mercado) y la tendencia al consumo de bebidas basadas en ingredientes naturales (incorporando insumos naturales dentro de su portafolio de productos como la chía y quinua). Sin embargo, su estrategia aún no incorpora los posibles efectos que tendrán los nuevos reglamentos de etiquetado y definición de productos, y el proyecto de leche en polvo dentro de su estructura de costos e imagen de marca.

## Capítulo IV. Descripción y análisis de la industria

### 1. Análisis de las cinco fuerzas de Porter

Según Porter (2008:79-93), el modelo de las cinco fuerzas es utilizado para conocer la industria en la que se desarrolla una compañía y con ello, conocer la conducta de la competencia y los factores que afectan la rentabilidad de la industria. Luego de este análisis se puede formular la estrategia que seguirá la compañía.

#### 1.1 Industria láctea y sus derivados

El puntaje obtenido para esta industria es de 3,24, ubicándola en un sector neutro en el Perú; es decir, si bien la amenaza de sustitutos y la rivalidad de los competidores es agresiva en esta industria, ésta es compensada por el alto poder de negociación que tiene la industria para con sus proveedores y el poder de negociación que tienen los compradores. El detalle de este análisis puede ser revisado en el anexo 15.

**Tabla 2. Resumen de la evaluación general de la industria láctea y sus derivados**

Núm.	Factor	Peso	Puntaje	Valor
1	Poder de negociación de los proveedores	20%	4,30	0,86
2	Poder de negociación de los compradores	20%	3,45	0,69
3	Rivalidad entre competidores	20%	3,10	0,62
4	Amenaza de nuevos participantes	20%	3,35	0,67
5	Disponibilidad de sustitutos	20%	2,00	0,40

Fuente: Elaboración propia, 2018.

### 2. Matriz de Boston Consulting Group (BCG)

De acuerdo con David (2013), la matriz BCG representa gráficamente las diferencias entre líneas de producto, en términos de su participación relativa de mercado y de la tasa de crecimiento del mercado. La matriz ayuda a identificar la capacidad de las líneas de producto de generar flujo de efectivo, necesidades de dinero, y de tomar decisiones de invertir, desinvertir o abandonar.

En el caso de la compañía se analizaron tres líneas de productos que pertenecen a las líneas de negocio de leche y derivados lácteos: leche evaporada, leche UHT y yogurt. El yogurt y leche UHT se ubican en el cuadrante de estrella, con fuerte posición competitiva en el mercado y generando grandes cantidades de dinero, pero requiriendo de una alta inversión para mantenerse

como líder. La leche evaporada se ubica en el cuadrante de vacas lecheras, generando el volumen más importante de efectivo, el cual es invertido en ampliar la capacidad productiva y en crear y mejorar los productos de la compañía (ver anexo 16).

### 3. Análisis de competidores y market share

Los principales competidores de la compañía en la industria de lácteos y derivados lácteos son Laive y Nestlé. Estas empresas han diversificado sus productos, presentaciones y han desarrollado un proceso de integración vertical, cubriendo desde el acopio de leche fresca hasta su distribución. Además, tienen un fuerte vínculo con los ganaderos brindándoles servicios de asesoría técnica y financiera, directa e indirecta. En los últimos años, Laive ha mantenido una estrategia de renovación de productos en leches evaporadas especializadas, yogurt funcional, jugos y quesos; así como, en inversiones continuas y campañas de reposicionamiento de su marca para asegurar su crecimiento. La participación de mercado del sector se presenta en la tabla 3. La comparación de productos por cada una de las empresas se puede observar en el anexo 17.

**Tabla 3. Participación de mercado de Gloria del 2014 al 2016 (en porcentaje)**

Mercado	2014	2015	2016
Leche evaporada	84,6%	84,8%	79,7%
Leche UHT	76,4%	76,8%	69,8%
Yogurt	82,5%	81,9%	80,2%
Refrescos	33,5%	37,6%	37,6%

Fuente. Class & Asociados S.A., 2017a, 2017b.  
Elaboración: Propia, 2018.

### 4. Matriz del Perfil Competitivo

Según David (2008), la matriz de perfil competitivo permite medir y comparar las fortalezas (debilidades) globales de empresas competidoras en una industria, basándose en factores críticos de éxito. En la industria de leche y derivados lácteos se encontró como factores críticos de éxito más importantes a la red de distribución e innovación y al lanzamiento de nuevos productos, donde Gloria muestra mayor fortaleza que Laive. La puntuación global de Gloria es 3,90 mientras que de Laive obtiene 2,68. Esta matriz puede ser visualizada en el anexo 18.

### 5. Matriz de evaluación de factores internos (EFI)

Esta matriz (David 2008) evalúa las fortalezas y debilidades importantes que tiene una empresa en sus áreas funcionales y permite obtener un indicador cuantitativo de la posición interna de la

empresa. En el anexo 19 se presenta la matriz de evaluación de factores internos de la compañía. El puntaje de 2,80 indica que Gloria tiene una posición interna fuerte basada, principalmente, en el aprovechamiento de economías de escala y la continua innovación en sus productos.

## **6. Matriz de fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas (MAFE)**

Según David (2008), la matriz MAFE es una herramienta de conciliación para desarrollar cuatro tipos de estrategias: estrategias fortalezas-oportunidades (FO), debilidades-oportunidades (DO), fortalezas-amenazas (FA) y debilidades-amenazas (DA) basadas en las matrices EFI y EFE.

Para la compañía, las estrategias FO son desarrollar productos para los segmentos de mercado no atendidos, ampliar plantas, renovar equipos y penetrar otros mercados internacionales; las estrategias DO son incrementar la promoción de productos distintos a la leche evaporada, y establecer mejores canales de comunicación con el consumidor; las estrategias FA son usar derivados financieros para coberturar variaciones de tipo de cambio, redefinir los productos de acuerdo a los nuevos reglamentos, y utilizar tecnología para incrementar la producción y calidad de la leche fresca; finalmente, las estrategias DA son desarrollar más productos lácteos basados en origen vegetal y comunicar a los consumidores el beneficio de usar leche en polvo (para mayor información ver el anexo 20).



## **Capítulo V. Posicionamiento competitivo y factores organizativos y sociales**

### **1. Visión y misión**

La visión de la compañía es: «Somos una corporación de capitales peruanos con un portafolio diversificado de negocios, con presencia y proyección internacional. Aspiramos satisfacer las necesidades de nuestros clientes y consumidores, con servicios y productos de la más alta calidad y ser siempre su primera opción. Los procesos y acciones de todas las empresas de la corporación se desarrollarán en un entorno que motive y desarrolle a sus colaboradores, mantenga el respeto y la armonía en las comunidades en que opera y asegure el máximo retorno de la inversión para sus accionistas» (Gloria s.f.a).

La misión de la compañía es: «Mantener el liderazgo en cada uno de los mercados en que participamos a través de la producción y comercialización de bienes con marcas que garanticen un valor agregado para nuestros clientes y consumidores» (Gloria s.f.b).

### **2. Matriz Canvas**

La generación de modelos de negocio Canvas fue elaborada por Osterwalder y Pigneur (2008). Este modelo busca describir las bases del negocio sobre las que una empresa crea, captura y proporciona valor. Para ello, utiliza nueve módulos: segmentos de clientes, propuesta de valor, canales, relaciones con clientes, fuentes de ingresos, recursos clave, actividades clave, asociaciones clave y estructura de costos.

Los productos lácteos y derivados lácteos de la compañía tienen como propuesta de valor el ofrecimiento de productos personalizados, accesibles y al alcance de los diferentes segmentos de mercado. Los clientes de Gloria son Deprodeca, supermercados, mayoristas, distribuidores y estaciones de servicio; mientras que los consumidores son niños, adolescentes, jóvenes, adultos y empresas extranjeras. La compañía mantiene relación con sus proveedores de leche fresca, leche en polvo, bancos, accionistas y bonistas. Para mayor detalle revisar el anexo 21.

### **3. Estrategias y ventaja competitiva**

#### **3.1 Estrategia global**

Con el fin de incrementar las ventas, Gloria ha ejecutado una estrategia de internacionalización con una sucursal en Bolivia denominada Pil Andina, y oficinas comerciales en diferentes países. Adicionalmente, viene realizando exportaciones a Haití, Puerto Rico, Estados Unidos entre otros.

#### **3.2 Estrategia competitiva**

Según Porter (2005), existen tres estrategias genéricas de éxito las cuales son: liderazgo general en costos, diferenciación y enfoque o concentración (grupo de compradores, segmento de la línea de productos, o mercado geográfico). La compañía ha aplicado una estrategia de liderazgo en costos basada en altos volúmenes de compra de leche fresca, leche en polvo (importación) y concentrado de frutas; altos volúmenes de producción que permiten que el costo fijo unitario por almacenamiento y producción disminuyan; continuas adquisiciones y/o reemplazo de equipos que permiten incrementar producción u optimizar sus procesos y, alianzas estratégicas con empresas del grupo Gloria como Deprodeca que le permiten un menor costo unitario en la distribución. La combinación de estas acciones le permite a la compañía tener costos unitarios menores a los de la competencia.

#### **3.3 Estrategia corporativa**

Gloria ha aplicado varias estrategias que le han permitido crecer en los diferentes mercados en los que se desarrolla. En primer lugar, ha aplicado una estrategia de integración vertical que incluye el acopio de leche fresca, la fabricación de latas de leche, y la distribución. Esta estrategia le ha permitido asegurar el acopio necesario de leche, la calidad del envase de hojalata (que conserve la leche evaporada en las condiciones adecuadas pese a las diferentes temperaturas a las que se exponga), y reducir costos en la distribución de sus productos.

Por otro lado, ha empleado estrategias que le han permitido crecer en el mercado en el que opera. Ansoff (1957:113-124) establece cuatro tipos de estrategias de crecimiento intensivo que pueden ser aplicadas dependiendo el mercado en el que se desarrollen los productos (mercado actual o nuevo) y el tipo de producto (producto actual o nuevo). Gloria ha empleado las cuatro estrategias: penetración de mercado, desarrollo de productos, desarrollo de mercados y diversificación. Su

aplicación ha permitido que la compañía incremente su cartera de productos lácteos y no lácteos; y, exporte los mismos a nuevos países. El análisis puede apreciarse en el anexo 22.

### **3.4 Ventaja competitiva**

Barney y Hesterly (2015) señalan que el modelo VRIO (Valioso, Raro, Imitable, Organización) es una herramienta que permite a una compañía analizar sus recursos y capacidades; y el potencial que tienen para generar ventaja competitiva. Luego de realizado este análisis, se concluye que Gloria basa su ventaja competitiva sostenible en la gran red de acopio de leche fresca, su amplia red de distribución y en el uso de economías a escala. El detalle de este análisis puede ser revisado en el anexo 23.

### **3.5 Matriz de posición estratégica**

Según David (2008), esta matriz indica qué tipo de estrategia (agresiva, conservadora, defensiva o competitiva) es la más adecuada para una organización y se basa en el análisis de cuatro dimensiones: fortaleza financiera y ventaja competitiva (dimensiones internas), y estabilidad ambiental y fortaleza de la industria (dimensiones externas). Las variables de las dimensiones y la matriz analizadas han sido tomadas de la obra de Rowe, Mason y Dickel de 1982 (Strategic Management and Business Policy: A Methodology Approach), citada en el trabajo de David (2008).

El análisis de esta matriz sobre Gloria sugiere seguir una estrategia agresiva; es decir, la compañía se encuentra en una posición ventajosa para usar sus fortalezas internas y así aprovechar las oportunidades externas, superar sus debilidades y evitar las amenazas externas. Ver anexo 24 para más información.

### **3.6 Factores organizativos y sociales**

#### **3.6.1 Gobierno corporativo**

Desde el año 2010, Gloria ha realizado cambios corporativos con el fin de alinear las prácticas de la compañía a las prácticas internacionales. Cuenta con código de conducta corporativo, realiza auditorías externas y tiene un departamento de auditoría interna independiente, administrado de manera corporativa para todas las empresas del Grupo Gloria. Si bien la compañía ha realizado cambios significativos, aún se encuentra pendiente la designación de directores independientes.

### **3.6.2 Cultura corporativa**

La cultura corporativa de la compañía se ve reflejada en la declaración de valores que ha establecido: cumplimiento de las obligaciones, dedicación al trabajo, prudencia en la administración de recursos, cultura de éxito, orientación a la persona y responsabilidad social.

### **3.6.3 Entorno y responsabilidad social**

Gloria cuenta con un Programa de Adecuación y Manejo Ambiental (PAMA) en las plantas de procesamiento de leche, yogurt, refrescos y envases de Arequipa y Huachipa, lo que le obliga a instalar un sistema de prevención, corrección y mitigación de los impactos ambientales que hayan sido identificados; así como de un plan de manejo ambiental

A nivel social, Gloria realiza campañas de comunicación (nutrición) a personas de escasos recursos económicos. Si bien la compañía se compromete a dar un trato justo a los proveedores, a raíz del anómalo Fenómeno El Niño de 2017 algunos ganaderos de Cajamarca consideraron que ésta no se comportó de forma socialmente responsable con ellos, porque entre el 18 y 26 de marzo Gloria no les compró la leche mientras que Nestlé y Laive sí lo hicieron.

## Capítulo VI. Análisis financiero

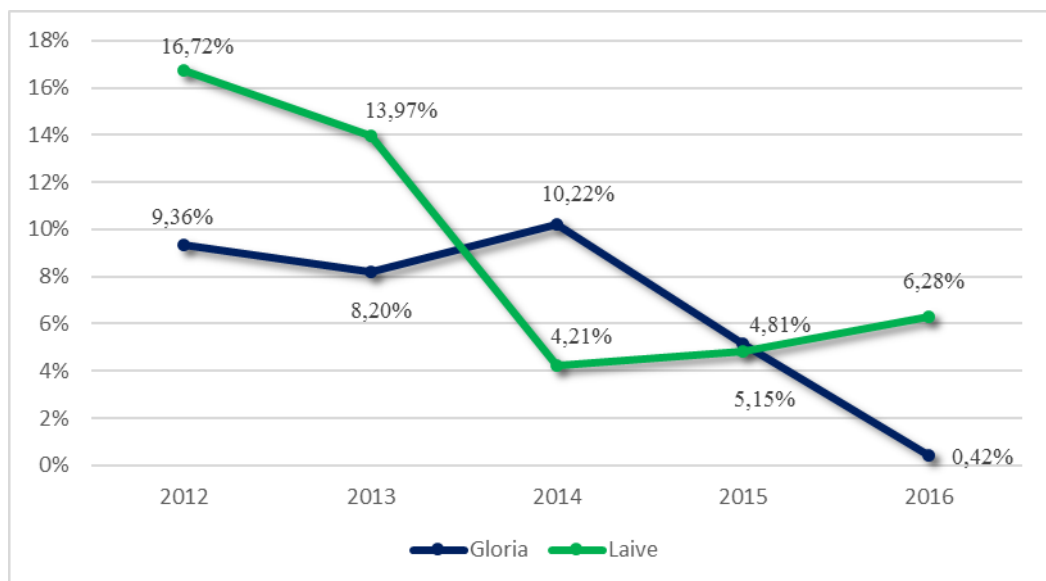
### 1. Finanzas operativas

En el siguiente análisis, se elaboraron los ratios financieros de Gloria y se compararon con los de la empresa Laive, su competencia directa. Esto se realiza para conocer el comportamiento financiero de la compañía. Los estados financieros de Gloria se presentan en el anexo 25.

#### 1.1 Rentabilidad

Producto del crecimiento de la economía del país, las ventas de Gloria crecieron entre 2012 y 2014 a un ritmo superior al 8%; sin embargo, en los años 2015 y 2016, el crecimiento fue de 5,15% y 0,42%, respectivamente. En el caso de Laive, entre 2011 y 2013 las ventas crecieron en 14,32% en promedio; sin embargo, entre el 2015 y 2016 crecieron en promedio 5,10% tal como se puede observar en el gráfico 2 y en la tabla 4.

**Gráfico 2. Crecimiento de las ventas de Gloria y Laive 2012 – 2016 (en porcentaje)**



Fuente: Gloria S.A., 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a; y Laive S.A., 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017a.  
Elaboración: Propia, 2018.

**Tabla 4. Participación por producto de las ventas versus crecimiento de las ventas**

Producto	2012	2013	2014	2015	2016
Leche evaporada	61,21%	61,50%	60,25%	57,43%	56,30%
Yogurt	15,39%	16,09%	16,37%	16,73%	16,44%
Leche UHT	8,32%	7,84%	7,85%	9,31%	9,47%
Jugos y refrescos	3,84%	3,14%	3,49%	3,89%	4,04%
Quesos	2,42%	2,25%	2,16%	2,15%	2,29%
Otros	8,82%	9,17%	9,88%	10,49%	11,45%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
Crecimiento de las ventas	9,36%	8,20%	10,22%	5,15%	0,42%

Fuente: Gloria S.A., 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a; y Laive S.A., 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017a. Elaboración: Propia, 2018.

El comportamiento de las ventas trimestrales de Gloria puede ser visualizado en el anexo 27. La leche evaporada representa el mayor porcentaje de los ingresos de Gloria, seguido por el yogurt y la leche UHT, representando en el 2016 el 56,30%, 16,44% y 9,47%, respectivamente. Esta estructura está cambiando ligeramente desde hace cinco años, debido a que la leche UHT presenta la tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) más alta (12,50%); mientras que la leche evaporada presenta la tasa más baja (5,32%) (ver tabla 4).

En los últimos cinco años, Gloria presenta un margen bruto promedio de 24,47% superior al de Laive, 21,86%. El uso de economías de escala, la significativa participación de mercado y su integración hacia atrás en la elaboración de envases de hojalata permiten que la compañía obtenga costos unitarios menores que los de su competencia. Durante el mismo periodo, el margen Ebitda<sup>3</sup> de Gloria es 13,98% mientras que el de Laive, 7,31%. La diferencia de 2,61 se explica por el mejor margen bruto que presenta Gloria; mientras que los cuatro puntos porcentuales restantes se deben a que Laive realiza mayores inversiones en publicidad y contrata mayores servicios de terceros tal como se puede visualizar en el anexo 26. Finalmente, el Return of Sales (ROS)<sup>4</sup> de Gloria es de 7,28% mientras que el de Laive, 2,42% (ver gráfico 3). En el anexo 27 se presenta el análisis de los ratios semestrales de Gloria; en el anexo 28 se presenta el análisis del costo de ventas, gastos de administración y gastos de ventas.

Entre el 2012 y 2016, el ROA<sup>5</sup> de la compañía disminuyó de 15,16% a 12,47%; mientras que el de Laive disminuyó de 8,49% a 5,97%. Gloria cuenta con un margen operativo que oscila entre

<sup>3</sup> Son las siglas en inglés de Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization; es decir, el beneficio bruto de explotación calculado antes de la deducibilidad de los gastos financieros.

<sup>4</sup> Retorno de las ventas.

<sup>5</sup> Son las siglas en inglés de Return On Assets, que significa rentabilidad sobre activos.

11% y 13%, mientras que el de Laive, entre 4% y 5,5%, lo que demuestra que la eficiencia de los activos de Gloria es superior a la de Laive (sin embargo, la rotación de activos de Laive es superior a la de Gloria). Respecto al ROE<sup>6</sup>, Gloria disminuyó de 17,67% a 13,51%; mientras que Laive disminuyó de 9,45% a 5,27%. La diferencia entre ambas compañías, de acuerdo con el análisis Dupont, se debe a que el ROS de Gloria es de 7,28% (promedio de los últimos cinco años), mientras que el de Laive es 2,42%; situación que se presenta porque Gloria cuenta con eficiencias operativas que le permiten tener un mejor margen bruto y a su vez, menores gastos operativos que Laive (ver gráfico 4).

## **1.2 Liquidez**

La liquidez corriente del periodo 2012-2016 fue mayor a 1,65 y alcanzó su máximo nivel en el 2014 (1,88); en los dos años siguientes disminuyó ligeramente (1,80 en el 2015 y 1,77 en el 2016). Al cierre del primer semestre del 2017, la liquidez se incrementó a 1,91. Este último incremento se generó por la reducción de las obligaciones financieras de corto plazo en 65,31%. Según Apoyo & Asociados (2017), la compañía, en el primer semestre de 2017, ha realizado una reestructuración de deuda de corto a largo plazo (pagarés). Al cierre del primer semestre de 2017, la deuda de corto plazo representó el 8,7% del total de la deuda (23,4% al cierre del 2016). Esta reestructuración permite que la compañía cuente con mayores fondos líquidos disponibles para cubrir sus obligaciones de corto plazo. Como consecuencia de lo antes mencionado, la prueba ácida y la liquidez absoluta también presentan mejoras alcanzando 0,83 y 0,09, respectivamente (ver gráfico 5). En el caso de Laive, al cierre del primer semestre del 2017, la liquidez también se incrementó, pero debido a la reducción de cuentas por pagar en 32,53%, respecto al cierre del 2016, lo que también influyó sobre la prueba ácida y la liquidez absoluta, las cuales se incrementaron a 0,53 y 0,03, respectivamente (0,40 y 0,01 al cierre del 2016).

Como resultado de la evaluación de los indicadores anteriores, Gloria tiene mayor liquidez que Laive, principalmente por el alto porcentaje de cuentas por cobrar de corto plazo que mantiene.

## **1.3 Solvencia**

Al cierre del año 2016, Gloria contaba con dos programas de bonos corporativos iniciados en el 2014. El primer programa le permite tener bonos emitidos en circulación por un importe de hasta

---

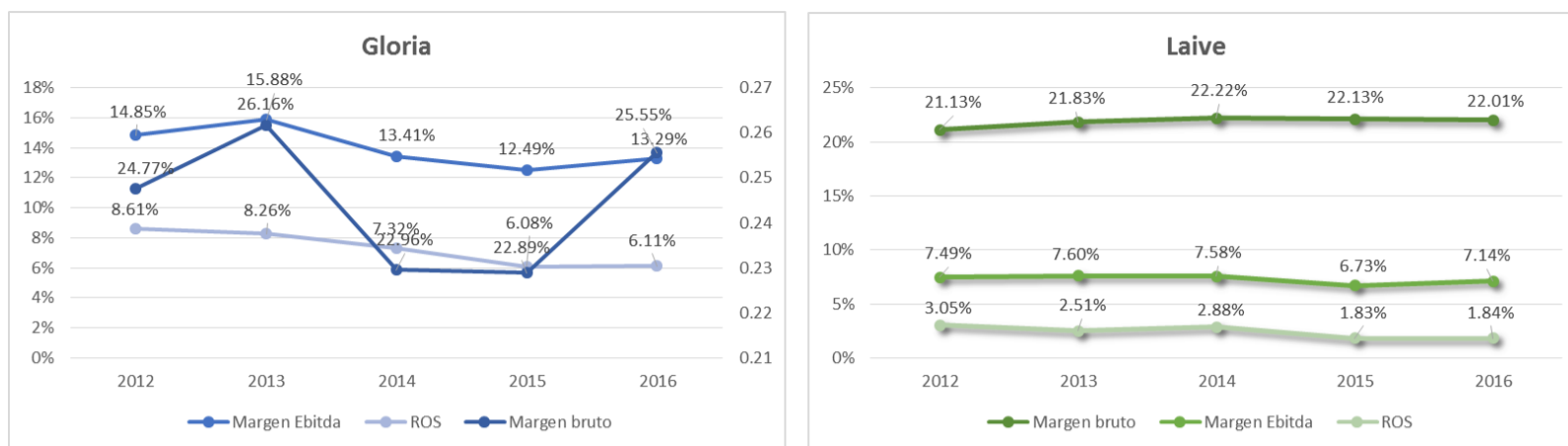
<sup>6</sup> Son las siglas en inglés de Return on equity, que significa rentabilidad sobre el patrimonio.

US\$ 250 millones; mientras que el segundo programa es por un importe máximo de US\$ 200 millones. El monto colocado de ambos programas al cierre del 2016 se aprecia en el anexo 29.

Entre 2014 y 2016 Gloria incrementó su deuda financiera en 30%, producto de la emisión de bonos corporativos que financian sus inversiones en activos fijos. Al cierre del 2016, la deuda bancaria total de la compañía ascendió a S/ 835 millones. Sin embargo, en los primeros seis meses del año 2017, Gloria ha reestructurado su deuda alcanzando S/ 775 millones al cierre de junio 2017 y obteniendo un ratio deuda-patrimonio de 0,49x (0,52x al cierre del 2016) y un incremento en el ratio de cobertura de interés a 6,82x (5,75x al cierre del 2016). Laive terminó el 2016 con una deuda financiera de S/ 58 millones que se incrementó a S/ 72 millones al cierre del primer semestre de 2017, principalmente para financiar sus cuentas por cobrar comerciales. El ratio deuda-patrimonio y la cobertura de intereses se incrementaron a 0,38x y 3,19x, respectivamente (0,31x y 2,61x, respectivamente, al cierre del 2016); esto porque financia sus inversiones en activo fijo con préstamos bancarios de corto y mediano plazo (ver gráfico 6).

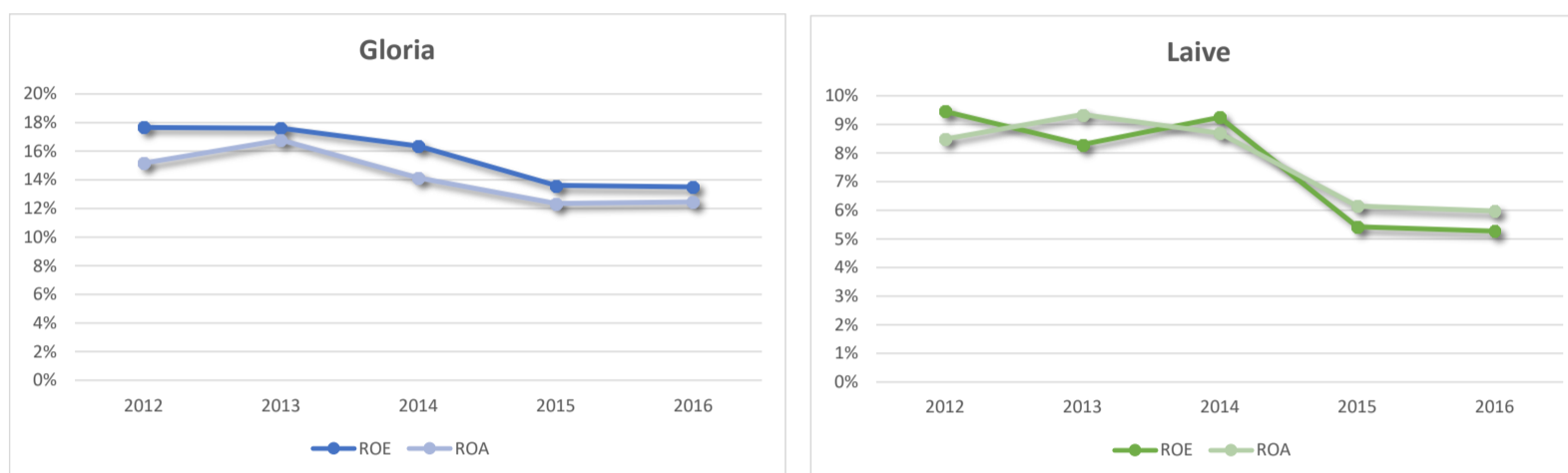


**Gráfico 3. Ratios de rentabilidad de Gloria y Laive**



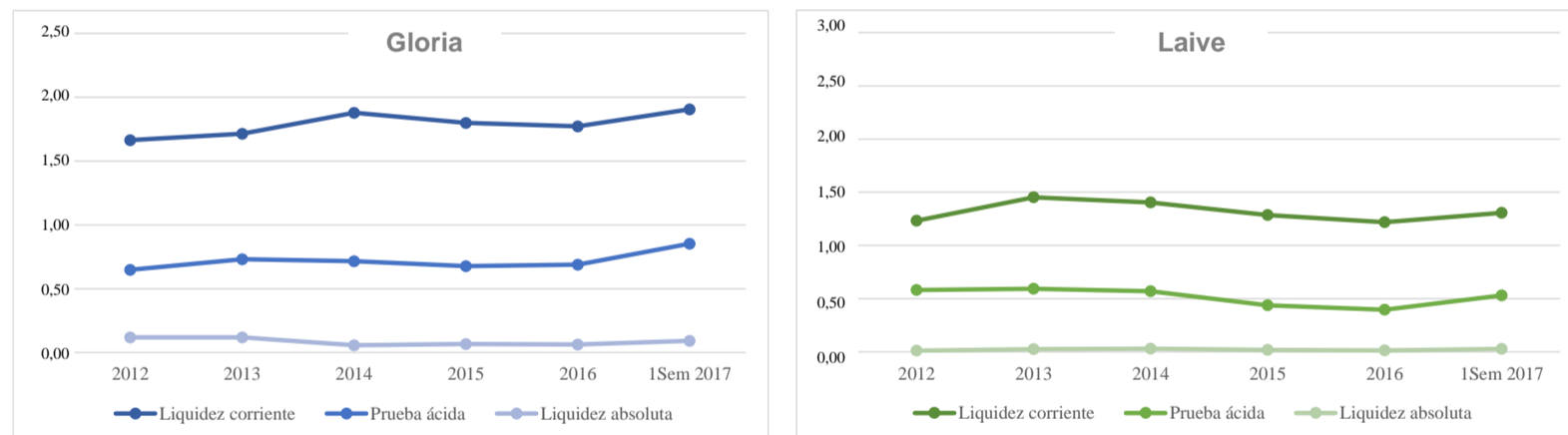
Fuente: Gloria S.A., 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a; y Laive S.A., 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017a.  
Elaboración: Propia, 2018.

**Gráfico 4. ROE versus ROA operativo de Gloria y Laive**



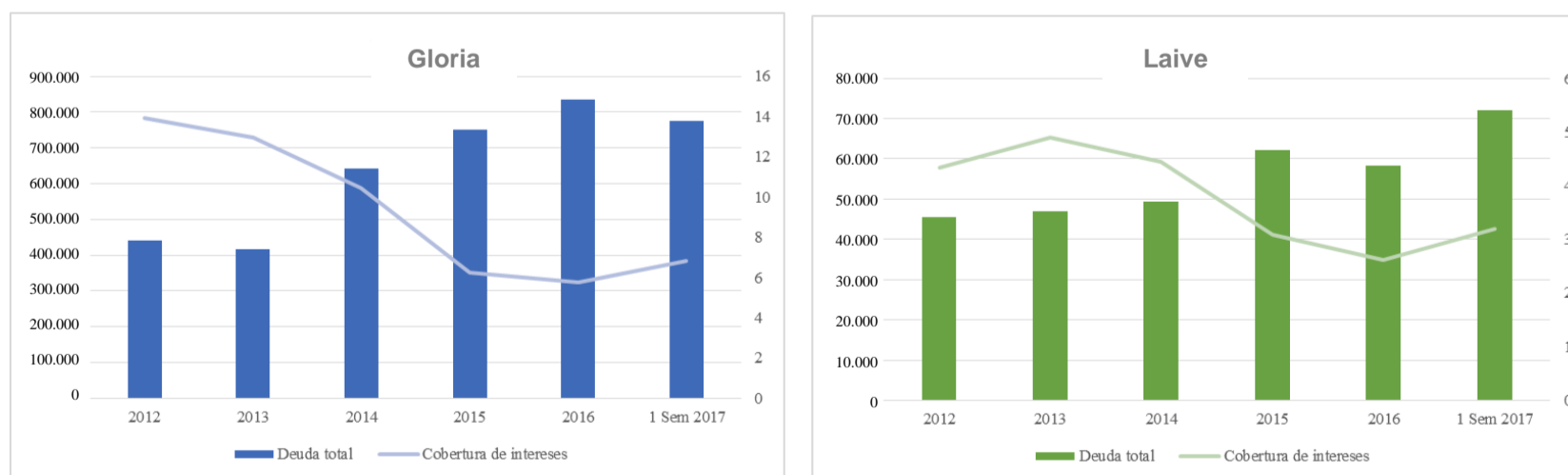
Fuente: Gloria S.A., 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a; y Laive S.A., 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017a.  
Elaboración: Propia, 2018.

**Gráfico 5. Ratios de liquidez de Gloria y Laive**



Fuente: Gloria S.A., 2008a, 2009a, 2010a, 2011a, 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a.  
Elaboración: Propia, 2018.

**Gráfico 6. Apalancamiento financiero de Gloria y Laive (en miles de soles)**



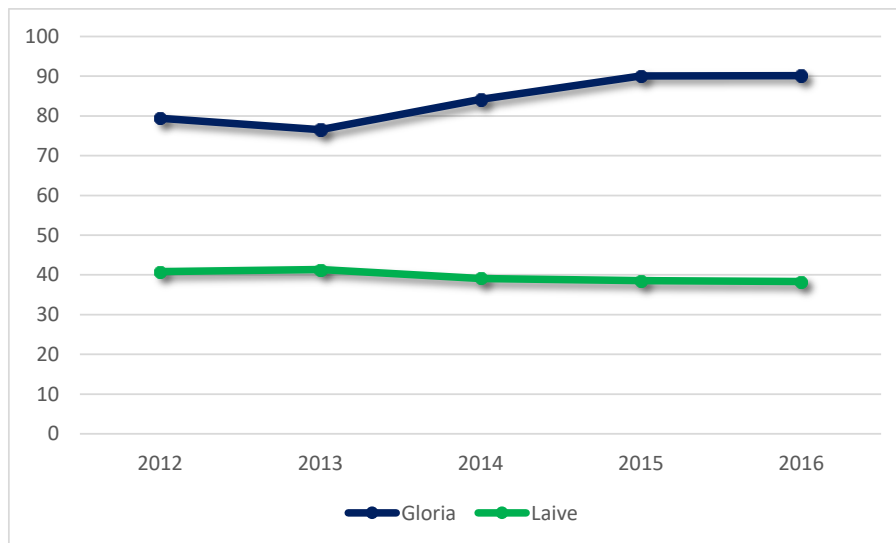
Fuente: Gloria S.A., 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a, 2017b; y Laive S.A., 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017a, 2017b.  
Elaboración: Propia, 2018.

## 1.4 Gestión

El ciclo de negocio de una compañía está compuesto por el periodo medio de cobro, los días de rotación de inventarios y el periodo medio de pago a proveedores. Gloria cerró el 2012 con un ciclo de negocio de 79 días, el cual se incrementó a 90 días al cierre del 2016, principalmente por el aumento de los días de rotación de inventario (de 83 días en 2012 a 99 días en 2016).

En el caso de Laive, el ciclo de negocio se ha mantenido entre 38 y 41 días durante el 2012 y 2016. Sin embargo, la estructura interna del ciclo de negocio ha cambiado. Los días de rotación de inventarios se han incrementado de 56 días (2012) a 91 días (2016), pero se calzaron con una disminución en el periodo medio de cobro y un incremento en el periodo medio de pago a proveedores; práctica que Gloria no ha incluido dentro de su estrategia. Los ciclos de negocio de ambas compañías se observan en el siguiente gráfico.

**Gráfico 7. Ciclo de negocio de Gloria y Laive**



Fuente: Gloria S.A., 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a; y Laive S.A., 2013, 2014, 2015, 2016, 2017a.  
Elaboración: Propia, 2018.

## 1.5 Necesidades Operativas de Fondos (NOF) versus Fondo de Maniobra (FM)

De acuerdo con Calleja (2008:1-18), las necesidades operativas de fondos (NOF) son inversiones netas necesarias en operaciones corrientes realizadas por una compañía, una vez deducido el financiamiento espontáneo generado por las propias operaciones. Su cálculo está dado por las cuentas por cobrar más existencias menos cuentas por pagar más cuentas de periodificación. Y el

fondo de maniobra (FM) es el recurso financiero permanente que queda después de financiar el activo fijo. Su cálculo está dado por los capitales permanentes menos el activo fijo.

Gloria, entre el 2012 y 2016, incrementó sus ventas en 26%; sin embargo, las NOF se incrementaron en 51% debido al aumento de cuentas por cobrar a empresas comerciales y relacionadas. Entre el 2012 y 2016, se ha financiado más del 70% de las NOF a través del FM. La porción de las NOF no cubiertas se financió con pasivos circulantes negociados, los cuales contribuyeron a incrementar la tesorería. De acuerdo con Court (2012), en situaciones de crecimiento del negocio, es una sana práctica financiera que gran porcentaje de las NOF estén cubiertas por el fondo de maniobra. En la siguiente tabla se visualiza las NOF y FM de la compañía entre el 2012 y el primer semestre del 2017.

**Tabla 5. Necesidades operativas de fondos y fondo de maniobra (miles de soles), 2012-2017**

	2012	2013	2014	2015	2016	1 Sem 2017
NOF	509.418	519.999	792.374	726.427	769.231	672.337
FM	419.442	499.319	660.605	672.143	611.310	671.797
Porcentaje de NOF financiado con FM	82,34%	96,02%	83,37%	92,53%	79,47%	99,92%
Pasivos circulante negociados	130.481	100.614	173.795	106.857	195.278	67.739
Efectivo y equivalente de efectivo	60.598	82.662	42.026	56.172	49.342	67.199

Fuente: Gloria S.A., 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a.

Elaboración: Propia, 2018.

## 2. Finanzas estructurales

### 2.1 Descripción de las políticas de la empresa

La política comercial de la compañía establece que las cuentas por cobrar y pagar a vinculadas y a terceros son de corto plazo, no están sujetas a intereses y no cuentan con garantías específicas. El plazo otorgado a empresas vinculadas oscila entre 60 y 90 días, y a terceros entre 30 y 60 días. La compañía otorga préstamos a proveedores de leche y a empresas vinculadas a corto y largo plazo. En el 2016, las tasas de interés para proveedores de leche fueron 7% (moneda nacional) y 4,54% (moneda extranjera); mientras que las tasas de interés para empresas vinculadas fueron 5,27% (moneda nacional) y 1,27% (moneda extranjera). Por otro lado, el plazo de las cuentas por pagar de la compañía a vinculadas y terceros es de 60 a 90 días. La política financiera respecto al manejo de los excedentes de efectivo establece que en primer lugar deben pre pagarse obligaciones de corto plazo y de contar con remanentes, realizar inversiones a plazo fijo.

La política de capital tiene como objetivos disponer del capital de manera que continúe brindando retornos a los accionistas y beneficios a los otros participantes, y mantener una fuerte base de capital para apoyar el desarrollo de las actividades. La política de inversión tiene como propósito incrementar la capacidad productiva, mejorar los productos y desarrollar nuevos. En todas las inversiones se busca asegurar la calidad de los productos, la eficiencia de costos y el cumplimiento de los estándares de calidad y de protección del medio ambiente. La política de dividendos de largo plazo al cierre del 2016 no estaba establecida; sin embargo, la distribución de dividendos, de acuerdo con la Memoria Anual de la compañía del 2016 (Gloria 2017c), está sujeta a:

- Las disposiciones del artículo 230 y siguientes de la Ley General de Sociedades, las cuales establecen que los dividendos se pagan en razón a utilidades obtenidas y cuando el patrimonio es mayor al capital pagado; el reparto de dividendos se realiza para todas las acciones que ha emitido la empresa; está permitido los dividendos a cuenta; se permite que el directorio decida el importe del dividendo cuando esta facultad está delegada en esta instancia; el importe máximo de reparto de dividendos es igual a la mitad de la utilidad distribuible.
- Si la empresa, luego de cumplir con las detracciones de ley y estatutarias y demás obligaciones, tuviera utilidades del ejercicio de libre disposición, estas se destinarán a una cuenta de resultados acumulados.
- Las utilidades retenidas de ejercicios anteriores que sean de libre disposición se distribuirán vía dividendo, para lo cual se podrá disponer de hasta el 60% de dichas utilidades, previa aprobación de la Junta General de Accionistas.

## **2.2 Características de la inversión de la empresa**

Gloria realiza diferentes tipos de inversiones de capital que cubren las necesidades de operación y les permiten realizar nuevos proyectos (ver detalle en el anexo 30). Entre el 2012 y 2016, sus principales inversiones han sido en maquinarias y equipos debido a las ampliaciones que ha realizado en sus plantas. El detalle se observa en la siguiente tabla.

**Tabla 6. Inversiones realizadas por la compañía (en miles de soles)**

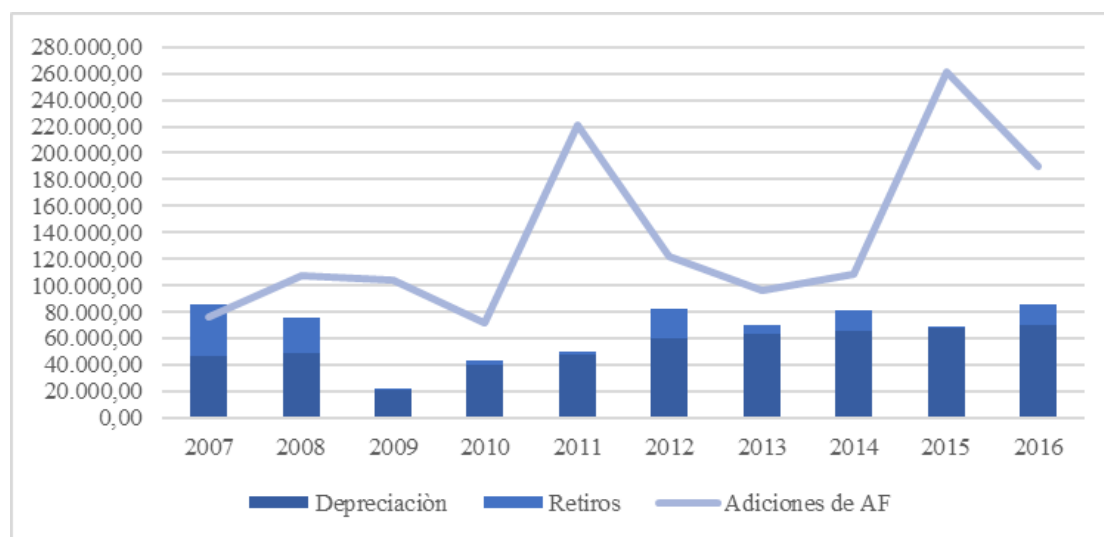
Tipo de activo fijo	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Terrenos	6.545	3.087	9.898	21.742	659	31.914	11.726	5.065	25.521	-
Edificios	16.632	13.288	26.079	19.665	56.659	19.821	30.166	46.007	59.054	19.975
Maquinaria y equipo	48.314	81.670	63.314	25.322	152.527	62.457	50.870	49.516	158.250	162.090
Muebles y enseres	4.369	8.942	2.345	4.143	5.790	5.475	1.683	5.420	16.651	5.289
Unidades de transporte	548	548	2.730	1.180	5.735	1.766	1.524	2.375	1.651	2.272
<b>Total</b>	<b>76.408</b>	<b>107.535</b>	<b>104.366</b>	<b>72.052</b>	<b>221.370</b>	<b>121.433</b>	<b>95.969</b>	<b>108.383</b>	<b>261.127</b>	<b>189.626</b>

Fuente: Gloria S.A., 2008a, 2009a, 2010a, 2011a, 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a.

Elaboración: Propia, 2018.

En cada año, las inversiones en activo fijo han sido superiores a la depreciación y a los activos retirados, contribuyendo a aumentar la capacidad productiva, como se observa en el gráfico 8.

**Gráfico 8. Inversiones en activo fijo versus depreciación y retiros (en miles de soles)**



Fuente: Gloria S.A., 2008a, 2009a, 2010a, 2011a, 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a.

Elaboración: Propia, 2018.

La capacidad instalada y utilizada de Gloria para el 2015 y 2016 se presenta en el anexo 31.

### 3. Diagnóstico financiero

Las ventas de la compañía, entre el 2007 y 2016, tuvieron una tasa de crecimiento CAGR de 7,72%; no obstante, la tasa del 2016 fue de 0,42%. El costo de ventas tuvo un comportamiento similar e inclusive, en el 2016, presenta un decrecimiento con respecto al 2015. Lo anterior, en conjunto con la administración adecuada de gastos, genera resultados positivos que no demuestran problemas económicos.

Sin embargo, al cierre del año 2016, Gloria presenta problemas financieros de dos tipos: operativos y estructurales. Según Martínez (2000), los problemas financieros operativos se generan por un incremento de las NOF; mientras que los problemas financieros estructurales por una falta de FM. Respecto a los problemas financieros operativos, las NOF de la compañía son mayores principalmente por cuatro razones: el incremento desproporcionado de las cuentas por cobrar a empresas comerciales y relacionadas respecto a las ventas; el incremento en los precios internacionales de materia prima (hojalata y leche en polvo) que obligaron a que la compañía incrementen su stock; la mayor cantidad de productos que produce y comercializa (basado en su estrategia de diversificación) que la obligan a tener una mayor cantidad de existencias, y la función implícita de caja que tiene la compañía para con las demás empresas del Grupo Gloria. En relación con los problemas financieros estructurales, el FM ha disminuido debido a altas adquisiciones de activo fijo (al cierre de 2016, el activo no corriente se incrementó en 20% respecto al cierre del 2014; mientras que el recurso financiero permanente en 11% para el mismo periodo); y los altos importes por dividendos que reparte (S/ 220 millones en 2016 y S/ 157 millones en 2015).

En los primeros seis meses del 2017, la compañía se ha comportado de la misma manera; incrementando sus NOF en 26,3% a comparación del año anterior y el FM solo en 9,8%. Los dividendos repartidos en el 2017 ascendieron a S/ 150 millones.

## **Capítulo VII. Valoración**

### **1. Supuestos de proyecciones**

Para realizar los supuestos de la proyección de estados financieros se asume que la compañía continuará realizando operaciones en el negocio de alimentos y bebidas, específicamente relacionados a lácteos. Los supuestos principales de la proyección se detallan en los anexos 32 y 36. Las proyecciones de venta pueden ser visualizadas en el anexo 33, y las proyecciones del balance general y el estado de resultados pueden ser visualizados en el anexo 34. Cabe mencionar que para validar los supuestos proyectados se realiza un análisis de consistencia desarrollado en el anexo 35.

### **2. Determinación del costo ponderado de capital (WACC)**

Según Fernández (2015a), el WACC es la tasa de descuento utilizada para descontar los flujos de caja libre esperados de una compañía y se encuentra expresada como un promedio ponderado del costo de la deuda ( $K_d$ ) y la rentabilidad exigida a las acciones (costo de capital,  $K_e$ ).

Para calcular el WACC de la compañía, el costo de la deuda fue estimado como promedio ponderado del costo de pagarés y bonos emitidos por esta. El costo de capital fue estimado bajo la metodología del Capital Asset Pricing Model (CAPM), práctica común del mercado según el informe de EY (2017); y, debido a que Gloria S.A. se encuentra localizada dentro de un mercado emergente, se le adicionó una prima por riesgo país, según el modelo de Damodaran comentado por Mongrut (2006). Al cierre del 2016, considerando una tasa impositiva de 28%. A valor de mercado se estima un WACC en soles de 10,24% para la compañía. El detalle de la metodología utilizada puede apreciarse en el anexo 37.

### **3. Métodos de valoración**

#### **3.1 Determinación de los flujos de caja libre**

Según Fernández (2015a), se puede determinar el valor de una empresa estimando los flujos futuros de dinero y descontándolos a una tasa de descuento apropiada (WACC). En el caso de Gloria, se realizó la valoración al 31 de diciembre de 2016, considerando el análisis financiero y estratégico realizado previamente. Producto de estas proyecciones se obtuvieron los flujos futuros de la compañía, que pueden ser observados en la tabla 7.

Al traer al valor presente estos flujos futuros a un WACC de 10,24% se obtiene un valor de S/ 1.559 millones. En el caso del valor terminal (perpetuidad), se consideró una tasa de crecimiento a perpetuidad “g” de 2,88% (promedio del crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI) e inflación según el Fondo Monetario Internacional (FMI), y se obtuvo un valor final de S/ 2.044 millones. Para determinar el valor de mercado del patrimonio se agregó la tesorería (saldo de caja y bancos a diciembre de 2016) y las inversiones financieras (saldo a diciembre de 2016), y se restó la deuda a valor de mercado tal como se puede observar en la tabla 8.

La prima por derecho político que determina la diferencia entre el valor por acción común y el valor por acción de inversión se presenta en el anexo 36.

El EBIT del periodo 2012 – 2016 fue, en promedio, 11.93% de los ingresos; oscilando entre 214 y 250 millones de soles. La tendencia del 2018 en adelante es que este EBIT sea en promedio 12.69% de los ingresos asociado directamente al incremento de las ventas. Sin embargo, el año 2017 muestra algunos efectos atípicos a los demás años proyectados que generan que el EBIT resulte en 7.76% de los ingresos:

- a) Las ventas presentan un crecimiento de 1.24% producto de los efectos del Fenómeno El Niño y el Caso Pura Vida que fueron incorporados dentro del modelo de proyección de ventas.
- b) A mediados del 2016, Gloria cambió el porcentaje de comisiones de ventas que otorgaba a su asociada Deprodeca de 5% a 7.5%; lo que generó que en el 2016 las comisiones de las ventas representen 4.46% de las ventas (Durante el periodo 2012 – 2015, estas comisiones representaban, en promedio, 3.08% de los ingresos). Para el 2017, se consideró que el porcentaje sobre el total de ventas se incremente a 5.84%; sin embargo, se espera que a mediados del 2018 Gloria cambie nuevamente su comisión de ventas a 5%.
- c) Considerando el caso Pura Vida y la necesidad de Gloria de cambiar la mala imagen que proyectó en el segundo trimestre del año, se espera que la Compañía invierta en mayor publicidad, y ésta se incremente de 4.16% (promedio de 2012-2016) a 5.5%. Esto se sustenta en la cantidad de publicidad adicional que se observó vía televisión y redes sociales que explicaban: (a) el motivo por el cual Gloria utiliza leche en polvo; (b) el proceso productivo y (c) la preocupación de Gloria para con la mejora de la calidad de leche fresca que producen sus proveedores. En los años posteriores se ha considerado un incremento en el gasto de publicidad a 5% del total de las ventas para el 2018 y de 4.48% para los años posteriores.
- d) Pese al caso Pura Vida, no se encontró ninguna información pública que indicara que la Compañía redujera personal en este periodo por lo que se ha mantenido un ratio constante sobre las ventas durante el periodo de proyección.



**Tabla 7. Flujos proyectados para la compañía 2017 -2026 y perpetuidad (en miles de soles)**

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	Perpetuidad
Ebit	277,670	410,727	508,933	543,065	578,786	612,269	646,890	682,075	717,765	753,961	753,961
Impuesto	- 88,592	- 131,044	- 162,377	- 173,267	- 184,664	- 195,347	- 206,393	- 217,619	- 229,006	- 240,555	- 240,555
Nopat	189,078	279,683	346,555	369,798	394,122	416,922	440,497	464,456	488,759	513,407	513,407
Depreciación	87,816	85,555	91,199	97,122	103,427	109,971	116,853	124,069	131,631	139,551	147,847
Amortización	1,862	2,126	2,390	2,654	2,919	3,183	3,447	3,711	3,975	4,239	4,239
Variación de NOF	5,977	73,184	2,243	14,605	31,080	36,768	38,160	38,346	38,637	39,722	31,347
Capex	- 3,372	- 176,143	- 186,811	- 200,196	- 211,087	- 224,730	- 239,096	- 254,508	- 271,175	- 289,319	- 246,757
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>281,362</b>	<b>118,037</b>	<b>255,577</b>	<b>254,774</b>	<b>258,302</b>	<b>268,579</b>	<b>283,540</b>	<b>299,382</b>	<b>314,552</b>	<b>328,156</b>	<b>387,388</b>

Fuente: Elaboración propia, 2018.

**Tabla 8. Valor de mercado del patrimonio**

	Valor presente	%
Valor presente del 2017 - 2026	1,559,180	43.27%
Valor presente de la perpetuidad	2,044,393	56.73%
<b>Enterprise value (miles de soles)</b>	<b>3,603,573</b>	<b>100.00%</b>
Tesorería (2016)	49,342	
Inversiones financieras (2016)	174,842	
Deuda a valor de mercado	-845,286	
<b>Equity value (miles de soles)</b>	<b>2,982,471</b>	
Total de acciones comunes equivalentes	410,821,419	
Valor por acción común (soles)	7.26	
Valor por acción de inversión (soles)	5.86	

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Con respecto al CAPEX, durante el periodo de proyección 2017 a 2019 y 2022 a 2026, es financiado en su totalidad por el efectivo generado de las actividades de operación. A través de la emisión de bonos por 150 millones de soles en el año 2020, se cubre el 67% del CAPEX. El importe remanente es financiado por el efectivo generado de las actividades de operación.

En el 2021 se emite un bono por 80 millones de soles, el cual cubre el 34% del CAPEX, el resto del CAPEX es financiado por el efectivo generado de las actividades de operación

### **3.2 Múltiplos comparables**

Según Badenes y Santos (1999:1-24), el método de múltiplos comparables permite obtener el valor de mercado de una empresa por analogía con el valor de mercado de otras empresas. En el caso de estudio, se han seleccionado dos compañías comparables del mismo sector que, aunque no son perfectamente comparables, tienen como principal actividad la producción y comercialización de leche y derivados lácteos. Se calcula el promedio de los últimos cuatro años sobre los ratios EV/Ebitda y EV/Ventas de cada una de ellas a fin de obtener los múltiplos promedio.

La valoración por el múltiplo EV/Ebitda proyecta un valor de la acción común de S/ 12,92; mientras que para la acción de inversión de S/ 9,35. En el caso de la valoración EV/Ventas, el valor de la acción obtenido para la acción común es de S/ 8,69; mientras que para la acción de inversión S/ 6,29. El detalle de este análisis se presenta en el anexo 38.

## Capítulo VIII. Análisis de riesgos

### 1. Riesgos identificados

Se han identificado los siguientes riesgos de la compañía (ver anexo 39).

**Tabla 9. Riesgos de Gloria S.A.**

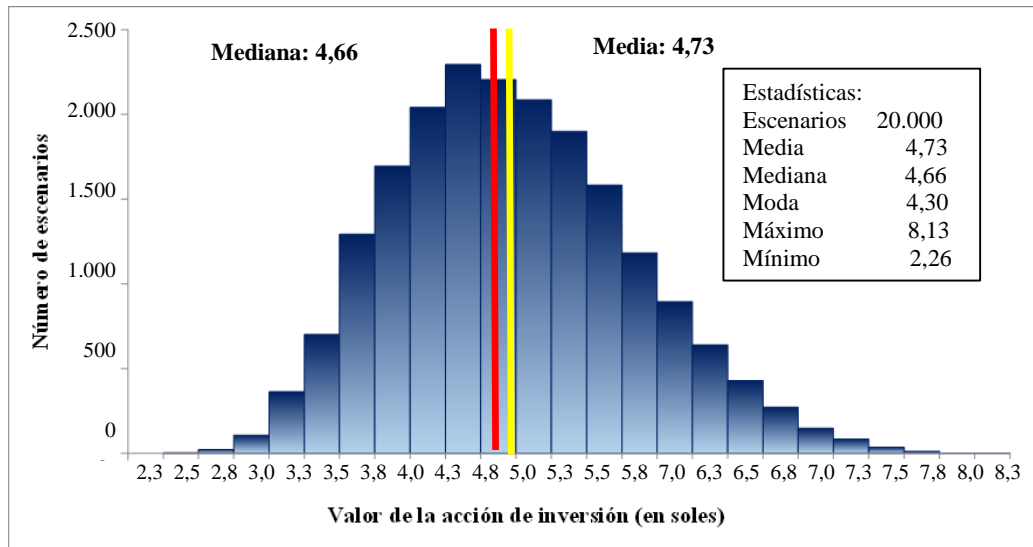
Riesgo	Descripción
Crédito	Se considera como la posibilidad de pérdidas ante la incapacidad de pago de los deudores. Se mitigan estos riesgos otorgando plazos de créditos conservadores y a clientes conocidos.
Tipo de cambio	La compañía realiza operaciones en dólares americanos, principalmente las importaciones de materia prima y maquinaria (pasivos de corto plazo). La apreciación del tipo de cambio origina que sus importaciones de leche en polvo se encarezcan, incrementando el costo de venta unitario; y también, una pérdida por diferencia de cambio ante el descalce que presenta el pasivo.
Precios	La compañía se encuentra expuesta a los cambios de los precios internacionales de leche en polvo y hojalata (los cuales se han incrementado en los últimos años). Para mitigar este riesgo, adelantan las compras de estos insumos.
Tasa de interés	Los cambios en las tasas de interés en el país pueden generar cambios en las tasas de interés de los préstamos otorgados por las entidades financieras. La compañía ha reestructurado su deuda y ha generado préstamos a tasas fijas.
Liquidez	Se considera como la posibilidad de incumplir con los compromisos de corto plazo. Para ello, Gloria S.A. cuenta con líneas de crédito que le permiten solventar sus necesidades operativas de fondos; mientras que las emisiones de bonos realizadas en años anteriores han solventado las inversiones en activo fijo.
Operacionales	La compañía cuenta con procedimientos establecidos, así como personal capacitado que controla las operaciones diarias, lo que le permite mitigar el riesgo de errores humanos. Asimismo, cuenta con un área de auditoría interna que le permite revisar el cumplimiento de los procesos y detectar actividades irregulares.
Regulatorios	Gloria S.A. puede ser impactada por el proyecto de ley que restringe el uso de leche en polvo en los productos lácteos. Asimismo, también puede verse afectada por la Ley de Comida Chatarra que afecta la línea de jugos y refrescos.
Sociales	Las operaciones de la compañía pueden verse afectadas por los conflictos sociales o por el Fenómeno El Niño, que no permiten el acopio de leche fresca ni la distribución del producto final a las diferentes zonas del país.

Fuente: Elaboración propia, 2018.

### 2. Análisis de sensibilidad

A través de la simulación de Monte Carlo se ha encontrado que el valor de la acción de inversión es en promedio S/ 4,73 y la mediana de S/ 4,66 (ver gráfico 9). Para mayor detalle de la simulación se puede revisar el anexo 40; mientras que el análisis de sensibilidad estático se encuentra en el anexo 41.

**Gráfico 9. Valores de la acción de inversión a través de la simulación de Monte Carlo**



Fuente: Elaboración propia, 2018.

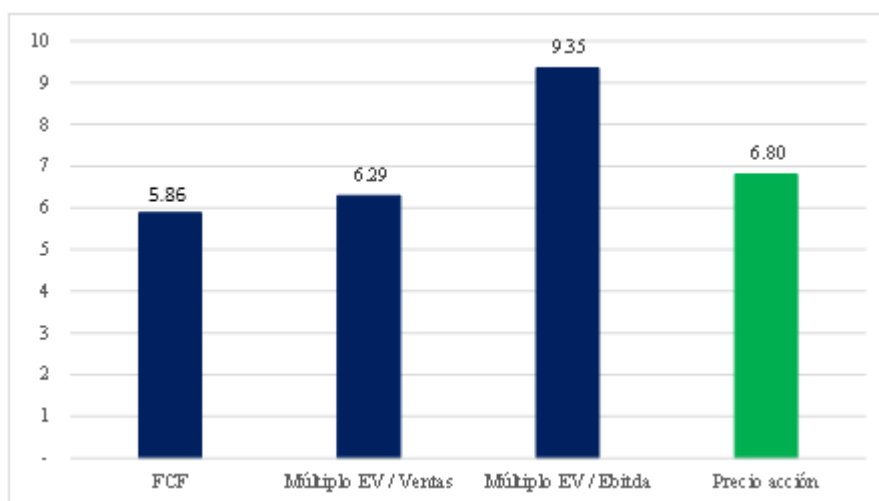
## Capítulo IX. Resumen de la inversión

### 1. Resultados

Durante el periodo de análisis, la compañía ha crecido a un ritmo superior al 8%; sin embargo, en el 2016 su crecimiento fue de 0,42%. El caso Pura Vida y la forma en que la compañía buscó solucionarlo no ayudaron para que las ventas se incrementen durante el 2017, y el consumidor peruano reemplazó el consumo de esta marca por otras marcas masivas o artesanales. Pese a lo anterior, Gloria es líder en el mercado y ha alcanzado esta posición empleando economías de escala que reducen sus costos unitarios y distribuyendo sus productos a lo largo de todo el país; por ello, es considerada una de las marcas más recordadas del Perú.

Luego de aplicar tres métodos de valoración para la compañía se obtienen los siguientes valores para la acción de inversión:

**Gráfico 10. Resumen de métodos de valoración al 31 de diciembre de 2016**



Fuente: Elaboración propia, 2018.

### 2. Recomendación

El precio de la acción al 31 de diciembre de 2016 fue de S/ 6,80, mientras que el valor por la acción de inversión obtenido por el método de flujos descontado es de S/ 5,86 y el método de múltiplo EV/Ventas es de S/ 6,29. Considerando que los valores obtenidos son cercanos a S/ 6,80 se recomienda mantener la acción y evaluar las acciones futuras que realice la compañía.

## Bibliografía

Adex Data Trade. (2017). “Exportaciones”. [Base de datos]. Fecha de consulta: 03/05/2017. Disponible en: <<http://www.adexdatatrade.com>>.

Ansoff, I. (1957). “Strategies for diversification”. En: *Harvard Business Review*. Estados Unidos, vol. 35 (5).

Apoyo & Asociados. (2017). “Gloria S.A. Informe anual”. Mayo de 2017. En: *aai.com.pe*. [PDF]. Fecha de consulta: 02/06/2017. Disponible en: <<http://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2017/05/Gloria-Dic-16.pdf>>.

Badenes, C. y Santos, J.M. (1999). “Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables”. Madrid: IESE, Universidad de Navarra. [PDF]. Fecha de consulta: 20/12/2017. Disponible en: <<http://web.iese.edu/pablofernandez/docs/FN-0462.pdf>>.

Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). (2017). *Reporte de inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2017-2019. Diciembre de 2017*. Lima: BCRP. [PDF]. Fecha de consulta: 20/12/2017. Disponible en: <<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2017/diciembre/report-de-inflacion-diciembre-2017.pdf>>.

Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). (2017a). “Índices promedio anual (variación porcentual) – IPC”. En: *estadisticas.bcrp.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 02/11/2017. Disponible en: <<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/anuales/resultados/PM05217PA/html>>.

Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). (2017b). *Reporte de inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2017-2019. Septiembre de 2017*. Lima: BCRP. [PDF]. Fecha de consulta: 20/12/2017. Disponible en: <<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2017/setiembre/report-de-inflacion-setiembre-2017.pdf>>.

Banco Mundial. (2017). “Perú Panorama General”. En: *bancomundial.org*. [En línea]. Fecha de consulta: 18/05/2017. Disponible en: <<http://www.bancomundial.org/es/country/peru/overview>>.

Barney, J., y Hesterly, W. (2015). *Strategic management and competitive advantage: Concepts and cases*. Boston: Pearson.

Bloomberg. (2017). “World Economic Statistics”. [Base de datos]. Fecha de consulta: 10/07/2017.

- Bloomberg. (2017a). “Commodities”. [Base de datos]. Fecha de consulta: 29/12/2017.
- Bloomberg. (2017b). “Generic United States 10 Year Government Note”. [Base de datos]. Fecha de consulta: 29/12/2017.
- Bloomberg. (2017c). “Grupo Lala SAB de CV (México)”. [Base de datos]. Fecha de consulta: 29/12/2017.
- Bloomberg. (2017d). “China Mengniu Dairy Co Ltd (Hong Kong)”. [Base de datos]. Fecha de consulta: 29/12/2017.
- Bloomberg. (2017e). “Gloria SA INVESTMENT SHARE (Lima)”. [Base de datos]. Fecha de consulta: 29/12/2017.
- Bravo, S. (2004). *El costo de capital en sectores regulados y mercados emergentes: metodología y casos aplicativos*. Lima: Escuela de Administración de Negocios para Graduados, ESAN.
- Calleja, J. (2008). “El fondo de maniobra y las necesidades operativas de fondos”. En: *IE Business School*. C03-269. [PDF]. Fecha de consulta: 22/11/2017. Disponible en: <<https://edissoncoba.wikispaces.com/file/view/Fondo+Maniobra+Teoria.pdf>>.
- CFA Institute. (2016). *Corporate Finance and Portfolio Management*. Level I, Volume 4. Estados Unidos.
- China Mengniu. (2017). “Estados Financieros 2016”. En: *mengniuir.com*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <[http://www.mengniuir.com/attachment/2017042717050200012793610\\_en.pdf](http://www.mengniuir.com/attachment/2017042717050200012793610_en.pdf)>.
- Class & Asociados S.A., clasificadora de riesgo. (2017a). “Fundamentos de clasificación de riesgo Gloria S.A.”. En: *classrating.com*. [PDF]. 31 de mayo del 2017. Fecha de consulta: 15/04/2017. Disponible en: <<http://www.classrating.com/informes/gloria2.pdf>>.
- Class & Asociados S.A., clasificadora de riesgo. (2017b). “Fundamentos de clasificación de riesgo Gloria S.A.”. En: *classrating.com*. [PDF]. 30 de noviembre de 2017. Fecha de consulta: 15/08/2017. Disponible en: <<http://www.classrating.com/informes/gloria1.pdf>>.
- Court, E. (2012). *Finanzas corporativas: con nuevos temas y ejercicios*. Segunda edición. Argentina: Cengage Learning Argentina.
- Damodaran, A. (2017). “Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 – Current”. En: *stern.nyu.edu*. [En línea]. Fecha de consulta: 20/12/2017. Disponible en: <<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>>.

David, F. (2008). *Conceptos de administración estratégica*. Décimo primera edición. México D.F.: Pearson Educación de México.

David, F. (2013). *Conceptos de administración estratégica*. Décimo cuarta edición. México D.F.: Pearson Educación de México.

Dávila, S. (2012). “¿Cómo se determina el costo de capital de las empresas sujetas a Regulación Tarifaria en el Perú?”. En: *Revista de derecho administrativo*. Número 12. [En línea]. Fecha de consulta: 11/01/2018. Disponible en: <<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoadministrativo/article/view/13500>>.

DeFusco, R.; McLeavey, D.; Pinto, J., y Runkle, D. (2007). *Quantitative investment analysis*. Segunda edición. New York: Wiley.

El Comercio (2017a). “¿Cómo comenzó el caso Gloria?”. En: *elcomercio.pe*. [En línea]. 02 de junio de 2017. Fecha de consulta: 08/08/2017. Disponible en: <<http://elcomercio.pe/economia/negocios/comenzo-caso-gloria-428192>>.

El Comercio (Junio 2017b). “Leche o producto lácteo? Conoce la propuesta de Inacal”. En: *elcomercio.pe*. [En línea]. 06 de junio de 2017. Fecha de consulta: 16/08/2017. Disponible en: <<http://elcomercio.pe/economia/peru/pura-vida-leche-producto-lacteo-conoce-propuesta-inacal-429088>>.

El Comercio (Junio 2017c). “Indecopi ordenó al Grupo Gloria paralizar la venta de Pura Vida Nutrimax en todo el país”. En: *elcomercio.pe*. [En línea]. 08 de junio de 2017. Fecha de consulta: 08/08/2017. Disponible en: <<http://elcomercio.pe/economia/grupo-gloria-acatara-orden-indecopi-dejara-vender-pura-vida-432782>>.

El Comercio (Junio 2017d). “Pura Vida: Este es el efecto que tendrá la crisis sobre el mercado lácteo y las ventas de Gloria”. En: *elcomercio.pe*. [En línea]. 12 de junio de 2017. Fecha de consulta: 16/08/2017. Disponible en: <<https://elcomercio.pe/economia/negocios/pura-vida-efecto-tendra-tesis-mercado-lacteo-ventas-gloria-433931>>.

EY. (2017). “¿Su empresa está al tanto de las últimas prácticas de valorización en el mercado?”. En: *ey.com*. [En línea]. Junio 2017. Fecha de consulta: 11/01/2018. Disponible en: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-ultimas-practicas-valorizacion-mercado/\\$File/EY-ultimas-practicas-valorizacion-mercado.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-ultimas-practicas-valorizacion-mercado/$File/EY-ultimas-practicas-valorizacion-mercado.pdf)>.

Fernández, P. (1999). “Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables”. En: *IESE Business School*. [PDF]. Fecha de consulta: 01/12/2017. Disponible en: <<http://web.iese.edu/pablofernandez/docs/FN-0462.pdf>>.



Fernández, P. (2015a). “WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores”. Documento de investigación DI-914. Marzo 2011. Madrid: IESE, Universidad de Navarra. [PDF]. Fecha de consulta: 03/01/2018. Disponible en: <<http://valorempresa.com/WACC.pdf>>.

Fernández, P. (2015b). “144 errores en valoraciones de empresas”. En: *IESE Business School*. Octava Edición.

Fernández, P. y Carabias, J. (2015). “El peligro de utilizar betas calculadas”. En: *IESE Business School*. [PDF]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm?abstractid=897700>>.

Fondo Monetario Internacional (FMI). (2017). “Word Economic Outlook Database”. En: *imf.org*. [En línea]. Fecha de consulta: 09/10/2017. Disponible en: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/weose1gr.aspx>>.

Francés, A. (2006). *Estrategia y planes para la empresa: con el cuadro de mando integral*. México D.F.: Pearson Educación.

Gloria S.A. (2003). *Memoria Anual 2002*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_Memorias.aspx?data=A84BDAFE42EDA8080BA2A674CA2271896F175FB780](http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias.aspx?data=A84BDAFE42EDA8080BA2A674CA2271896F175FB780)>.

Gloria S.A. (2003a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2002”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C](http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C)>.

Gloria S.A. (2004). *Memoria Anual 2003*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_Memorias.aspx?data=A84BDAFE42EDA8080BA2A674CA2271896F175FB780](http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias.aspx?data=A84BDAFE42EDA8080BA2A674CA2271896F175FB780)>.

Gloria S.A. (2004a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2003”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C](http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C)>.

Gloria S.A. (2005). *Memoria Anual 2004*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Gloria%20S.A.%202004.pdf>>.

Gloria S.A. (2005a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2004”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/GLORIA%20EE%20FF%202004.pdf>>.

Gloria S.A. (2006). *Memoria Anual 2005*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_Memorias.aspx?data=A84BDAFE42EDA8080BA2A674CA2271896F175FB780](http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias.aspx?data=A84BDAFE42EDA8080BA2A674CA2271896F175FB780)>.

Gloria S.A. (2006a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2005”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/2006008196-004143109-Gloria%20informe%20EE%20FF%20051231.pdf>>.

Gloria S.A. (2007). *Memoria Anual 2006*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_Memorias.aspx?data=A84BDAFE42EDA8080BA2A674CA2271896F175FB780](http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias.aspx?data=A84BDAFE42EDA8080BA2A674CA2271896F175FB780)>.

Gloria S.A. (2007a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2006”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/2007007897-004269859-GLORIA%20EEFF%2006.pdf>>.

Gloria S.A. (2008a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2007”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20EE%20FF%2007.pdf>>.

Gloria S.A. (2008b). *Memoria Anual 2007*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Gloria.pdf>>.

Gloria S.A. (2009a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2008”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <[http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria\\_auditado2008.pdf](http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria_auditado2008.pdf)>.

Gloria S.A. (2009b). *Memoria Anual 2008*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/GLORIA%20S%20A%20MEMORIA%20008.pdf>>.

Gloria S.A. (2010a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2009”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <[http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria\\_auditado2009.pdf](http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria_auditado2009.pdf)>.

Gloria S.A. (2010b). *Memoria Anual 2009*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Anual%20Gloria%202009.pdf>>.

Gloria S.A. (2011a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2010”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Auditado%20Gloria%202010.pdf>>.

Gloria S.A. (2011b). *Memoria Anual 2010*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Gloria%20S%20A%20%202010.pdf>>.

Gloria S.A. (2012a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2011”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Estados%20Financieros.pdf>>.

Gloria S.A. (2012b). *Memoria Anual 2011*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Gloria%202011.pdf>>.

Gloria S.A. (2013a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2012”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20Aud%2031dic12.pdf>>.

Gloria S.A. (2013b). *Memoria Anual 2012*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20de%20Gloria%202012.pdf>>.

Gloria S.A. (2014a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2013”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20Aud%2031dic13.pdf>>.

Gloria S.A. (2014b). *Memoria Anual 2013*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Gloria%202013.pdf>>.

Gloria S.A. (2015a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2014”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20Aud%2031dic14.pdf>>.

Gloria S.A. (2015b). *Memoria Anual 2014*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20de%20Gloria%202014.pdf>>.

Gloria S.A. (2016a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2015”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2014-15uv.pdf>>.

Gloria S.A. (2016b). *Memoria Anual 2015*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%202015.pdf>>.

Gloria S.A. (2017a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2016”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2016-15uv.pdf>>.

Gloria S.A. (2017b). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2017 – I Trimestre”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20Gloria%20al%2031%20de%20marzo%202017.pdf>>.

Gloria S.A. (2017c). *Memoria Anual 2016*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Gloria%202016.pdf>>.

Gloria S.A. (2017d). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2017 – II Trimestre”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20Gloria%20al%2030%20de%20junio%20de%20%202017.pdf>>.

Gloria S.A. (s.f.). “Productos”. En: *gloria.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.gloria.com.pe/>>.

Gloria S.A. (s.f.a). “Misión”. En: *gloria.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 10/05/2017. Disponible en: <<http://www.grupogloria.com/mision.html>>.

Gloria S.A. (s.f.b). “Visión”. En: *gloria.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 10/05/2017. Disponible en: <<http://www.grupogloria.com/vision.html>>.

Grupo Lala S.A.B. (2017). “Estados Financieros 2016”. En: *grupolala.com*. [grupolala.com]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.grupolala.com/sites/default/files/inversionistas/irp3q2017.pdf>>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (2016). “Desnutrición crónica infantil en niños y niñas menores de 5 años disminuyó en 3,1 puntos porcentuales”. En: *inei.gob.pe*. [En línea]. 18 de marzo de 2016. Fecha de consulta: 17/05/2017. Disponible en: <<https://www.inei.gob.pe/prensa/noticias/desnutricion-cronica-infantil-en-ninas-y-ninos-menores-de-cinco-anos-disminuyo-en-31-puntos-porcentuales-8963/>>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (2017). “En el Perú 264 mil personas dejaron de ser pobres entre los años 2015 y 2016”. En: *inei.gob.pe*. [En línea]. 10 de mayo de 2017. Fecha de consulta: 17/05/2017. Disponible en:

<<https://www.inei.gob.pe/prensa/noticias/en-el-peru-264-mil-personas-dejaron-de-ser-pobres-entre-los-anos-2015-y-2016-9710/>>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (s.f.a). “Sector real de producción / Sector agropecuario / Agroindustrial / Leche pasteurizada. Cuadro de datos”. En: *iinei.inei.gob.pe*. [Tabla en Excel]. Fecha de consulta: 04/11/2017. Disponible en: <<http://iinei.inei.gob.pe/iinei/siemweb/publico/>>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (s.f.b). “3.20 Población estimada y proyectada por sexo y tasa de crecimiento, según años calendarios, 2000-2050”. En: *inei.gob.pe*. [Tabla en Excel]. Fecha de consulta: 24/10/2017. Disponible en: <<http://www.inei.gob.pe/estadisticas/indice-tematico/poblacion-y-vivienda/>>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (s.f.c). “Tasa de desnutrición crónica de niños(as) menores de 5 años, según departamento 2007-2016”. En: *inei.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 17/05/2017. Disponible en: <<https://www.inei.gob.pe/estadisticas/indice-tematico/sociales/>>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (s.f.d). “Producto bruto interno total y por habitante 1950-2016 (Valores a precios constantes de 2007)”. En: *inei.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 24/10/2017. Disponible en: <<http://www.inei.gob.pe/estadisticas/indice-tematico/economia/>>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (s.f.e). “Precios promedio al consumidor de leche, queso y huevos”. En: *inei.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://iinei.inei.gob.pe/iinei/siemweb/publico/>>.

Ipsos (2015). “Liderazgo en productos comestibles 2015”. En: *ipsos.com*. [PDF]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<https://www.ipsos.com/sites/default/files/2017-02/MKTLiderazgo-en-productos-comestibles-2015.pdf>>.

Kotler, P., y Armstrong, G. (2008). *Fundamentos del marketing*. Octava edición. México D.F.: Pearson Educación de México.

Krugman, P. y Obstfeld, M. (2006). *Economía Internacional Teoría y política*. Séptima edición. Madrid: Pearson Educación, S.A.

La República (2017). “La inversión en investigación, desarrollo e innovación es 0,15% del PBI”. En: *larepublica.pe*. [En línea]. 15 de febrero de 2017. Fecha de consulta: 10/05/2017. Disponible en: <<http://larepublica.pe/economia/1016046-la-inversion-en-investigacion-desarrollo-e-innovacion-es-015-del-pbi>>.

Laive S.A. (2012). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2011”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={F76B29A2-2C04-472D-BBCA-FCB00FB19936}>>.

Laive S.A. (2013). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2012”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Laive%2031.12.12-11%20soles%20v3.PDF>>.

Laive S.A. (2014). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2013”. En: *www.smv.gob.pe* [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Laive%2031.12.13-12.PDF>>.

Laive S.A. (2015). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2014”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Laive%2031.12.14-13.PDF>>.

Laive S.A. (2016). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2015”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Laive%20Informe%2031%2012%2015-14.PDF>>.

Laive S.A. (2017a). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2016”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Laive%2031.12.16-15.PDF>>.

Laive S.A. (2017b). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2017 – I Trimestre”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20EEFF%20Intermedio%201ro%202017.PDF>>.

Laive S.A. (2017c). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2017 – II Trimestre”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Notas%20EEFF%20Intermedio%202do%202017.pdf>>.

Laive. (s.f.). “Conoce nuestras marcas”. En: *laive.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://laive.com.pe/conoce-nuestras-marcas/>>.

Maximixe. (2016). “Riesgos de mercado. Sección lácteos”. Setiembre de 2016. Lima: Maximixe. Documento interno.

Ministerio de Agricultura y Riego (Minagri). (2017). “Sistema de Franja de Precios”. Lima: Minagri. En: *minagri.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 13/05/2017. Disponible en: <<http://minagri.gob.pe/portal/franja-de-precios/analisis-2017?download=10489:analisis-a-enero-2017>>.

Ministerio de Agricultura y Riego (Minagri). (2017a). *Anuario Estadístico de la Producción Agroindustrial Alimentaria 2016*. Lima: Minagri. [En línea]. Fecha de consulta: 06/11/2017. Disponible en: <<http://siesa.minagri.gob.pe/siesa/?q=estadistica-agroindustrial>>.

Ministerio de Agricultura y Riego (Minagri). (2017b). “Decreto Supremo N°007-2017-MINAGRI, Decreto Supremo que aprueba el Reglamento de la Leche y Productos Lácteos”. En: *busquedas.elperuano.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 31/12/2017. Disponible en: <<http://busquedas.elperuano.pe/normaslegales/decreto-supremo-que-aprueba-el-reglamento-de-la-leche-y-prod-decreto-supremo-n-007-2017-minagri-1538908-1/>>.

Mongrut, S. (2006). “Tasa de descuento en Latinoamérica: Hechos y desafíos”. Documento de Discusión DD/06/09. Octubre de 2006. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP). [En línea]. Fecha de consulta: 11/01/2018. Disponible en: <<http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/306/DD0609.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>.

Nestlé. (s.f.). “Productos”. En: *nestle.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 20/11/2017. Disponible en: <<https://www.nestle.com.pe/productos>>.

Organización Internacional para las Migraciones (OIM). (2015). *Migraciones internas en el Perú*. Lima: OIM. [PDF]. Marzo 2015. Fecha de consulta: 15/05/2017. Disponible en: <[http://www.oimperu.org/sitehome/sites/default/files/Documentos/03-03-2015\\_Publicacion%20Migraciones%20Internas\\_OIM.PDF](http://www.oimperu.org/sitehome/sites/default/files/Documentos/03-03-2015_Publicacion%20Migraciones%20Internas_OIM.PDF)>.

Osterwalder, A. y Pigneur, Y. (2008). *Generación de modelos de negocio. Un manual para visionarios, revolucionarios y retadores*. Barcelona: Grupo Planeta.

Porter, M. (2005). *Estrategia Competitiva: Técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia*. Trigésima quinta edición. México D.F.: Compañía Editorial Continental.

Porter, M. (2008). “The five competitive forces that Shape strategy”. En: *Harvard Business Review*. Vol. 86.

Porter, M.; Coria, P.; Pastor, R.; Orozco, M.; y Pecina, H. (2016). *Ventaja competitiva: Creación y sostenimiento de un desempeño superior*. México, D.F: Grupo Editorial Patria.

Redacción Gestión (2016). “¿Qué tan interesados están los limeños en una alimentación saludable?”. En: *gestion.pe*. [Fotogalería]. 10 de febrero de 2016. Fecha de consulta: 16/05/2017. Disponible en: <<http://gestion.pe/tendencias/que-tan-interesados-estan-limenos-alimentacion-saludable-2154212/4#foto-gal>>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2017a). “Tasa de interés promedio del sistema bancario”. En: *sbs.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://www.sbs.gob.pe/app/pp/EstadisticasSAEEPortal/Paginas/TIActivaTipoCreditoEmpresa.aspx?tip=B>>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2017b). “Vector de precios”. En: *sbs.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <[http://www.sbs.gob.pe/app/pu/CCID/Paginas/vp\\_rentafija.aspx](http://www.sbs.gob.pe/app/pu/CCID/Paginas/vp_rentafija.aspx)>.

Superintendencia de Mercados y Valores (SMV). (2017). “Hechos de importancia de Gloria 2007-2017”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/12/2017. Disponible en: <<http://smv.gob.pe>>.

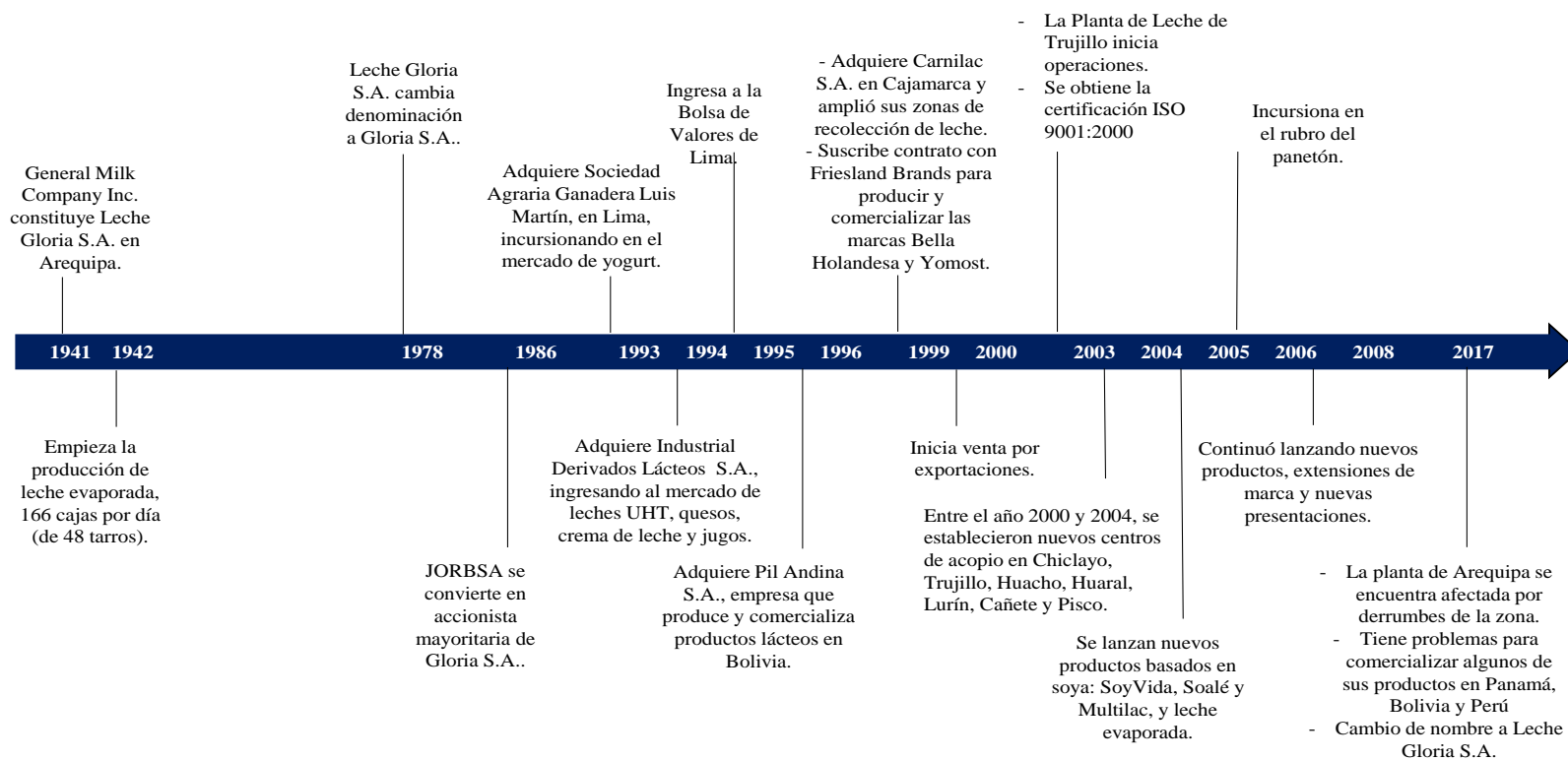
Yahoo Finance. (s.f.). “Quote Lookup”. En: *yahoo.com*. [En línea]. Fecha de consulta: 20/12/2017. Disponible en: <<https://finance.yahoo.com/quote>>.

Zavala, M. (2010). “Análisis del sector lácteo peruano”. En: *congreso.gob.pe*. [PDF]. Diciembre de 2010. Fecha de consulta: 15/12/2017. Disponible en: <[http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con3\\_uibd.nsf/07FA140372063F0905257980005B4D54/\\$FILE/analisis\\_sector\\_lacteo\\_peruano.pdf](http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con3_uibd.nsf/07FA140372063F0905257980005B4D54/$FILE/analisis_sector_lacteo_peruano.pdf)>.



## **Anexos**

## Anexo 1. Hechos de importancia



Fuente: Gloria S.A., 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008b, 2009b, 2010b, 2011b, 2012b, 2013b, 2014b, 2015b, 2016b, 2017c.

Elaboración: Propia, 2018.

## Anexo 2. Empresas subsidiarias

País	Razón social	Descripción del negocio	Porcentaje de participación al 31 de diciembre de 2016
Perú	Agropecuaria Chachani S.A.C.	Crianza de ganado vacuno	99,97%
Perú	Logística del Pacífico S.A.C.	Almacenamiento de productos	98,00%
Perú	Agroindustrial del Perú S.A.C.	Enfriamiento, conservación e industrialización de leche fresca	99,97%
Bolivia	Empresa Oriental de Emprendimientos S.A.	Inversiones en empresas	99,89%
Bolivia	Pil Andina S.A.	Fabricación y venta de productos pasteurizados de leche y derivados	91,17%
Bolivia	Facilidades de Transportes S.A.	Transporte de carga nacional e internacional.	99,76%

Fuente: Gloria S.A., 2017a.

Elaboración: Propia, 2018.

### **Anexo 3. Caso Pura Vida**

El 26 de mayo de 2017, la Autoridad Panameña de Seguridad de Alimentos (Aupsa) suspendió la importación de leche evaporada Pura Vida debido a que no cumplía con la norma Codex Stan 1-1985, que indica que los alimentos no deben etiquetarse de una forma que puedan inducir a error, engaño y/o confusión. Según Yuri Huerta, administrador de Aupsa, el etiquetado sugería que la bebida contenía leche proveniente directamente de la ubre de la vaca, cuando este producto era una mezcla láctea saborizada con esencia de leche.

Producto de esta situación, en el Perú la prensa nacional alertó sobre esta información a la población y alegó que la leche que ofrecía la compañía no era leche. Es así como el 09 de junio, la Dirección General de Salud Ambiental e Inocuidad Alimentaria (Digesa), suspende el registro sanitario de Pura Vida, abre un proceso administrativo sancionador y se solicita retirar del mercado todos los lotes de este producto. Gloria retira del mercado los lotes de leche evaporada Pura Vida Nutrimax y a su vez, los productos Bonle Sin Lactosa, Bonle Light y Bonle Entera (que se elaboran de forma similar a Pura Vida). Esta acción obliga a Gloria a dejar de participar en el mercado C y D, segmentos que consumían masivamente ambos productos. Según El Comercio, Euromonitor indicó que en el 2016 la marca Pura Vida concentraba el 16,2% del total de la facturación de leche evaporada y 8,5% en leches UHT.

En paralelo, el 09 de junio, la Sanidad Agropecuaria o Inocuidad Alimentaria de Bolivia (Senasag) también suspende la importación del producto Pura Vida hasta que se realicen pruebas de laboratorio para verificar si los resultados coinciden con las especificaciones técnicas. El 13 de junio, Senasag levanta la suspensión de importación debido a que los análisis mostraron que el 80% del producto es leche. Esta suspensión no generó ningún perjuicio en Bolivia. En el caso de Panamá, las exportaciones al 30 de septiembre disminuyeron a US\$ 1.268.452; 9,53% menor que el año anterior.

En el Perú, la compañía indica que han cumplido con la normatividad vigente. Es así como el gerente general de ese entonces, Robert Priday, indicó a Semana Económica que el producto Pura Vida estaba compuesto por un 60% de leche evaporada y que la confusión se generaba por la inclusión de una vaca en la etiqueta de las latas. Asimismo, menciona que las pérdidas económicas de este producto ascenderían S/ 50 millones. Con el fin de solucionar dicho problema, Gloria se compromete a ofrecer una leche evaporada Bonlé (100% leche evaporada) a un precio de S/ 2,80 y cambiar la denominación de leche evaporada Pura Vida Nutrimax a mezcla láctea compuesta con extracto de soya, maltodextrina y grasa vegetal. Sin embargo, la defensa que acreditaba que el producto tenía 60% de leche, el no retiro del producto de las góndolas y las continuas propagandas por parte de los colaboradores a favor de la compañía generaron rechazo por parte de la población. Es en este periodo que Laive aprovechó la coyuntura y alcanzó un crecimiento de 12,89% con respecto al mismo periodo del año anterior.

El 10 de julio de 2017, producto del caso Pura Vida, Robert Priday renuncia a la Gerencia General, la cual es asumida nuevamente por Jorge Rodríguez Rodríguez, accionista mayoritario del Grupo Gloria. El 12 de julio de 2017 Gloria reemplaza la denominación de leche evaporada por mezcla láctea compuesta en sus productos Pura Vida, y Digesa levanta la suspensión del registro sanitario.

Fuente: El Comercio, 2017a, 2017b, 2017c, 2017d.

Elaboración: Propia, 2018.

#### Anexo 4. Productos por marca

Marca	Producto
Gloria	Leche evaporada, leche UHT, yogurt, queso, jugos, mantequilla, crema de leche, leche condensada, conservas de pescado, panetón, leche en polvo.
Pura Vida	Leche evaporada, leche UHT, yogurt, jugos, leche en polvo.
Bella Holandesa	Leche evaporada, leche UHT.
Chicolac	Leche evaporada.
SoyVida	Yogurt, leche de soya.
Milkito	Yogurt.
Yomost	Yogurt.
La Mesa	Crema de leche, manjar blanco.
Bonle	Queso, manjar blando.
Aruba	Refresco.
Tampico	Refresco.
Leaf	Té verde.
Mónaco	Café.

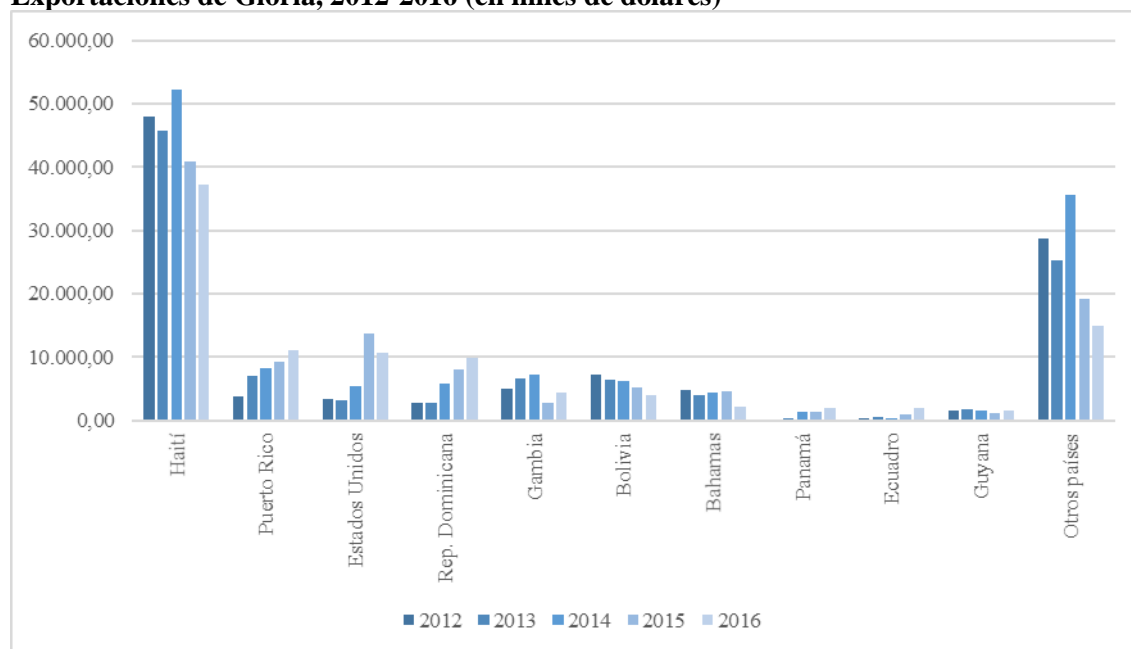
Fuente: Gloria, s.f.

Elaboración: Propia, 2018.

## Anexo 5. Exportaciones de Gloria

Tal como se observa en el siguiente gráfico, el 80% de las exportaciones de Gloria se centralizan en Haití, Puerto Rico, Estados Unidos, República Dominicana, Gambia, Bolivia y Bahamas, aunque la compañía exporta a más de 45 países. El total de exportaciones para el 2016 ascendió a un valor FOB de US\$ 99.923 miles, presentando una caída de 7,08% con respecto al 2015.

### Exportaciones de Gloria, 2012-2016 (en miles de dólares)



Fuente: Adex Data Trade, 2017.  
Elaboración: Propia, 2018.

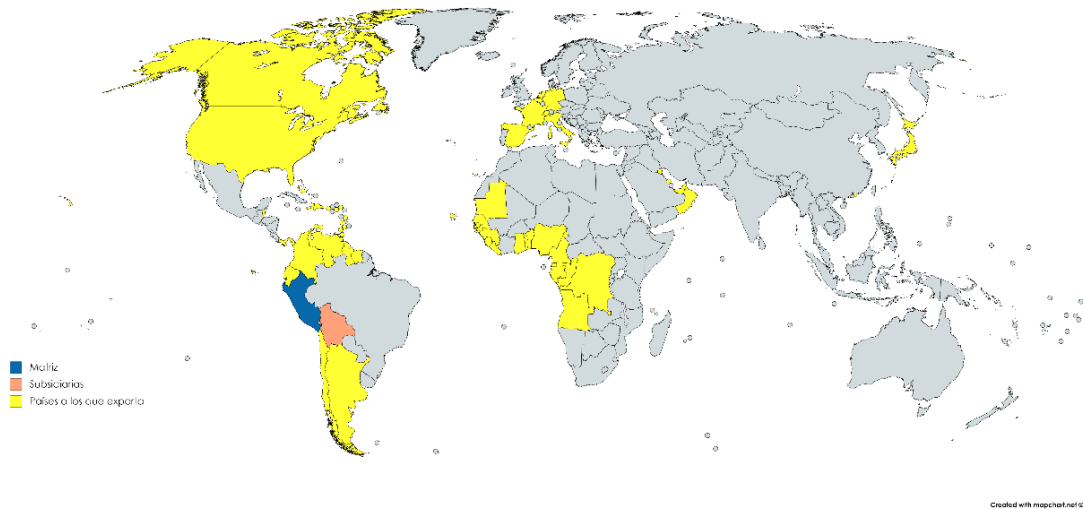
El producto con mayor acogida es la leche evaporada, con un 77,58% del total de exportaciones del 2016, seguido por la leche condensada con 10,38%. En la siguiente tabla se presentan los productos exportados en miles de dólares.

### Productos exportados por Gloria, 2012-2016 (en miles de dólares)

País	2012	2013	2014	2015	2016
Leche evaporada	90.265	90.925	106.023	84.971	77.523
Leche condensada	44	415	5.504	7.743	10.372
Otras leches	3.476	3.511	4.949	3.455	3.488
Bebida	139	446	1.816	1.705	2.665
Envases y derivados	1.122	274	264	609	1.744
Nectar	1.012	981	872	1.745	1.296
Panetón	931	1.214	1.357	1.335	1.021
Leche UHT	5.721	2.416	5.163	853	860
Otros productos	3.106	3.670	2.331	5.117	954
<b>Total</b>	<b>105.816</b>	<b>103.853</b>	<b>128.280</b>	<b>107.532</b>	<b>99.923</b>

Fuente: Adex Data Trade, 2017.  
Elaboración: Propia, 2018.

## Anexo 6. Área geográfica



Fuente: Adex Data Trade, 2017.  
 Elaboración: Propia, 2018.

## Anexo 7. Estructura accionarial al 31 de diciembre de 2016

Nombres y Apellidos	Participación	País de origen
Gloria Foods JORB S.A.	75,54%	Perú
Silverstone Holding Inc.	11,22%	Islas Vírgenes
Racionalización Empresarial S.A.	8,84%	Perú
Vito Rodríguez Rodríguez	2,63%	Perú
Jorge Rodríguez Rodríguez	1,71%	Perú
Otros	0,05%	Perú
Total acciones comunes	100,00%	

Fuente: Gloria S.A., 2017c.  
 Elaboración: Propia, 2018.

## Anexo 8. Directores y gerentes de Gloria al 31 de diciembre de 2016

Directores del Grupo Gloria al 31 de diciembre de 2016

Nombres y Apellidos	Cargo	Año de ingreso	Años en la compañía
Jorge Rodríguez Rodríguez	Presidente del Directorio	1986	30
Vito Rodríguez Rodríguez	Vicepresidente del Directorio	1986	30
Claudio Rodríguez Huaco	Director	2004	12
Francis Pilkington Ríos	Director Corporativo de Finanzas	1995	21
Nestor Astete Angulo	Director Corporativo de Recursos Humanos	2015	1
Fernando Devoto Achá	Director Legal Corporativo y de Relaciones Institucionales	1997	19

Fuente: Gloria S.A, 2017c.

Elaboración: Propia, 2018..

Gerentes de Gloria al 31 de diciembre de 2016

Nombres y Apellidos	Cargo
Robert Priday Woodworth	Gerente General
Alfredo Eléspuru Guerrero	Gerente de Finanzas
Javier Martínez Briceño	Gerente de Exportaciones
Cesar Abanto Quijano	Gerente de Planeamiento Financiero
Alejandro Núñez Fernández	Gerente de Contabilidad
Carlos Garcés Villanueva	Gerente de Ingeniería de Proyectos y Operaciones
Álvaro Zuñiga Álvarez	Gerente de Logística
José Zereceda Ortíz de Zevallos	Gerente de Seguros

Fuente: Class & Asociados S.A., clasificadora de riesgo, 2017b.

## Anexo 9. Gerentes generales de Gloria entre los años 2010 y 2017

Nombres y Apellidos	Fecha de ingreso	Fecha de cese	Tiempo
Luis Benavides González del Riego	19/02/2007	31/08/2011	4 años y 6 meses
Eliot Chahuán Abedrabbo	12/09/2011	28/03/2012	6 meses
Juan Bustamante Zegarra	28/03/2012	15/11/2012	10 meses
Jimmy Suni Melgar	15/11/2012	22/07/2013	8 meses
Eduardo Hernández Peña (Interino)	24/07/2013	07/08/2014	1 año
Pablo Trapunsky Vilar	07/08/2014	02/08/2016	2 años
Robert Priday Woodworth	02/08/2016	10/07/2017	11 meses
Jorge Rodríguez Rodríguez	10/07/2017	En curso	-
Cristiano Oliveira Sampaio (Adjunto)	05/12/2017	En curso	-

Fuente: Superintendencia de Mercados y Valores (SMV), 2017; Gloria S.A., 2008b, 2009b, 2010b, 2011b, 2012b, 2013b, 2014b, 2015b, 2016b y 2017c.

Elaboración: Propia, 2018.



## Anexo 10. Cadena de valor de Gloria

### Cadena de valor de Gloria y canales

#### Cadena de valor de Gloria S.A.

<b>Infraestructura organizacional</b>				
Administración orientada a la constante inversión en tecnología y desarrollo de productos, adaptándose a las necesidades y cambios del mercado.				
<b>Administración de recursos humanos</b>				
La cultura y valores del personal permiten integrar nociones de calidad, economía y servicio para generar resultados satisfactorios.				
<b>Desarrollo tecnológico</b>				
Mejora constantemente sus plantas de elaboración de leche, renueva equipos, amplía almacenes y sistemas de frío, crea nuevas plantas y líneas de producción.				
<b>Adquisiciones</b>				
Eficiencia en costos y cumplimiento de estándares de calidad y protección del medio ambiente.				
<b>Logística de entrada</b>	<b>Operaciones</b>	<b>Logística de salida</b>	<b>Mercadotecnia y ventas</b>	<b>Servicio</b>
Tiene más de 20 centros de acopio y enfriamiento de leche, diversificados a nivel nacional y de amplia escala de acopio.	Elabora nuevos productos, nuevas presentaciones de leche evaporada y UHT, así como nuevas presentaciones de yogur, quesos, jugos, etc.	Tiene una amplia y eficiente red de distribución, y junto a DEPRODECA coberturan el 99% de los puntos de venta en el Perú.	Diversifica el portafolio de sus productos. Mejora la calidad de productos. Realiza campañas de marketing de gran impacto orientado a niños, adolescentes y jóvenes.	Servicio de atención personalizada al consumidor en consultas y reclamos. Brinda información de nutrición en la página web.

#### Cadena de valor de canal

Cadena de valor de canales, DEPRODECA
DEPRODECA, empresa relacionada a Gloria S.A., gestiona la distribución y fuerza de ventas de la Compañía en el ámbito nacional y en el exterior.

Fuente: Gloria S.A., 2008b, 2009b, 2010b, 2011b, 2012b, 2013b, 2014b, 2015b, 2016b, 2017c, Porter *et al.*, 2016.  
Elaboración: Propia, 2018.

## Anexo 11. Análisis Pestel

En relación con los factores políticos, el Gobierno actual ha realizado acciones para desburocratizar procesos y reactivar la economía. Ha promulgado decretos legislativos que agilizan los procesos en entidades públicas y fraccionan deudas tributarias; aunque incrementó la tasa de impuesto a la renta a 29,5% con el fin de incrementar la recaudación tributaria. Por otro lado, los gobiernos anteriores han permitido que el Perú cuente con 21 acuerdos comerciales, los cuales otorgan beneficios arancelarios a la importación y exportación de bienes y servicios.

Con respecto a la tasa de desempleo, Bloomberg (2017) señala que en el 2010 esta fue de 8% y pasó a un 6,7% en el 2016; con perspectivas de 6,4% y 6,2% para los años 2017 y 2018, respectivamente. El sueldo mínimo es de S/ 850, siendo el séptimo en la región y con perspectivas de crecimiento para el 2019.

Con relación a los factores económicos, el Banco Mundial (2017) indica que el Perú ha tenido políticas macroeconómicas prudentes y reformas estructurales que llevaron a la economía a ser una de las de más rápido crecimiento en la región y con una inflación baja. Se espera que, en el 2017, la inflación llegue a 3,16%; mientras que el PBI se incrementaría a 2,66%. Cabe mencionar que, durante el 2017, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) (2017) hizo reducciones de la tasa de referencia llevándola de 4,25% (enero) a 3,25% (diciembre) con el fin de que la inflación converja al rango meta en el 2017 y se reactive la economía del país. Por otro lado, el costo de una canasta básica para el 2016 se incrementó en 4,2% con respecto al 2015, siendo de S/ 1.312 para una familia de cuatro personas (INEI, 2017).

Según la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas de Tipo de Cambio del BCRP (2017), la expectativa anual del tipo de cambio del 2017 oscila entre S/ 3,25 y S/ 3,28, y la del 2018 está entre S/ 3,29 y S/ 3,34. Sin embargo, el ingreso de Donald Trump como Presidente de Estados Unidos ha generado significativas volatilidades en el tipo de cambio desde noviembre de 2016.

En relación con los factores sociales, según Migraciones Internas en el Perú publicado por la Organización Internacional para las Migraciones (OIM 2015), en el 2014 la población fue de 30,8 millones de habitantes y se espera que para el 2050 esta cifra sea de 40,1 millones de habitantes, presentando un cambio significativo en la población de 65 años a más que pasa de 6,4% en el año 2014 a 16,1% en el año 2050.

Maximixe (2016), en su reporte de setiembre, indica que el consumo anual per cápita de leche en el Perú es de 81 l<sup>7</sup>, representando más del doble del consumo del año 2000, y se espera que continúe este dinamismo, aunque dista del consumo ideal sugerido por la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO) de 130 l por persona. Según el INEI (s.f.c), la tasa de desnutrición en niños menores de cinco años ha disminuido de 28,5% en 2007 a un 14,4% en 2015. Para ello, el Estado ha promovido programas sociales como el programa del Vaso de Leche y Qali Warma (Programa Nacional de Alimentación Escolar). Por otro lado, según el diario Gestión (Redacción Gestión 2016), el 88% de los limeños se encuentran preocupados por alimentarse de manera saludable, es decir, consumir productos que no tengan químicos (libre de gluten), tengan vitaminas, sean bajos en grasas, de fácil digestión e inclusive, sean orgánicos.

Con relación a los factores tecnológicos, según Bruno Giuffra (La República 2017), el Perú solo destina un 0,15% del PBI a investigación, desarrollo e innovación, lo que origina un desfase tecnológico con otros países de la región. En relación con los factores legales, desde el año 2001 el Perú cuenta con un sistema de franja de precios que mitiga el riesgo de volatilidad de los precios internacionales de cuatro productos: arroz, maíz amarillo, azúcar y leche en polvo (Minagri 2017). Por otro lado, el 30 de junio de 2017 se emitió el Decreto Supremo N°007-2017-MINAGRI, que aprueba el reglamento de la leche y productos lácteos. Dicho Decreto Supremo define a la leche como la secreción mamaria de los animales sin adiciones y al producto lácteo como cualquier producto obtenido con la elaboración de la leche. Asimismo, establece las especificaciones técnicas de estos productos, las condiciones sanitarias para el procesamiento de la leche, el transporte, el almacenamiento y el etiquetado. Finalmente, incluye prohibiciones específicas en la elaboración de estos productos en donde se incluye adición de insumos de origen vegetal (exceptuando lo indicando en el Codex Alimentarius); adición de insumos que tengan fecha de vencimiento anterior a la del producto terminado; y utilización en el ganado de productos terapéuticos en medicina humana (Minagri 2017b).

Existe un proyecto de ley que prohibía la importación de leche en polvo. Luego del caso Pura Vida, el Congreso aprobó dicho proyecto de ley; sin embargo, la Comisión Agraria del Congreso retiró este proyecto el 05 de diciembre de 2017 con el objetivo de realizar cambios en el mismo que permitan que las empresas tengan libertades empresariales para realizar sus operaciones, definir el uso del término leche en el etiquetado de los productos y adquirir no menos del 40% de las compras de leche y productos lácteos a productores agropecuarios nacionales.

Con relación a los factores ambientales, el Estado Peruano obliga a las empresas industriales a aplicar las medidas de control ambiental y a la implementación del plan de manejo ambiental; así como a realizar el manejo y disposición adecuada y eficiente de los residuos sólidos. Por otro lado, dada la ubicación geográfica del Perú, el país se encuentra expuesto al Fenómeno El Niño, el cual genera un calentamiento de las aguas en el litoral ocasionando un incremento en la temperatura del mar, lluvias, sequías y una ausencia de especies marinas y puede generar desborde de ríos, y afectar sembríos y carreteras.

Fuente: Elaboración propia, 2018.

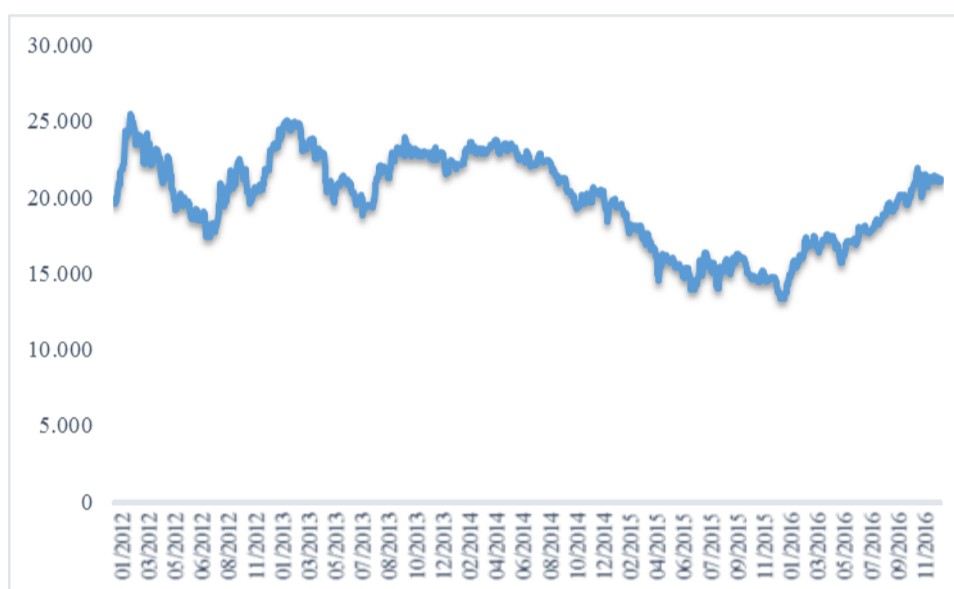
<sup>7</sup> l es el símbolo de litros.

**Anexo 12. Precio histórico de leche en polvo de enero de 2012 a junio de 2017 (en dólares por tonelada)**



Fuente: Bloomberg, 2017a.  
Elaboración: Propia, 2018.

**Anexo 13. Precio histórico de la hojalata de enero de 2012 a junio de 2017 (en dólares por tonelada)**



Fuente: Bloomberg, 2017a.  
Elaboración: Propia, 2018.

**Anexo 14. Matriz de evaluación de factores externos (EFE)**

Factores externos	Ponderación	Calificación	Puntaje ponderado
<b>Oportunidades</b>			
Incremento del consumo per cápita de leche.	0,12	4	0,48
Mayor ingreso per cápita de los peruanos.	0,09	2	0,18
Tendencia creciente de consumo de bebidas basadas en ingredientes naturales.	0,12	1	0,12
Cambio en la estructura poblacional por edades.	0,05	2	0,10
Acuerdos de comercio internacional con bajas barreras arancelarias.	0,09	4	0,36
Mejores condiciones en la obtención de financiamiento.	0,07	4	0,28
<b>Amenazas</b>			
Volatilidad del tipo de cambio.	0,09	1	0,09
Proyecto de ley para no usar leche en polvo como insumo.	0,12	2	0,24
Mayor ingreso de productos sustitutos, leche de origen vegetal.	0,07	3	0,21
Fenómeno El Niño moderado – fuerte	0,09	3	0,27
Reglamentos sobre el etiquetado y definición de productos lácteos, jugos y refrescos.	0,09	2	0,18
<b>Total</b>	<b>1,00</b>		<b>2,51</b>

Fuente: David, 2008.  
Elaboración: Propia, 2018.

### Anexo 15. Cinco fuerzas de Porter de la industria láctea y sus derivados

Para realizar este análisis, se consideran los siguientes criterios de evaluación: 1: Muy poco atractivo, 2: Poco atractivo, 3: Neutro, 4: Atractivo y 5: Muy atractivo. Esta evaluación se realizará para la industria láctea y sus derivados.

#### Poder de negociación de los proveedores

Núm.	Factor	Peso		1	2	3	4	5		Valor
1	Concentración en pocos proveedores	25%	Escasos						Muchos	1,25
2	Disponibilidad de sustitutos para los productos de los proveedores	25%	Baja						Alta	0,75
3	Existen altos costos de cambio	20%	Alto						Bajo	0,80
4	Amenazas de proveedores de integración hacia adelante	15%	Altas						Bajas	0,75
5	Los proveedores cuentan con clientes diversificados.	15%	Muchos						Pocos	0,75
Total		100%								4,30

#### Poder de negociación de los compradores

Núm.	Factor	Peso		1	2	3	4	5		Valor
1	Número de compradores importantes	25%	Escasos						Muchos	1,00
2	Existen productos homogéneos en el mercado (competencia por precios)	25%	Alto						Baja	0,50
3	Los compradores son sensibles al precio	25%	Alta						Baja	1,00
4	Costo de cambio del comprador	15%	Bajo						Alto	0,45
5	Amenaza de los compradores de integración hacia atrás	10%	Alta						Baja	0,50
Total		100%								3,45

#### Rivalidad entre competidores

Núm.	Factor	Peso		1	2	3	4	5		Valor
1	Crecimiento relativo de la industria	20%	Lento						Rápido	0,40
2	Productos homogéneos	20%	Alto						Bajo	0,40
3	Costo fijo o de almacenamiento alto	15%	Alto						Bajo	0,75
4	Diversidad de competidores	15%	Muchos						Pocos	0,75
5	Requerimientos de incremento de capacidad	10%	Grandes incrementos						Pequeños incrementos	0,40
6	Barreras de salida	10%	Altos						Bajos	0,30
7	Ventas por volumen	5%	Alto						Bajo	0,05
8	Productos percibibles requieren de descuentos	5%	Alto						Bajo	0,05
Total		100%								3,10

#### Amenaza de nuevos participantes

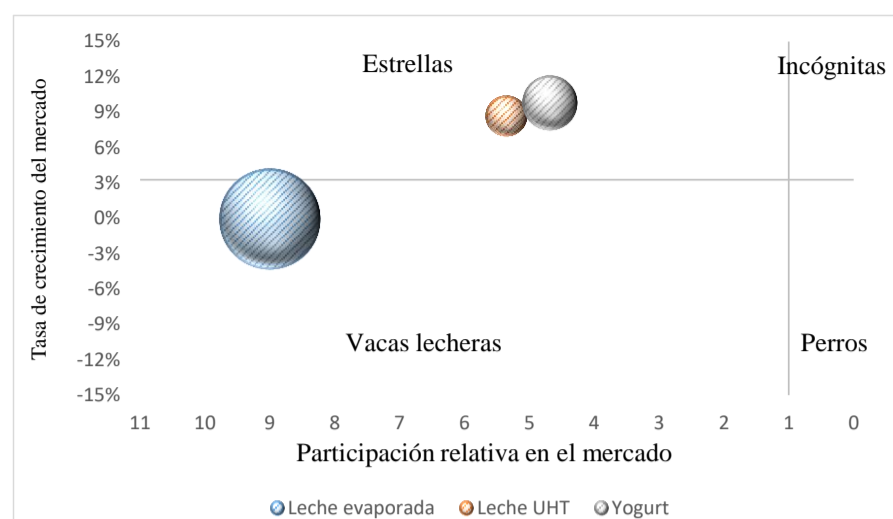
Núm.	Factor	Peso		1	2	3	4	5		Valor
1	Economías de escala	15%	Pequeñas						Grandes	0,75
2	Costos unitarios varían poco por curva de aprendizaje	10%	Significativo						No significativo	0,40
3	Existen represelias por parte de los competidores	10%	Altos						Bajos	0,10
4	Identificación de la marca	10%	Baja						Alta	0,30
5	Costo de cambio	10%	Bajo						Alto	0,10
6	Acceso a canales de distribución	15%	Amplio						Restringido	0,60
7	Requerimientos de capital	10%	Bajos						Altos	0,50
8	Acceso a la última tecnología	5%	Amplio						Restringido	0,20
9	Acceso a materias primas	5%	Amplio						Restringido	0,20
10	Interrelación estratégica con otros productos	5%	Alta						Baja	0,10
11	Restricciones gubernamentales y sociales	5%	Bajas						Altas	0,10
Total		100%								3,35

#### Disponibilidad de sustitutos

Núm.	Factor	Peso		1	2	3	4	5		Valor
1	Existen otros productos con las mismas características a un mejor precio	75%	Importante						Escasa	1,50
2	Costos de cambio de usuario	25%	Bajos						Altos	0,50
Total		100%								2,00

Fuente. Porter, 2008:79-93.  
Elaboración: Propia, 2018.

## Anexo 16. Matriz BCG



Fuente: Ipsos, 2015; Gloria S.A., 2015a.  
Elaboración: Propia, 2018.

La tasa de crecimiento de mercado se consideró el crecimiento del PBI del año 2015, 3,25%, y para la participación relativa en el mercado se consideró el valor de 1, estos dos indicadores se han tomado de acuerdo a lo planteado por Francés (2006).

## Anexo 17. Productos comercializados por Gloria, Laive y Nestlé

De acuerdo con las páginas web de Laive, Gloria y Nestlé, se pudo identificar que mientras que Gloria posee 37 presentaciones y variedades de yogurt, leche evaporada y leche UHT; Laive cuenta con 17 presentaciones y variedades y Laive solo con 4; los cuales pueden ser revisados en la tabla presentada a continuación.

Tipo de producto	Gloria	Laive	Nestlé
Leche evaporada entera			
Leche evaporada light			
Leche evaporada escolar			
Leche evaporada super light			
Leche evaporada niños con DHA			
Leche deslactosada			
Leche evaporada de soya			
Leche evaporada vitamínizada			
Leche cremosita			
Leche UHT Entera			
Leche UHT Light			
Leche UHT chocolatada			
Leche UHT Super Light			
Leche UHT Calcio + Hierro			
Leche UHT sin lactosa			
Leche UHT sin lactosa chocolatada			
Leche UHT niños			
Leche UHT niños con DHA			
Leche UHT Actiavena			

Tipo de producto	Gloria	Laive	Nestlé
Leche UHT de soya			
Yogurt Entero			
Yogurt Vital			
Yogurt con probióticos			
Yogurt Licuado			
Yogurt Batti shake			
Yogurt Frutado			
Yogurt en sachet			
Bebida de yogurt			
Yogurt Prodefensis			
Yogurt Calcifem			
Yogurt Pasion			
Yogurt Batti Mix			
Yogurt niños			
Yogurt Vitacol			
Yogurt Crunch			
Yogurt Griego			
Yogurt sin lactosa			

Fuente: Gloria S.A., s.f., Nestlé, s.f., Laive, s.f.  
Elaboración: Propia, 2018.

## Anexo 18. Matriz de perfil competitivo: análisis de competidores en la industria de leche y derivados lácteos

Factores críticos para el éxito	Peso	Gloria S.A.		Laive S.A.	
		Clasificación	Puntuación	Clasificación	Puntuación
Participación en el mercado	0,08	4	0,32	1	0,08
Publicidad	0,10	4	0,40	3	0,30
Red de distribución	0,10	4	0,40	3	0,30
Economías de escala	0,10	4	0,40	3	0,30
Centros de acopio	0,08	4	0,32	2	0,16
Nivel de producción	0,08	4	0,32	1	0,08
Competitividad de precios	0,08	4	0,32	4	0,32
Posición financiera	0,08	4	0,32	3	0,24
Personalización del producto	0,10	4	0,40	3	0,30
Lealtad del cliente	0,10	3	0,30	3	0,30
Innovación y lanzamiento de nuevos productos	0,10	4	0,40	3	0,30
<b>Total</b>	<b>1,00</b>		<b>3,90</b>		<b>2,68</b>

Fuente: Gloria S.A., 2017c; Laive, 2016b.  
Elaboración: Propia, 2018.

**Anexo 19. Matriz de evaluación de factores internos (EFI)**

Factores internos		Ponderación	Calificación	Puntaje ponderado
<b>Fortalezas</b>				
1.	Amplia y eficiente red de distribución.	0,11	4	0,44
2.	Desarrolla actividades a economías de escala.	0,11	4	0,44
3.	Continúa innovación de productos.	0,08	3	0,24
4.	Marca más recordada entre los peruanos.	0,06	4	0,24
5.	Red de acopio de leche amplia y diversificada.	0,10	4	0,40
6.	Inversión continúa en activos fijos.	0,08	3	0,24
7.	Líder en el sector lácteo.	0,06	3	0,18
<b>Debilidades</b>				
8.	Concentración de ventas en leche evaporada.	0,06	2	0,12
9.	Inestabilidad de gerencia general.	0,10	1	0,10
10.	Incremento del ratio gasto publicidad / Ventas	0,08	2	0,16
11.	Deficiente comunicación en el consumidor final.	0,08	2	0,16
12.	Injerencia del directorio en la toma de decisiones	0,08	1	0,08
<b>Total</b>		<b>1,00</b>		<b>2,80</b>

Fuente: David, 2008.  
Elaboración: Propia, 2018.

**Anexo 20. Matriz MAFE de Gloria**

Matriz MAFE	Fortalezas	Debilidades
	<ol style="list-style-type: none"> <li>Amplia y eficiente red de distribución.</li> <li>Desarrolla actividades a economías de escala.</li> <li>Continúa innovación de productos.</li> <li>Marca más recordada entre los peruanos.</li> <li>Red de acopio de leche amplia y diversificada.</li> <li>Inversión continua en activos fijos.</li> <li>Líder en el sector lácteo.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Concentración de ventas en leche evaporada.</li> <li>Inestabilidad de gerencia general.</li> <li>Incremento del ratio gasto publicidad / Ventas.</li> <li>Deficiente comunicación en el consumidor final.</li> <li>Injerencia del directorio en la toma de decisiones.</li> </ol>
Oportunidades	Estrategias FO	Estrategias DO
<ol style="list-style-type: none"> <li>Incremento del consumo per cápita de leche.</li> <li>Mayor ingreso per cápita de los peruanos.</li> <li>Tendencia creciente de consumo de bebidas basadas en ingredientes naturales.</li> <li>Cambio en la estructura poblacional por edades.</li> <li>Acuerdos de comercio internacional con bajas barreras arancelarias.</li> <li>Mejores condiciones en la obtención de financiamiento.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Desarrollar productos para los segmentos de mercado no atendidos (F1, F3, F4, F5, F7, O2, O3, O4).</li> <li>Ampliar plantas y renovar equipos (F6, O1, O6).</li> <li>Penetrar otros mercados internacionales en América del Sur (F2, F5, F7, O5, O6).</li> <li>Incrementar los atributos y beneficios a los productos que se encuentran en el mercado (F2, F3, F5, F6, O2).</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Incrementar la promoción de productos distintos a la leche evaporada (D1, D3, O2, O3).</li> <li>Delimitar las funciones del directorio en la toma de decisiones (D5, O6).</li> <li>Establecer mejores canales de comunicación con el consumidor (D4, O1, O4).</li> </ol>
Amenazas	Estrategias FA	Estrategias DA
<ol style="list-style-type: none"> <li>Volatilidad del tipo de cambio.</li> <li>Proyecto de ley para no usar leche en polvo como insumo.</li> <li>Mayor ingreso de productos sustitutos, leche de origen vegetal.</li> <li>Fenómeno El Niño moderado – fuerte.</li> <li>Reglamentos sobre el etiquetado y definición de productos lácteos, jugos y refrescos.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Uso de derivados financieros para coberturar operaciones ante variaciones de tipo de cambio (F6, A1).</li> <li>Diseñar planes de prevención y contingencia frente a posibles desastres naturales (F6, A4).</li> <li>Redefinir los productos de acuerdo con los nuevos reglamentos (F3, A5).</li> <li>Utilizar tecnología para incrementar la producción y calidad de leche fresca (F5, A2).</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Comunicar a los consumidores el beneficio de usar leche en polvo en la elaboración de productos (D4, A2).</li> <li>Desarrollar más productos lácteos basados en origen vegetal (F3, F4, A3).</li> </ol>

Fuente: David, 2008.  
Elaboración: Propia, 2018.

## Anexo 21. Modelo de negocio Canvas

Asociaciones clave	Actividades clave	Propuesta de valor	Relaciones con clientes	Segmentos de mercado
Proveedores de leche fresca. Proveedores de leche en polvo. Proveedores de pulpa de fruta.	Sistema de acopio de leche. Producción a gran escala. Red de distribución. Campañas de marketing.	Productos personalizados, accesibles y al alcance de los diferentes segmentos de mercado.	Asistencia personal exclusiva.	Cientes: Deprodeca. Supermercados. Mayoristas. Distribuidores. Estaciones de servicio.
Deprodeca. Bancos. Accionistas. Bonistas. Tetrapak.	<b>Recursos clave</b> Físicos: Plantas de acopio. Plantas procesadoras. Camiones cisterna con sistema de frío. Almacenes. Económicos: Respaldo económico. Liquidez. Líneas de crédito bancario. Humanos: Personal calificado. Directores con experiencia. Intelectuales: Marca Gloria. Patente de envase.		<b>Canales</b> Canales: Equipo comercial	Consumidores: Niños. Adolescentes. Jóvenes. Adultos. Empresas extranjeras.
<b>Estructura de costos</b>		<b>Fuentes de ingresos</b>		
Fijos: Maquinaria, equipos y unidades de transporte. Planta (instalaciones). Personal		Venta de productos lácteos a través de los canales.		
Variables: Leche fresca. Leche en polvo. Servicios generales. Hojalata. Pulpa de fruta. Azúcar.				

Fuente: Osterwalder y Pigneur, 2008.  
Elaboración: Propia, 2018.

## Anexo 22. Matriz de Ansoff

Estrategia	Justificación
Penetración de mercado	Continuas campañas de publicidad televisiva, radial y banners. Promociones en los establecimientos comerciales (2x1, porcentajes de descuentos, regalos).
Desarrollo de mercados	Entre el 2014 y 2016, Gloria ha iniciado exportaciones a El Congo, Guinea-Bissau, Sint Maarten y Curacao de productos como jugos y bebidas de frutas, leche UHT, leche condensada, leche evaporada y panetón bajo la misma marca (Gloria) que ya se venía comercializando en el país
Desarrollo de productos	La compañía ha invertido en investigación y desarrollo para crear fórmulas mejoradas de leche evaporada, leche UHT y yogurt. Un ejemplo de esto es la leche deslactosada.
Diversificación	Relacionada: la compañía, en vista de las preferencias de los consumidores, elaboró nuevas fórmulas de leche evaporada, UHT y yogurt con el fin de suplir demandas insatisfechas. Es así que crea productos como leche evaporada niños con DHA (desarrollo intelectual), leche de soya para consumidores que prefieren leches más naturales, yogurt acti-bio con probióticos que ayudan en la digestión, yogurt prodefensis que refuerzan el sistema inmunológico y yogurt calcifem diseñado para mujeres que buscan satisfacer sus necesidades nutricionales y que, a su vez, aporta el 50% de calcio diario requerido. No relacionada: Incluye en su cartera de productos el panetón y el café.

Fuente: Ansoff, 1957.  
Elaboración: Propia, 2018.

## Anexo 23. Modelo VRIO

Recurso / Capacidad	V	R	I	O	Implicancia competitiva
Reconocimiento de la marca	✓	✗	✗	✓	Paridad competitiva
Investigación y desarrollo de productos existentes y nuevos.	✓	✗	✗	✓	Paridad competitiva
Gran red de acopio de leche fresca	✓	✓	✓	✓	Ventaja competitiva sostenible
Amplia red de distribución	✓	✓	✓	✓	Ventaja competitiva sostenible
Obtención de financiamiento	✓	✓	✓	✗	Ventaja competitiva temporal
Poder de negociación con los proveedores de leche fresca	✓	✗	✓	✓	Ventaja competitiva temporal
Locaciones de producción favorables	✓	✗	✗	✗	Paridad competitiva
Diversidad de marcas dirigidas a diferentes segmentos de mercado	✓	✗	✗	✓	Paridad competitiva
Continua adquisición de maquinarias y equipos	✓	✗	✗	✓	Paridad competitiva
Economías de escala	✓	✓	✓	✓	Ventaja competitiva sostenible

Leyenda: V= Valioso; R= Raro; I= Inimitable; O= Aprovechable para la organización.  
Fuente: Barney, 2015.  
Elaboración: Propia, 2018.

## Anexo 24. Matriz de posición estratégica y evaluación de acciones<sup>8</sup>

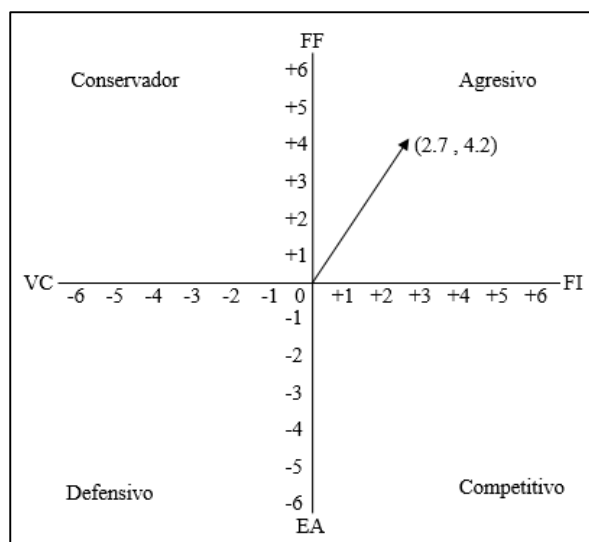
### Posición estratégica interna

Fortaleza financiera	Puntuación	Ventaja competitiva	Puntuación
Rendimiento sobre la inversión.	+6	Participación de mercado.	-1
Endeudamiento.	+6	Calidad del producto.	-3
Liquidez.	+6	Ciclo de vida de productos.	-3
Capital de trabajo.	+6	Lealtad de los clientes.	-3
Flujo de efectivo.	+6	Utilización de la capacidad de la competencia.	-1
		Conocimientos tecnológicos.	-1
		Control sobre los proveedores y distribuidores.	-1
<b>Promedio</b>	<b>+6</b>	<b>Promedio</b>	<b>-1.86</b>

### Posición estratégica externa

Estabilidad ambiental	Puntuación	Fortaleza de la industria	Puntuación
Cambios tecnológicos.	-3	Potencial de crecimiento.	+3
Tasa de inflación.	-3	Potencial de ganancias.	+3
Variabilidad de la demanda.	-1	Estabilidad financiera.	+4
Gama de precios de los productos de la competencia.	-1	Conocimientos tecnológicos.	+5
Barreras para entrar en el mercado.	-1	Utilización de los recursos.	+5
Presión de la competencia.	-1	Facilidad para entrar en el mercado.	+6
Facilidad para salir del mercado.	-2	Productividad, utilización de la capacidad.	+6
Elasticidad del precio de demanda.	-1		
Riesgo que implica el negocio.	-1		
<b>Promedio</b>	<b>-3</b>	<b>Promedio</b>	<b>+4.57</b>
	<b>-1.78</b>		

### Matriz de posición estratégica y evaluación de acciones



Fuente: David, 2008.  
Elaboración: Propia, 2018.

<sup>8</sup> H. Rowe, R. Mason y K. Dickel (1982), en su libro *Strategic Management and Business Policy*, son los autores de la presente matriz pero se usará el trabajo realizado por David, 2008, quien los cita.



## Anexo 25. Resultados financieros

### Balance general de Gloria de 2007 a 2016 (en miles de soles)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Activo Corriente</b>										
Efectivo y equivalente de efectivo	18.166	17.559	101.404	78.586	89.580	60.598	82.662	42.026	56.172	49.342
Cuentas por cobrar comerciales	262.685	338.195	356.053	382.188	330.372	348.175	428.064	496.098	512.836	495.563
Otras cuentas por cobrar a vinculadas	98.148	129.201	211.496	120.446	78.056	26.285	30.921	34.237	78.412	161.905
Otras cuentas por cobrar	21.339	77.922	32.448	18.948	30.711	41.857	35.229	62.501	36.667	26.994
Existencias	299.219	366.973	274.751	406.575	424.347	567.477	614.559	770.355	808.126	663.725
Gastos pagados por anticipado	4.821	26.061	18.639	15.995	6.155	6.187	7.314	7.901	20.651	6.278
<b>Total activo corriente</b>	<b>704.378</b>	<b>955.911</b>	<b>994.791</b>	<b>1.022.738</b>	<b>959.221</b>	<b>1.050.579</b>	<b>1.198.749</b>	<b>1.413.118</b>	<b>1.512.864</b>	<b>1.403.807</b>
<b>Activo No Corriente</b>										
Inversiones financieras	589.595	88.628	77.870	84.138	77.870	77.870	87.870	134.564	163.636	174.842
Otras cuentas por cobrar	-	-	2.523	36.692	32.885	40.492	30.818	5.149	2.842	1.244
Cuentas por cobrar a LP con vinculadas	-	123.178	130.437	120.275	107.978	96.545	-	-	8.206	-
Inmuebles, maquinaria y equipos	529.451	546.638	832.723	934.243	1.085.832	1.165.852	1.235.631	1.287.240	1.474.868	1.530.180
Intangibles	1.400	2.258	1.864	4.433	5.550	5.473	7.675	10.164	15.179	16.968
<b>Total activo no corriente</b>	<b>1.120.446</b>	<b>760.702</b>	<b>1.045.417</b>	<b>1.179.781</b>	<b>1.310.115</b>	<b>1.386.232</b>	<b>1.361.994</b>	<b>1.437.117</b>	<b>1.664.731</b>	<b>1.723.234</b>
<b>Total de Activo</b>	<b>1.824.824</b>	<b>1.716.613</b>	<b>2.040.208</b>	<b>2.202.519</b>	<b>2.269.336</b>	<b>2.436.811</b>	<b>2.560.743</b>	<b>2.850.235</b>	<b>3.177.595</b>	<b>3.127.041</b>
<b>Pasivo corriente</b>										
Sobregiros bancarios	354	939	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones financieras y otras	185.851	207.305	95.282	64.084	126.267	130.481	100.614	173.795	106.857	195.278
Cuentas por pagar comerciales	151.675	147.872	124.714	229.398	206.194	216.628	294.628	329.620	449.116	223.977
Cuentas por pagar vinculadas	54.784	32.907	55.008	48.402	46.540	76.241	126.564	78.738	65.707	81.832
Impuesto a la renta y participaciones corrientes	33.014	27.429	5.263	24.118	5.523	20.093	2.728	-	3.599	11.985
Otras cuentas por pagar	32.728	74.891	68.539	93.314	132.174	187.694	174.896	170.360	215.442	279.425
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>458.406</b>	<b>491.343</b>	<b>348.806</b>	<b>459.316</b>	<b>516.698</b>	<b>631.137</b>	<b>699.430</b>	<b>752.513</b>	<b>840.721</b>	<b>792.497</b>
<b>Pasivo No Corriente</b>										
Obligaciones financieras y otras	303.464	256.145	377.312	342.603	321.309	311.204	316.102	469.182	645.345	640.067
Cuentas por pagar comerciales	3.612	2.828	727	-	-	-	-	-	5.403	2.280
Cuentas por pagar vinculadas	15.246	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras cuentas por pagar	14.556	14.556	-	-	-	-	-	-	-	-
Impuesto a la renta diferido	10.357	9.449	87.957	94.539	95.355	94.954	94.730	84.680	85.122	95.635
<b>Total pasivo no corriente</b>	<b>347.235</b>	<b>282.978</b>	<b>465.996</b>	<b>437.142</b>	<b>416.664</b>	<b>406.158</b>	<b>410.832</b>	<b>553.862</b>	<b>735.870</b>	<b>737.982</b>
<b>Total de Pasivo</b>	<b>805.641</b>	<b>774.321</b>	<b>814.802</b>	<b>896.458</b>	<b>933.362</b>	<b>1.037.295</b>	<b>1.110.262</b>	<b>1.306.375</b>	<b>1.576.591</b>	<b>1.530.479</b>
<b>Patrimonio</b>										
Capital	450.791	255.843	255.843	255.843	255.843	382.502	382.502	382.502	382.502	382.502
Acciones de inversión	46.077	26.164	26.164	26.164	26.164	39.117	39.117	39.117	39.117	39.117
Reserva legal	90.158	51.179	51.179	51.179	51.179	75.341	75.341	76.441	76.500	76.500
Resultados acumulados	432.157	609.106	892.220	972.875	1.002.788	902.556	953.521	1.045.800	1.102.885	1.098.443
<b>Total patrimonio</b>	<b>1.019.183</b>	<b>942.292</b>	<b>1.225.406</b>	<b>1.306.061</b>	<b>1.335.974</b>	<b>1.399.516</b>	<b>1.450.481</b>	<b>1.543.860</b>	<b>1.601.004</b>	<b>1.596.562</b>
<b>Total de Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.824.824</b>	<b>1.716.613</b>	<b>2.040.208</b>	<b>2.202.519</b>	<b>2.269.336</b>	<b>2.436.811</b>	<b>2.560.743</b>	<b>2.850.235</b>	<b>3.177.595</b>	<b>3.127.041</b>

Fuente: Gloria S.A., 2008a, 2009a, 2010a, 2011a, 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a, 2017b.  
Elaboración: Propia, 2018.

### Estado de resultados de Gloria de 2007 a 2016 (en miles de soles)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Venta de bienes y servicios	1.810.418	2.047.739	2.006.165	2.290.381	2.566.412	2.806.691	3.036.935	3.347.445	3.519.762	3.534.533
Costo de venta de bienes y servicios	-1.370.182	-1.573.771	-1.556.227	-1.724.242	-1.990.855	-2.111.538	-2.242.352	-2.578.997	-2.713.928	-2.631.358
<b>Utilidad bruta</b>	<b>440.236</b>	<b>473.968</b>	<b>449.938</b>	<b>566.139</b>	<b>575.557</b>	<b>695.153</b>	<b>794.583</b>	<b>768.448</b>	<b>805.834</b>	<b>903.175</b>
Otros ingresos operativos	6.198	8.843	22.601	6.589	8.110	19.948	19.660	43.106	25.640	29.666
Gastos de ventas y distribución	-155.333	-166.517	-161.671	-182.411	-190.856	-237.685	-247.649	-294.396	-321.008	-399.547
Gastos de administración	-71.189	-82.212	-74.481	-91.443	-95.271	-120.655	-147.531	-134.442	-138.298	-140.299
<b>Utilidad operativa</b>	<b>219.912</b>	<b>234.082</b>	<b>236.387</b>	<b>298.874</b>	<b>297.540</b>	<b>356.761</b>	<b>419.063</b>	<b>382.716</b>	<b>372.168</b>	<b>392.995</b>
Dividendos recibidos	59.238	159.158	39.001	34.628	2	3	3	1	0	0
Ingresos financieros	10.474	17.300	15.694	8.039	7.455	6.869	5.191	1.575	2.412	4.669
Gastos financieros	-35.278	-33.407	-36.795	-26.924	-26.815	-25.648	-32.276	-36.610	-59.462	-68.401
Diferencia de cambio, neta	3.980	4.317	4.022	245	5.482	12.276	-23.303	1.346	-741	2.241
<b>Utilidad antes de impuesto a las ganancias</b>	<b>258.326</b>	<b>381.450</b>	<b>258.309</b>	<b>314.862</b>	<b>283.664</b>	<b>350.261</b>	<b>368.678</b>	<b>349.028</b>	<b>314.377</b>	<b>331.504</b>
Gasto por impuesto a las ganancias	-77.138	-88.640	-76.678	-88.745	-88.565	-108.639	-117.713	-104.125	-100.363	-115.446
<b>Utilidad neta del ejercicio</b>	<b>181.188</b>	<b>292.810</b>	<b>181.631</b>	<b>226.117</b>	<b>195.099</b>	<b>241.622</b>	<b>250.965</b>	<b>244.903</b>	<b>214.014</b>	<b>216.058</b>

Fuente: Gloria S.A., 2008a, 2009a, 2010a, 2011a, 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a, 2017b.  
Elaboración: Propia, 2018.

**Anexo 26. Detalle de los gastos de administración y gastos de ventas y distribución promedio del 2012 a 2016 de Gloria y Laive (en porcentaje con respecto a las ventas)**

	Gloria	Laive
<i>Gastos de administración</i>		
Cargas de personal	1.47%	2.46%
Servicios prestados por terceros	1.20%	0.91%
Depreciación y amortización	0.28%	0.16%
Cargas diversas de gestión	0.88%	0.17%
Tributos	0.34%	0.12%
Otros	0.03%	0.13%
<i>Gastos de ventas y distribución</i>		
Publicidad y promoción	4.16%	5.71%
Cargas diversas de gestión	1.05%	0.35%
Cargas de personal	3.42%	2.84%
Servicios prestados por terceros	0.43%	3.64%
Depreciación y amortización	0.06%	0.40%
Tributos	0.00%	0.05%
Otros	0.04%	0.42%

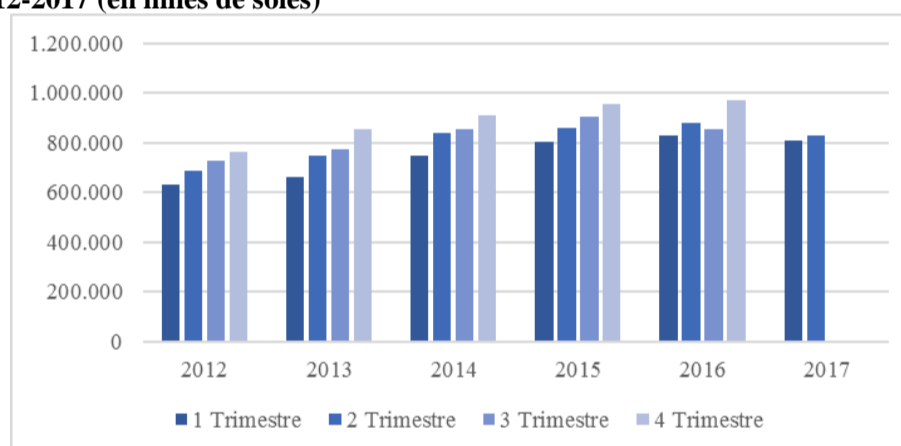
Fuente: Elaboración propia, 2018.

Los cambios más significativos entre Gloria y Laive se observan en publicidad y promoción (Laive gasta 1,55% más en publicidad y promoción con respecto a las ventas) y en servicios prestados por terceros (Laive utiliza 3,21% de servicios de terceros que Gloria con respecto a las ventas).

**Anexo 27. Análisis de resultados de Gloria trimestrales de 2012 a 2017**

Las ventas trimestrales de Gloria presentan una tendencia estacional creciente hacia el cuarto trimestre. Entre 2012 y 2016, las ventas por trimestre fueron de 22,57%, 24,68%, 25,36% y 27,39%, respectivamente, siendo el último trimestre más importante debido al consumo de chocolate caliente en fiestas navideñas. En el siguiente gráfico se puede observar esta estacionalidad.

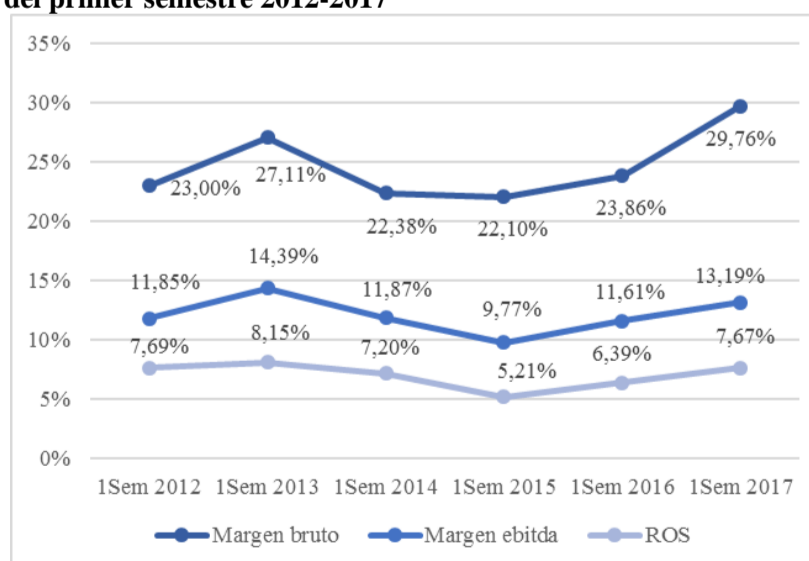
**Ventas de Gloria por trimestre 2012-2017 (en miles de soles)**



Fuente: Gloria S.A., 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a.  
Elaboración: Propia, 2018.

En el 2017, las ventas en el primer y segundo trimestre fueron de S/ 808.000 y S/ 828.000, respectivamente; 2,69% y 5,65% menos que el año anterior. Esta caída se justifica por el Fenómeno El Niño anómalo presentado a principios de este año (primer trimestre) y el efecto Pura Vida explicado en el anexo 3 (segundo trimestre). El margen bruto, margen Ebitda y ROS de los primeros semestres del 2012 al 2017 pueden observarse en el siguiente gráfico.

**Margen Bruto, margen Ebitda y ROS del primer semestre 2012-2017**



Fuente: Gloria S.A., 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a.  
Elaboración: Propia, 2018.

El margen bruto se incrementa en el primer semestre del 2017 debido a las compras que realizó la compañía a finales del 2016 de leche en polvo a precios competitivos; sin embargo, el margen bruto debería regresar a la normalidad (entre 22% y 24%) hacia finales del 2017. Pese a este incremento de casi 4 puntos porcentuales en el margen bruto del 2017, el incremento en el margen Ebitda fue de 1,5%, principalmente por los mayores gastos en comisiones a Deprodeca y los gastos asociados al caso Pura Vida (gastos de distribución y mayor publicidad en medios de comunicación para cambiar la imagen deteriorada de la compañía).

## Anexo 28. Análisis de costo de ventas, gastos de administración y gastos de ventas del 2007 al 2016 (millones de soles)

### Costo de ventas

El costo de ventas de la compañía entre el 2007 y 2016 puede desagregarse de la siguiente manera:

#### Costo de ventas de Gloria 2007-2016 (en millones de soles)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Costo de mercadería	65	102	70	97	112	123	132	158	141	157
Costo de productos terminados	1,136	1,290	1,290	1,374	1,594	1,693	1,743	2,028	2,139	2,016
Mano de obra directa	14	16	17	26	33	36	36	37	40	45
Depreciación	40	42	48	34	41	50	54	57	55	63
Otros gastos de fabricación	111	119	125	166	177	181	235	260	288	299
Costo de servicios	3	5	5	27	35	28	43	39	52	50
<b>Total</b>	<b>1,370</b>	<b>1,574</b>	<b>1,556</b>	<b>1,724</b>	<b>1,991</b>	<b>2,112</b>	<b>2,242</b>	<b>2,579</b>	<b>2,714</b>	<b>2,631</b>

Fuente: Gloria S.A., 2008a, 2009a, 2010a, 2011a, 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a.

Elaboración: Propia, 2018.

La compañía no solo vende lo que produce, también compra productos terminados para comercializarlos de manera directa. A nivel porcentual, el costo de la mercadería representa el 10,38% del total del costo (en los últimos cinco años); mientras que los productos terminados representan el 78,40%. Por el mismo periodo, la mano de obra directa asciende a 1,59% del total del costo; mientras que la depreciación, otros gastos de fabricación y el costo de servicios ascienden a 2,28%, 10,22% y 1,71%, respectivamente.

La información de la depreciación desagregada por rubro de costo y gasto se encuentra disponible desde el 2010. Luego de realizar un análisis de esta, se observa que en los últimos cinco años el porcentaje asignado del total de la depreciación a costo de ventas es de 83,67%, el de gastos de ventas y distribución es de 3,15%, y el de gastos de administración es de 13,17%.

### Gastos de administración

Los gastos de administración de la compañía pueden desagregarse de la siguiente manera:

#### Gastos de administración de Gloria, 2007-2016 (en millones de soles)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cargas de personal	17	17	17	24	28	41	61	49	42	44
Servicios prestados por terceros	22	22	20	24	25	36	34	38	43	43
Honorarios directores	16	24	16	21	20	22	24	22	20	21
Depreciación	4	3	4	5	5	8	7	7	11	12
Impuestos atrasados	1	5	6	1	5	5	10	7	11	7
Cargas diversas de gestión	5	6	6	7	8	5	8	6	7	6
Tributos	3	2	2	2	2	2	2	5	3	2
Sanciones administrativas	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0
Impuestos a las trans. Financieras	4	3	3	2	1	0	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>71</b>	<b>82</b>	<b>74</b>	<b>86</b>	<b>95</b>	<b>121</b>	<b>148</b>	<b>134</b>	<b>138</b>	<b>137</b>

Fuente: Gloria S.A., 2008a, 2009a, 2010a, 2011a, 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a.

Elaboración: Propia, 2018.

Las cargas de personal, los servicios prestados por terceros y los honorarios de directores son los que tienen una mayor participación de total de gastos de administración (79,8% del total en los últimos cinco años). Las cargas de personal están asociadas de manera directa a la contratación de trabajadores. Los servicios prestados por terceros corresponden a la contratación de servicios de asesoría legal, inspectoría, vigilancia, limpieza y fumigación de áreas administrativas. Los honorarios a directores se relacionan a los directores que representan a la compañía.

### Gastos de ventas

Los gastos de ventas se desagregan de la siguiente manera:

#### Gastos de ventas de Gloria, 2007-2016 (en millones de soles)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Publicidad y promoción	68	68	77	86	74	103	112	136	160	170
Comisiones	59	65	59	61	78	91	92	104	105	158
Fletes	17	20	13	20	21	23	23	28	24	23
Servicios prestados por terceros	6	7	6	8	9	10	11	13	19	19
Cargas diversas de gestión y prov	3	3	3	4	6	7	6	4	9	25
Cargas de personal	-	-	-	-	1	1	1	4	1	2
Depreciación	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Regalías	1	1	1	1	1	1	2	2	1	1
Tributos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>155</b>	<b>167</b>	<b>162</b>	<b>182</b>	<b>191</b>	<b>238</b>	<b>248</b>	<b>294</b>	<b>321</b>	<b>400</b>

Fuente: Gloria S.A., 2008a, 2009a, 2010a, 2011a, 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a.

Elaboración: Propia, 2018.

Los principales gastos de la compañía se centralizan en la publicidad, promoción, y las comisiones. La publicidad y promoción son gastos propios del giro del negocio, considerando que, al ser productos de consumo masivo, se requiere altas inversiones en este rubro. Respecto a las comisiones, éstas se centralizan principalmente en las otorgadas a la vinculada Deprodeca y sus vendedores directos. Cabe mencionar que, a partir del 01 de septiembre del 2016, la comisión otorgada a Deprodeca se incrementó a 7,5% del total de las ventas, motivo por el cual este importe se incrementa en el 2016 con relación a los años anteriores.

## Anexo 29. Programas de bonos corporativos al 31 de diciembre de 2016

### Primer programa de bonos corporativos de Gloria

Bonos Serie A	Plazo	Monto autorizado	Monto colocado	Monto en circulación	Fecha de emisión	Interés
Segunda	7 años	S/ 150.000.000	S/ 150.000.000	S/ 150.000.000	26/09/2014	6,09375%
Tercera	5 años	S/ 150.000.000	S/ 140.000.000	S/ 140.000.000	05/02/2015	5,56250%
Cuarta	20 años	S/ 150.000.000	S/ 150.000.000	S/ 150.000.000	05/02/2015	7,12500%
Quinta	5 años	S/ 200.000.000	S/ 153.020.000	S/ 153.020.000	25/06/2016	6,65625%

Fuente. Class & Asociados, 2017b.

Elaboración: Propia, 2018.

Este programa no cuenta con ninguna restricción.

### Segundo programa de bonos corporativos de Gloria

Bonos Serie A	Plazo	Monto autorizado	Monto colocado	Monto en circulación	Fecha de emisión	Interés
Primera	5 años	S/ 60.000.000	S/ 52.125.000	Cancelada	26/06/2003	VAC + 6%
Segunda	3 años	S/ 35.000.000	S/ 35.000.000	Cancelada	21/04/2004	5,93750%
Tercera	5 años	S/ 50.000.000	S/ 50.000.000	Cancelada	14/02/2005	6,62500%
Cuarta	5 años	S/ 72.000.000	S/ 72.000.000	Cancelada	22/04/2005	6,68750%
Quinta	7 años	S/ 40.000.000	S/ 40.000.000	Cancelada	04/09/2006	6,50000%
Sexta	7 años	S/ 70.000.000	S/ 70.000.000	Cancelada	26/03/2007	5,75000%
Séptima	10 años	S/ 70.000.000	S/ 70.000.000	Cancelada	18/04/2007	5,87500%
Octava	10 años	S/ 100.000.000	S/ 100.000.000	S/ 10.000.000	26/10/2007	6,78125%
Novena	5 años	S/ 90.000.000	S/ 50.000.000	Cancelada	30/04/2009	6,46875%
Décima	7 años	S/ 80.000.000	S/ 78.000.000	Cancelada	29/09/2009	6,56250%

Fuente. Class & Asociados, 2017b.

Elaboración: Propia, 2018.

Según Class & Asociados (2017b), este programa cuenta con las siguientes restricciones:

- «No podrá acordar el reparto de utilidades ni pagar dividendos en caso se hayan producido uno o más eventos de incumplimiento y estos no se hayan subsanado.
- No se pueden realizar cambios significativos al giro principal y naturaleza del negocio, salvo que cuenten con autorización de la Asamblea General.
- No se pueden realizar fusiones o adquisiciones de empresas, escisiones o reorganizaciones societarias que puedan generar un efecto o cambio sustancial adverso para el emisor y/o puedan generar más eventos de incumplimiento.
- No se pueden realizar leasebacks u otorgar garantía a favor de terceros en sus activos, exceptuando garantías constituidas sobre activos fijos adquiridos después de la suscripción del contrato marco que fueran utilizadas para el costo de adquisición de dichos activos; o hasta por un monto acumulado que no exceda el 5% del patrimonio neto.
- Se deben mantener pólizas de seguro que cubran sus activos, incluyendo contra daños generados por violencia política y terrorismo.
- No se pueden establecer ni acordar un orden de prelación en sus futuras emisiones de obligaciones fuera del Segundo Programa.
- No se pueden emitir valores del Segundo Programa que se encuentren subordinados a un crédito y/o endeudamiento que asuma luego de suscribir el contrato marco».

### Anexo 30. Inversiones realizadas por la compañía

Año	Importe en S/	Inversiones realizadas
2007	71.312	Evaporador en planta Trujillo, planta de soya en Huachipa, línea de envases metálicos de dos piezas de conservas de pescado, dos llenadoras de leche, ampliación de la cámara de productos refrigerados, tanques de enfriamiento para ganaderos del norte, nuevo almacén de logística, pasteurizador de 20.000 l por hora y equipos para la planta de snacks.
2008	76.408	Ampliación de la capacidad de mezcla y envasados de yogurt y refrescos. Nueva línea de leche evaporada, nueva línea de envasado en botella PET.
2009	106.987	Lote 11 Fundo Huachipa (31.000 m <sup>2</sup> ), compra de inmueble de 63.000 m <sup>2</sup> en Huachipa, adquisición de una línea completa de fabricación de cabezales para fábrica de envases, nueva línea de producción de leche evaporada, planta de cogeneración, planta de efluentes industriales en Trujillo, compra de pasteurizador UHT de 20.000 l.
2010	83.443	Inmueble en Huachipa (30.000 m <sup>2</sup> ), inmueble en La Victoria, instalación de planta de yogurt en Arequipa, adquisición de llenadora de yogurt de vasos preformados, adquisición de sopladora de botellas de plástico para yogurt, adquisición de llenadora de yogurt de vasos de 120 ml, adquisición de una línea PET de segundo uso para Arequipa, compra de tres líneas de envases de hojalata, acondicionamiento de establo de Casa Grande, adquisición de 922 cabezas de ganado.
2011	75.052	Planta de cogeneración, nueva empresa de empaques, planta de yogurt en Arequipa, almacenes para logística en Huachipa, adquisición de maquinaria, planta procesadora de leche de soya, reubicación de oficina de ingeniería y proyectos, llenadora de yogurt de vasos preformados, envases autoclave, construcción de By Pass en Av. La Capitana, llenadoras flex de llenado UHT, línea baby 5, procesador UHT de 200.000 l, construcción de muro de contención de canal de regadío, línea de proceso para leche deslactosada, incremento en la capacidad de planta de osmosis inversa, compra de tanques de enfriamiento para ganaderos, instalación de línea PET en la planta de Arequipa.
2012	221.370	Línea de elaboración y envasado de yogurt, línea baby 5, cambio llenadora Dawson, procesadora UHT de 200.000 l, automatización de paletizadoras, compra de ganado y otras ampliaciones en líneas productivas.
2013	121.433	Planta de leche condensada azucarada, adquisición de equipos y líneas de producción, mejoras en planta de leche evaporada, sistema de agua y alcantarillado, edificaciones, entre otros.
2014	108.343	Puesta en operación de planta de panetones, línea 6 de envases baby, línea de barnizado, equipos de frío, lavado de cisternas, entre otros.
2015	261.127	Red eléctrica de 60kv, planta de elaboración de leche evaporada 0% lactosa, nueva planta UHT de Arequipa, planta La Pascona en Trujillo, ampliación de cámaras frigoríficas, nueva planta de Majes, entre otros.
2016	227.432	Proyecto Qali Warma, línea de envasado en vaso aséptico, equipo para queso semimaduro, ampliación del sistema de frío, ampliación de almacenes entre otros.

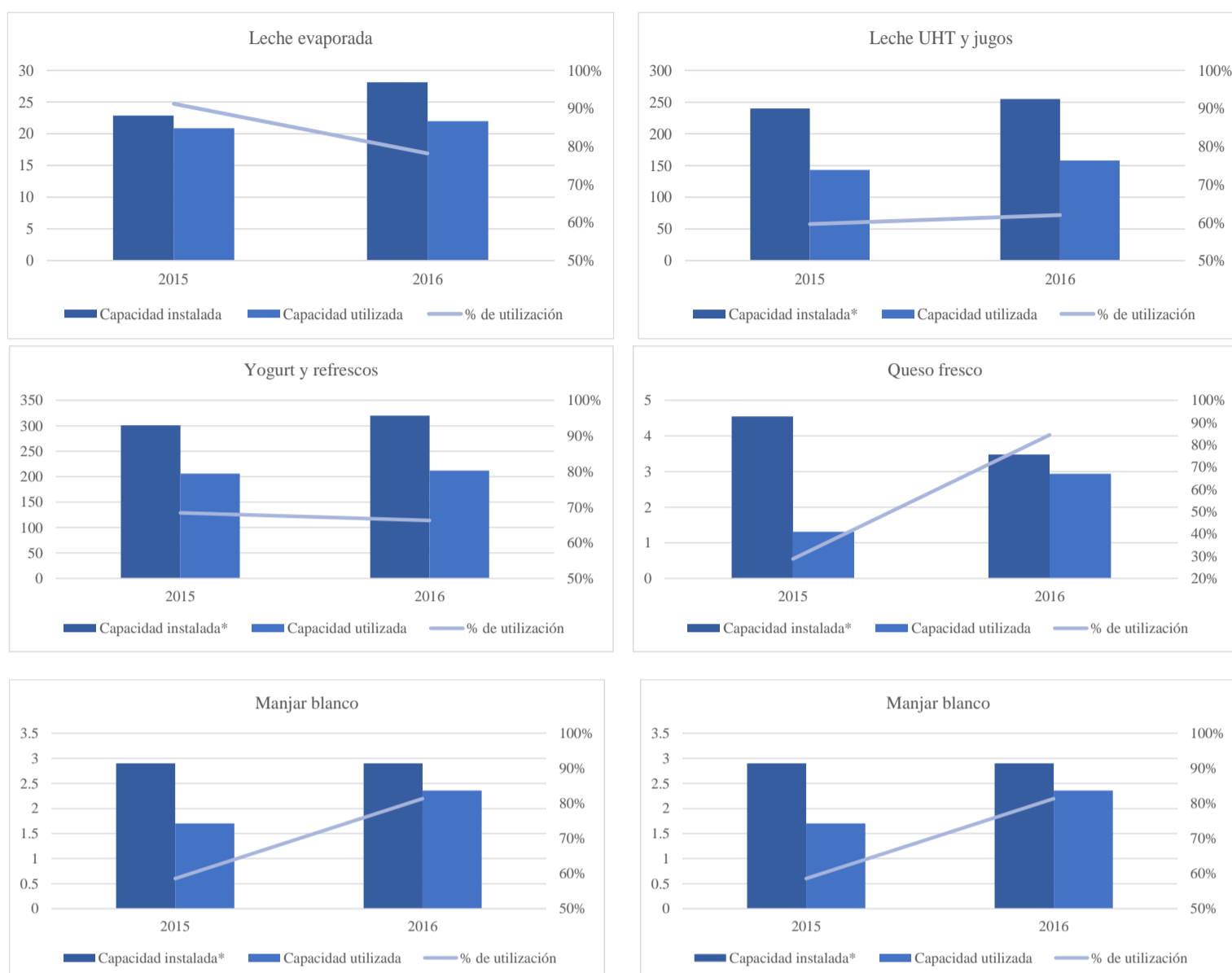
Fuente: Gloria S.A., 2008b, 2009b, 2010b, 2011b, 2012b, 2013b, 2014b, 2015b, 2016b, 2017b.

Elaboración: Propia, 2018.

### Anexo 31. Capacidad instalada y utilizada de la compañía de 2015 y 2016

De acuerdo con los informes de Class & Asociados (2016, 2017), se elaboró la capacidad instalada y utilizada de la compañía para leche evaporada, leche UHT y jugos, yogurt y refrescos expresada en millones de litros por año; mientras, para queso fresco, queso maduro y manjar blanco estuvo expresada en millones de kilos por año. En los siguientes gráficos se observa dicha información.

#### Capacidad instalada y utilizada de la compañía de 2015 y 2016



Fuente: Class & Asociados, 2016, 2017.  
Elaboración: Propia, 2018.

En el caso de leche evaporada, el porcentaje de utilización se incrementó significativamente entre el año 2015 y 2016; mientras que, en los demás casos, el incremento o decremento no fue significativo.

**Anexo 32. Supuestos de la proyección de estados financieros**

Cuenta	Supuesto utilizado
Ventas	Las ventas han sido proyectadas en cuatro rubros: leche evaporada, leche UHT, yogurt y otros; considerando el precio y el volumen de venta en los tres primeros rubros. El volumen de venta de leche evaporada continuará creciendo, pero a un menor ritmo, considerando la mayor tendencia a consumir leche, las preferencias de los consumidores por la leche UHT (menor consumo de leche evaporada), las expectativas de crecimiento de la economía peruana (que genera un mayor consumo) y la estrategia de Gloria de desarrollar nuevos productos para segmentos de mercado no atendidos (puntos desarrollados en análisis Pestel y MAFE). El volumen de venta de leche UHT continuará creciendo a ritmo similar a los últimos nueve años, considerando la mayor tendencia a consumir leche, las preferencias de los consumidores por leche UHT, las expectativas de crecimiento de la economía del país (mayor consumo) y el incremento de la promoción y publicidad por parte de Gloria de la leche UHT (puntos desarrollados en el análisis Pestel y MAFE). El volumen de venta de yogurt continuará creciendo, pero a menor ritmo, considerando la mayor tendencia al consumo de productos saludables, las expectativas de crecimiento de la economía del país y el incremento de atributos en los productos de Gloria (puntos desarrollados en el análisis Pestel y MAFE). Los precios de venta de la leche evaporada, UHT y yogurt continuarán creciendo, pero a un menor ritmo, considerando que es un producto de primera necesidad y que su consumo se ve afectado de manera directa por el incremento de precios.
Costo de ventas	El costo de ventas ha sido proyectado considerando el costo de la mercadería, el costo de los productos terminados, la mano de obra directa, la depreciación, los otros gastos de fabricación y el costo de servicios. El costo de la mercadería y los productos terminados ha considerado los saldos iniciales y finales de mercadería y productos terminados (información detallada en existencias), las compras de mercadería y el consumo de materias primas e insumos. Las compras de mercadería han sido proyectadas como el 4,60% del total de la venta de productos (promedio de los últimos cinco años). El consumo de materia prima e insumos ha sido proyectado considerando tres factores: consumo de leche en polvo, consumo de hojalata y un porcentaje de consumo de otros insumos y materia prima relacionados a la venta. Respecto a la leche en polvo y la hojalata, se asume que el 100% de leche y hojalata comprada en el año es consumido en el mismo año. Los precios de ambos productos también fueron proyectados considerando su comportamiento histórico analizado en el Capítulo III. El tipo de cambio utilizado para convertir en soles el precio unitario fue tomado de las proyecciones del BCRP (2017). La mano de obra directa y los otros gastos de fabricación han sido proyectados considerando el porcentaje que representan de la venta en los últimos 5 años, siendo de 1,21% y 7,82%, respectivamente. La depreciación fue tomada de las proyecciones del Capex y distribuida en costo de ventas, gastos de administración y gastos de ventas de acuerdo con el comportamiento histórico de los últimos cinco años. El costo de servicios fue proyectado considerando el porcentaje que representa del total de la venta de servicios de los últimos cinco años.
Gastos de ventas y distribución	Los gastos de ventas y distribución han sido proyectados considerando los siguientes factores: publicidad y promoción, comisiones, fletes, servicios prestados por terceros, cargas diversas de gestión, cargas de personal, depreciación, regalías y tributos. Los gastos de publicidad y promoción han representado el 4,16% del total de las ventas en promedio de los últimos cinco años; sin embargo, para la proyección se consideró un 5,5% para el 2017, 5% para el 2018 y 4,48% del 2019 en adelante; considerando que el 2017 y 2018 la Compañía realiza mayores inversiones en publicidad (con el fin de cambiar la imagen que tiene luego del caso Pura Vida) y que en líneas generales, el negocio requiere de mayores inversiones en publicidad para incrementar el consumo (punto desarrollado en la matriz MAFE). Las comisiones han sido proyectadas para el 2017 como un 5,84% del total de las ventas, 2,48% mayor al promedio de los últimos 5 años, debido a que la comisión asignada a Deprodeca incrementó desde mediados del 2016 (punto desarrollado en el análisis financiero del primer semestre del 2017). Sin embargo, se espera que luego del contrato de dos años, el porcentaje de comisión disminuya y regrese a los niveles de años anteriores. Los fletes, servicios prestados por terceros, cargas diversas de gestión, cargas de personal, regalías y tributos han sido proyectados considerando el porcentaje promedio que representan de las ventas de los últimos cinco años. La depreciación ha sido considerada de acuerdo con lo indicado en el punto de costo de ventas.
Gastos de administración	Los gastos de administración fueron proyectados considerando cada una de las líneas que considera la Compañía; es decir, cargas de personal, servicios prestados por terceros, honorarios de directores, depreciación, impuestos atrasados, cargas diversas de gestión, tributos, sanciones administrativas e impuestos a las transacciones financieras. Cada una de estas líneas ha sido proyectada considerando el porcentaje histórico de las ventas de los últimos 5 años, exceptuando la depreciación (mencionada en el detalle de costo de ventas).
Gastos financieros	Los gastos por intereses han sido proyectados considerando los gastos financieros proyectados de los pagarés, los gastos por intereses de los bonos emitidos y a emitir, el promedio de los intereses de empresas relacionadas y el promedio de otros intereses.
Gasto por impuesto a las ganancias	El gasto por impuesto a las ganancias se proyecta considerando el promedio real de los últimos cinco años, el cual asciende a 31,91%.
Cuentas por cobrar comerciales	Se estiman considerando el periodo promedio de cobro de los últimos cinco años que asciende a 48 días. Dado que está relacionado directamente a las ventas, incorpora el crecimiento que se espera de la Compañía.
Cuentas por pagar comerciales	Se estiman considerando el periodo promedio de pago de los últimos cinco años que asciende a 59 días. Se consideran las compras más relevantes para la compañía y sobre éstas se calcula el saldo de cuentas por pagar.
Existencias	Se estiman considerando el periodo promedio de rotación de existencias de los últimos cinco años, que asciende a 95 días. Dado que está relacionado al costo de ventas, incorpora el crecimiento que se espera de la Compañía.
Activo fijo	Por cada línea del activo fijo, se considera el porcentaje que representa del total de las ventas, determinando las adiciones, retiros y depreciación que realiza la Compañía por año.
Obligaciones financieras y otras	Se considera el vencimiento de los bonos ya emitidos y se opta por emitir nuevos bonos (tercer programa) en los años 2020 y 2021 dado que la Compañía ha optado en la última década en financiar sus operaciones con este tipo de financiamiento. Las condiciones de estos nuevos bonos son similares a los emitidos en los años 2014 y 2015. Los pagarés proyectados son de 1 a 2 años (mismas condiciones históricas) y con una tasa de 6,30% (promedio histórico de los últimos cinco años).
Dividendos	Se considera un payout ratio de 0,642; promediando los dividendos del 2014, 2015 y los realizados en el primer semestre del 2017. No se tomó en consideración 2016 ya que fueron significativamente diferentes a los años anteriores.

Fuente: Gloria S.A., 2008a, 2009a, 2010a, 2011a, 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a, 2017b.  
Elaboración: Propia, 2018.

### Anexo 33. Proyección de ventas

Las proyecciones de ventas de Gloria 2017-2027 se han realizado para las líneas de negocio leche evaporada, yogurt y leche UHT; y se descompone en proyección de volúmenes de ventas y proyección de precios nominales de ventas.

En la siguiente tabla se presenta las variables explicativas usadas en los modelos de proyección, las cuales son: IPC (variación porcentual del índice promedio anual), tasa de crecimiento del PBI real, tasa de crecimiento de la población, eventos negativos (variable indicadora de crisis internacionales y Fenómenos El Niño), Inversión total (inversión pública y privada como porcentaje del PBI) y tasa de desempleo (porcentaje de la fuerza laboral total). Los datos del periodo 1994-2016 se usaron en la formulación de los modelos. Los datos utilizados para realizar las proyecciones del periodo 2017-2027 se obtuvieron del Fondo Monetario Internacional (FMI), e INEI. Se ha asumido que los datos del 2022 se mantienen constantes en el periodo 2023-2027.

#### Variables explicativas usadas en los modelos de proyección, 1994-2027

Año	IPC	Tasa de crecimiento del PBI real	Tasa de crecimiento de la población	Evento negativo	Inversión total	Tasa de desempleo
1994	23,7%	12,3%	1,86%	0	20,7%	8,8%
1995	11,1%	7,4%	1,81%	0	22,8%	7,1%
1996	11,5%	2,8%	1,76%	0	20,7%	7,2%
1997	8,5%	6,5%	1,72%	0	22,0%	8,6%
1998	7,3%	-0,4%	1,67%	1	21,8%	6,9%
1999	3,5%	1,5%	1,61%	0	19,3%	9,4%
2000	3,8%	2,7%	1,54%	0	18,4%	7,8%
2001	2,0%	0,6%	1,47%	1	17,4%	9,2%
2002	0,2%	5,5%	1,41%	0	17,4%	9,4%
2003	2,3%	4,2%	1,36%	0	17,9%	9,4%
2004	3,7%	5,0%	1,32%	0	16,9%	9,4%
2005	1,6%	6,3%	1,28%	0	16,2%	9,6%
2006	2,0%	7,5%	1,23%	0	19,2%	8,5%
2007	1,8%	8,5%	1,17%	0	22,3%	8,4%
2008	5,8%	9,1%	1,14%	0	27,5%	8,4%
2009	2,9%	1,1%	1,13%	1	20,7%	8,4%
2010	1,5%	8,3%	1,13%	0	24,9%	7,9%
2011	3,4%	6,3%	1,14%	0	24,9%	7,7%
2012	3,7%	6,1%	1,13%	0	24,7%	6,8%
2013	2,8%	5,9%	1,13%	0	26,5%	6,0%
2014	3,2%	2,4%	1,11%	0	24,9%	6,0%
2015	3,5%	3,3%	1,10%	0	24,4%	6,4%
2016	3,6%	3,9%	1,08%	0	22,8%	6,7%
2017	3,2%	2,7%	1,07%	1	22,0%	6,7%
2018	2,3%	3,8%	1,06%	0	22,3%	6,7%
2019	2,5%	4,0%	1,04%	0	22,7%	6,7%
2020	2,4%	3,9%	1,01%	0	23,5%	6,7%
2021	2,3%	3,8%	0,99%	0	24,1%	6,7%
2022	2,0%	3,8%	0,97%	0	24,2%	6,7%
2023	2,0%	3,8%	0,95%	0	24,2%	6,7%
2024	2,0%	3,8%	0,93%	0	24,2%	6,7%
2025	2,0%	3,8%	0,91%	0	24,2%	6,7%
2026	2,0%	3,8%	0,89%	0	24,2%	6,7%
2027	2,0%	3,8%	0,87%	0	24,2%	6,7%

Fuente: BCRP, 2017a, 2017b; INEI, s.f.b , s.f. c, s.f.d y FMI, 2017.

Elaboración: Propia, 2018.

En las dos tablas siguientes se presentan las variables respuesta de los modelos de proyección. En cada línea de negocio, estas variables son las variaciones de los volúmenes de producción nacional



y las variaciones de los precios reales de venta (los precios reales son los precios nominales corregidos por la inflación y expresados a valores de 2007).

### Producción nacional de leche evaporada, yogurt y leche UHT (en toneladas), 1994-2016

Año	Producción nacional de leche evaporada	Variación de producción	Producción nacional de yogurt	Variación de producción	Producción nacional de leche UHT	Variación de producción
1994	131.964	-	11.808	-	17.127	-
1995	153.522	16,3%	11.564	-2,1%	19.537	14,1%
1996	152.901	-0,4%	11.600	0,3%	18.593	-4,8%
1997	152.570	-0,2%	12.698	9,5%	21.332	14,7%
1998	163.326	7,0%	18.859	48,5%	32.245	51,2%
1999	178.863	9,5%	23.462	24,4%	37.282	15,6%
2000	221.862	24,0%	26.672	13,7%	43.732	17,3%
2001	209.660	-5,5%	30.130	13,0%	49.464	13,1%
2002	245.262	17,0%	37.224	23,5%	55.347	11,9%
2003	270.754	10,4%	40.281	8,2%	56.725	2,5%
2004	314.875	16,3%	51.852	28,7%	57.509	1,4%
2005	327.807	4,1%	58.825	13,4%	63.102	9,7%
2006	358.844	9,5%	65.454	11,3%	55.924	-11,4%
2007	381.907	6,4%	84.089	28,5%	67.929	21,5%
2008	382.781	0,2%	110.152	31,0%	100.480	47,9%
2009	360.563	-5,8%	124.870	13,4%	110.077	9,6%
2010	410.063	13,7%	140.972	12,9%	126.924	15,3%
2011	418.706	2,1%	150.778	7,0%	126.616	-0,2%
2012	440.910	5,3%	166.541	10,5%	130.591	3,1%
2013	469.481	6,5%	177.585	6,6%	132.118	1,2%
2014	478.281	1,9%	190.267	7,1%	132.232	0,1%
2015	499.856	4,5%	207.204	8,9%	143.437	8,5%
2016	469.907	-6,0%	198.201	-4,1%	159.260	11,0%

Fuente: INEI, s.f.a; Minagri, 2017a.

Elaboración: Propia, 2018.

### Precio real de venta de Gloria en leche evaporada, yogurt y leche UHT (en miles de soles por tonelada), 2002-2016

Año	Precio real de venta de leche evaporada	Variación del precio	Precio real de venta de yogurt	Variación del precio	Precio real de venta de leche UHT	Variación del precio
2002	4,199	-	-	-	1,968	-
2003	4,167	-0,8%	-	-	2,023	2,8%
2004	3,757	-9,8%	-	-	1,985	-1,9%
2005	3,812	1,5%	-	-	2,005	1,0%
2006	3,714	-2,6%	-	-	2,420	20,7%
2007	3,919	5,5%	3,303	-	2,355	-2,7%
2008	4,050	3,4%	2,833	-14,2%	1,821	-22,7%
2009	3,961	-2,2%	2,739	-3,4%	1,744	-4,3%
2010	3,708	-6,4%	2,688	-1,8%	2,061	18,2%
2011	3,966	7,0%	2,765	2,9%	1,840	-10,7%
2012	3,992	0,6%	2,720	-1,7%	1,926	4,7%
2013	3,994	0,1%	2,790	2,6%	1,949	1,2%
2014	3,946	-1,2%	2,760	-1,1%	2,052	5,3%
2015	3,663	-7,2%	2,664	-3,5%	2,285	11,4%
2016	3,955	8,0%	2,698	1,3%	2,199	-3,8%

Fuente: Gloria S.A., 2003a, 2004a, 2005a, 2006a, 2007a, 2008a, 2009a, 2010a, 2011a, 2012a, 2013a, 2014a, 2015a, 2016a, 2017a.

Elaboración: Propia, 2018.

### Proyección de ventas de leche evaporada

La proyección de venta se descompone en proyección de volumen y proyección de precio. La proyección del volumen de venta de leche evaporada de Gloria se basa en el supuesto que el volumen de venta es igual a la producción nacional de leche evaporada multiplicada por la participación de mercado de Gloria de este producto, e incluye el volumen de ventas internas y el volumen de las exportaciones.

La variación de la producción nacional de leche evaporada, VPNLE, se ajustó a través del siguiente modelo:

$$VPNLE_t = -5,45 + 0,26 * \text{Tasa de desempleo}_{t-1}^2 - 1,09 * \text{Tasa de crecimiento del PBI}_{t-1} * \text{Tasa de crecimiento población}_{t-1}^{-1} - 8,73 * \text{Evento negativo}_t + \text{error}_t$$

Este modelo tuvo un coeficiente de determinación de 60,1%.

En la proyección del volumen de ventas de leche evaporada de Gloria se usó los volúmenes de producción nacional generados por el modelo anterior y se asumió que la participación de mercado de Gloria en cada año del periodo 2017-2027 es igual al promedio de las participaciones de mercado en leche evaporada de los últimos diez años, 2007-2016, 82,7%.

Por otro lado, la proyección del precio nominal de venta de leche evaporada de Gloria se basa en el supuesto que el precio nominal de venta es el mismo para las ventas internas y las exportaciones. Los precios nominales se obtuvieron al dividir las ventas de leche evaporada de Gloria entre los volúmenes de ventas.

La variación del precio real de venta de leche evaporada (VPRVLE) se ajustó a través del siguiente modelo:

$$VPRVLE_t = -3,70 - 0,00000773 * \text{Tasa de crecimiento de población}_t * VPNLE_t^3 * \text{Tasa de crecimiento del PBI}_t^3 + 0,04 * \text{Inversión total}_t * \text{Tasa de crecimiento del PBI}_t + \text{error}_t$$

Este modelo tuvo un coeficiente de determinación de 50,5%.

En la proyección del precio nominal de venta se usó los precios reales generados por el modelo anterior y la inflación proyectada por FMI.

La proyección de venta de leche evaporada se presenta en la siguiente tabla.

### Proyección de venta de leche evaporada de Gloria, 2017-2027

Año	Venta de leche evaporada de Gloria (en miles de soles)	Precio nominal de venta por tonelada (miles de soles)	Volumen de ventas de leche evaporada (en toneladas)
2017	1.973.484	5,434	363.151
2018	2.082.469	5,544	375.618
2019	2.182.835	5,683	384.129
2020	2.279.917	5,822	391.599
2021	2.380.509	5,961	399.329
2022	2.477.419	6,084	407.208
2023	2.577.145	6,209	415.060
2024	2.678.572	6,337	422.697
2025	2.781.389	6,467	430.070
2026	2.885.225	6,600	437.126
2027	2.990.101	6,736	443.876

Fuente: Elaboración propia, 2018.

### Proyección de ventas de yogurt

La proyección de venta se descompone en proyección de volumen y proyección de precio. La proyección del volumen de venta de yogurt de Gloria se basa en el supuesto que el volumen de venta es igual a la producción nacional de yogurt multiplicada por la participación de mercado de Gloria, e incluye el volumen de ventas internas y el volumen de las exportaciones.

La variación de la producción nacional de yogurt, VPNY, se ajustó a través del siguiente modelo:

$$VPNY_t = -9,58 + 0,06 * \text{Tasa de desempleo}_t^2 * \text{Inversión total}_t^{0,5} * \text{Tasa de crecimiento población}_t^{0,5} - 0,38 * \text{Tasa de crecimiento del PBI}_t^{-5} + 0,00031 * \text{Tasa de crecimiento del PBI}_t^5 * \text{Tasa de crecimiento población}_t^{-2} + \text{error}_t$$

Este modelo tuvo un coeficiente de determinación de 69,0%.

En la proyección del volumen de ventas de yogurt de Gloria se usó los volúmenes de producción nacional generados por el modelo anterior y se asumió que la participación de mercado de Gloria en cada año del periodo 2017-2027 es igual al promedio de las participaciones de mercado en yogurt de los últimos diez años, 2007-2016, 81,2%.

Por otro lado, la proyección del precio nominal de venta de yogurt de Gloria se basa en el supuesto que el precio nominal de venta es el mismo para las ventas internas y las exportaciones. Los precios nominales se obtuvieron al dividir las ventas de yogurt de Gloria entre los volúmenes de ventas.

La variación del precio real de venta de yogurt, VPRVY, se ajustó a través del siguiente modelo:  
 $VPRVY_t = -0,11 - 0,00048 * VPNY_t^3 + error_t$

Este modelo tuvo un coeficiente de determinación de 83,1%.

En la proyección del precio nominal de venta se usó los precios reales generados por el modelo anterior y la inflación proyectada por FMI.

La proyección de venta de yogurt se presenta en la siguiente tabla.

### Proyección de venta de yogurt de Gloria, 2017 - 2027

Año	Venta de yogurt de Gloria (en miles de soles)	Precio nominal de venta por tonelada (miles de soles)	Volumen de ventas de yogurt (en toneladas)
2017	624.140	3,750	166.451
2018	658.655	3,831	171.929
2019	696.784	3,921	177.712
2020	736.963	4,011	183.757
2021	778.926	4,099	190.033
2022	819.976	4,176	196.341
2023	862.202	4,255	202.623
2024	905.518	4,336	208.853
2025	949.824	4,418	215.001
2026	995.178	4,501	221.079
2027	1.041.595	4,587	227.085

Fuente: Elaboración propia, 2018.

### Proyección de ventas de leche UHT

La proyección de ventas se descompone en proyección de volumen y proyección de precio. La proyección del volumen de venta de leche UHT de Gloria se basa en el supuesto que el volumen de venta es igual a la producción nacional de leche UHT multiplicada por la participación de mercado de Gloria, e incluye el volumen de ventas internas y el volumen de las exportaciones.

La variación de la producción nacional de leche UHT, VPNUHT, se ajustó a través del siguiente modelo:

$VPNUHT_t = -54,74 - 0,0077 * IPC_t^3 * Tasa \text{ de crecimiento del } PBI_t^{-3} + 0,38 * Tasa \text{ de desempleo}_t * Inversión \text{ total}_t + error_t$

Este modelo tuvo un coeficiente de determinación de 62,9%.

En la proyección del volumen de ventas de leche UHT de Gloria se usó los volúmenes de producción nacional generados por el modelo anterior y se asumió que la participación de mercado de Gloria en cada año del periodo 2017-2027 es igual al promedio de las participaciones de mercado en leche UHT de los últimos diez años, 2007-2016, 74,2%.

Por otro lado, la proyección del precio nominal de venta de leche UHT de Gloria se basa en el supuesto que el precio nominal de venta es el mismo para las ventas internas y las exportaciones. Los precios nominales se obtuvieron al dividir las ventas de leche UHT de Gloria entre los volúmenes de ventas.

La variación del precio real de venta de leche UHT, VPRVLUHT, se ajustó a través del siguiente modelo:

$VPRVLUHT_t = -2,03 + 13,82 * Tasa \text{ de crecimiento de población}_t^4 * Tasa \text{ de crecimiento del } PBI_t^{-1} - 0,09 * VPNUHT_t * IPC_t + error_t$

Este modelo tuvo un coeficiente de determinación de 62,2%.

En la proyección del precio nominal de venta se usó los precios reales generados por el modelo anterior y la inflación proyectada por FMI.

La proyección de venta de leche UHT se presenta en la siguiente tabla.

#### Proyección de venta de yogurt de Gloria, 2017-2022

Año	Venta de leche UHT de Gloria (en miles de soles)	Precio nominal de venta por tonelada (miles de soles)	Volumen de ventas de leche UHT (en toneladas)
2017	374.710	3,129	119.744
2018	406.502	3,329	122.094
2019	435.511	3,465	125.695
2020	470.649	3,567	131.946
2021	513.613	3,650	140.719
2022	560.001	3,722	150.476
2023	609.168	3,786	160.910
2024	660.977	3,841	172.068
2025	715.434	3,888	183.999
2026	772.788	3,928	196.757
2027	833.233	3,960	210.401

Fuente: Elaboración propia, 2018.

#### Proyección de otros ingresos

Todos los ingresos de Gloria no pertenecientes a leche evaporada, leche UHT ni a yogurt, son identificados aquí como otros ingresos. El valor nominal de otros ingresos se ajustó a través de la tendencia:

$$VNOI_t = 175.651,1 + 43.675,7 * \text{tiempo} + \text{error}_t$$

Este modelo tuvo un coeficiente de determinación de 96,9%.

La proyección de otros ingresos se presenta en la siguiente tabla.

#### Proyección de otros ingresos de Gloria, 2017-2027

Año	Otros ingresos de Gloria (en miles de soles)
2017	656.084
2018	699.760
2019	743.435
2020	787.111
2021	830.787
2022	874.463
2023	918.138
2024	961.814
2025	1.005.490
2026	1.049.166
2027	1.092.841

Fuente: Elaboración propia, 2018.

En la elaboración de todos los modelos anteriores se usó el software Eviews y el nivel de significancia de 0,05. Las variables explicativas en cada modelo son estadísticamente significativas y no hubo presencia de multicolinealidad. Además, cada modelo cumple con los supuestos estadísticos, esto es, los residuos tienen distribución normal (se aplicó la prueba de Jarque-Bera), varianza constante (se aplicó heteroskedasticity test Breusch-Pagan-Godfrey) y no están autocorrelacionados (se aplicó correlograma a los residuos).

Al inicio de este anexo se incluyó como variable explicativa a evento negativo. En la siguiente tabla se describe los hechos caracterizan a esta variable.

**Evento negativo, 1994-2027**

Periodo	Indicador	Hecho
1994-1997	0	-
1998	1	Crisis asiática y Fenómeno El Niño.
1999-2000	0	-
2001	1	Crisis de las 'punto.com'.
2001-2008	0	-
2009	1	Crisis financiera internacional.
2010-2016	0	-
2017	1	Fenómeno El Niño.
2018-2027	0	-

Fuente: Elaboración propia, 2018.

## Anexo 34. Resultados financieros proyectados

### Balance general proyectado (en miles de soles)

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Activo Corriente</b>										
Efectivo y equivalente de efectivo	62,713	67,267	71,094	75,016	78,735	81,574	85,616	89,535	93,776	97,614
Cuentas por cobrar comerciales	481,436	517,622	546,034	575,105	605,940	636,618	668,207	700,527	733,523	767,188
Otras cuentas por cobrar a vinculadas	67,993	76,335	85,418	95,654	97,461	84,572	87,888	90,198	91,155	90,255
Otras cuentas por cobrar	25,705	24,312	25,387	24,076	24,334	24,556	24,640	24,587	24,434	24,499
Existencias	710,546	762,114	804,288	847,330	892,970	938,469	985,328	1,033,316	1,082,356	1,132,436
Gastos pagados por anticipado	9,666	9,666	9,666	9,666	9,666	9,666	9,666	9,666	9,666	9,666
<b>Total activo corriente</b>	<b>1,358,060</b>	<b>1,457,316</b>	<b>1,541,887</b>	<b>1,626,846</b>	<b>1,709,106</b>	<b>1,775,455</b>	<b>1,861,345</b>	<b>1,947,829</b>	<b>2,034,910</b>	<b>2,121,658</b>
<b>Activo No Corriente</b>										
Inversiones financieras	182,591	190,683	199,135	207,960	217,177	226,802	236,854	247,352	258,314	269,763
Otras cuentas por cobrar	1,759	1,663	1,737	1,647	1,665	1,680	1,686	1,682	1,672	1,676
Cuentas por cobrar a LP con vinculadas	20,950	5,831	9,323	7,163	6,574	6,334	2,316	3,579	2,107	1,925
Inmuebles, maquinaria y equipos	1,443,270	1,532,637	1,626,948	1,728,637	1,834,822	1,948,014	2,068,592	2,197,264	2,334,933	2,482,712
Intangibles	20,139	23,047	25,690	28,069	30,184	32,035	33,622	34,945	36,004	36,799
<b>Total activo no corriente</b>	<b>1,668,709</b>	<b>1,753,861</b>	<b>1,862,832</b>	<b>1,973,476</b>	<b>2,090,422</b>	<b>2,214,865</b>	<b>2,343,071</b>	<b>2,484,822</b>	<b>2,633,030</b>	<b>2,792,876</b>
<b>Total de Activo</b>	<b>3,026,770</b>	<b>3,211,178</b>	<b>3,404,719</b>	<b>3,600,322</b>	<b>3,799,527</b>	<b>3,990,320</b>	<b>4,204,416</b>	<b>4,432,650</b>	<b>4,667,940</b>	<b>4,914,534</b>
<b>Pasivo corriente</b>										
Sobregiros bancarios	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones financieras y otras	93,246	175,586	143,407	102,943	28,055	72,623	77,577	97,671	59,755	69,458
Cuentas por pagar comerciales	328,761	352,635	372,147	392,060	413,176	434,227	455,906	478,107	500,794	523,963
Cuentas por pagar vinculadas	98,074	105,196	111,017	116,957	123,256	129,536	136,003	142,626	149,394	156,306
Impuesto a la renta y participaciones corrientes	4,953	7,832	10,087	11,174	11,814	12,448	13,162	13,936	14,712	15,561
Otras cuentas por pagar	197,070	180,645	228,141	259,794	277,774	289,854	301,995	315,133	329,077	343,019
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>722,104</b>	<b>821,893</b>	<b>864,798</b>	<b>882,928</b>	<b>854,076</b>	<b>938,688</b>	<b>984,644</b>	<b>1,047,474</b>	<b>1,053,732</b>	<b>1,108,307</b>
<b>Pasivo No Corriente</b>										
Obligaciones financieras y otras	606,453	544,991	536,798	565,600	646,666	597,559	599,649	588,065	629,895	622,080
Cuentas por pagar comerciales	1,537	1,844	1,720	1,764	1,073	825	751	568	446	274
Cuentas por pagar vinculadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras cuentas por pagar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impuesto a la renta diferido	98,149	101,200	104,952	109,428	114,744	121,067	128,559	137,424	147,897	160,251
<b>Total pasivo no corriente</b>	<b>706,138</b>	<b>648,034</b>	<b>643,470</b>	<b>676,792</b>	<b>762,483</b>	<b>719,451</b>	<b>728,960</b>	<b>726,057</b>	<b>778,237</b>	<b>782,605</b>
<b>Total de Pasivo</b>	<b>1,428,242</b>	<b>1,469,928</b>	<b>1,508,268</b>	<b>1,559,720</b>	<b>1,616,559</b>	<b>1,658,139</b>	<b>1,713,604</b>	<b>1,773,531</b>	<b>1,831,969</b>	<b>1,890,912</b>
<b>Patrimonio</b>										
Capital	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502
Acciones de inversión	39,117	39,117	39,117	39,117	39,117	39,117	39,117	39,117	39,117	39,117
Reserva legal	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500
Resultados acumulados	1,100,408	1,243,131	1,398,332	1,542,483	1,684,849	1,834,062	1,992,693	2,161,001	2,337,853	2,525,503
<b>Total patrimonio</b>	<b>1,598,527</b>	<b>1,741,250</b>	<b>1,896,451</b>	<b>2,040,602</b>	<b>2,182,968</b>	<b>2,332,181</b>	<b>2,490,812</b>	<b>2,659,120</b>	<b>2,835,972</b>	<b>3,023,622</b>
<b>Total de Pasivo y Patrimonio</b>	<b>3,026,770</b>	<b>3,211,178</b>	<b>3,404,719</b>	<b>3,600,322</b>	<b>3,799,527</b>	<b>3,990,320</b>	<b>4,204,416</b>	<b>4,432,651</b>	<b>4,667,940</b>	<b>4,914,534</b>

Elaboración: Propia, 2018.

### Estado de resultados proyectado (en miles de soles)

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Venta de bienes y servicios	3,578,418	3,847,386	4,058,565	4,274,640	4,503,835	4,731,858	4,966,653	5,206,881	5,452,136	5,702,356	5,957,770
Costo de venta de bienes y servicios	-2,707,072	-2,871,031	-3,029,000	-3,182,265	-3,345,299	-3,509,527	-3,678,462	-3,851,516	-4,028,392	-4,209,034	-4,318,581
<b>Utilidad bruta</b>	<b>871,346</b>	<b>976,355</b>	<b>1,029,566</b>	<b>1,092,375</b>	<b>1,158,536</b>	<b>1,222,331</b>	<b>1,288,191</b>	<b>1,355,365</b>	<b>1,423,744</b>	<b>1,493,322</b>	<b>1,639,188</b>
Otros ingresos operativos	24,015	24,566	25,130	25,706	26,296	26,899	27,516	28,147	28,793	29,454	30,129
Gastos de ventas y distribución	-465,611	-427,835	-374,347	-394,315	-415,495	-436,576	-458,288	-480,507	-503,196	-526,352	-549,852
Gastos de administración	-152,080	-162,360	-171,416	-180,701	-190,550	-200,385	-210,530	-220,931	-231,576	-242,462	-253,008
<b>Utilidad operativa</b>	<b>277,670</b>	<b>410,727</b>	<b>508,933</b>	<b>543,065</b>	<b>578,786</b>	<b>612,269</b>	<b>646,890</b>	<b>682,075</b>	<b>717,765</b>	<b>753,961</b>	<b>866,457</b>
Dividendos recibidos	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Ingresos financieros	2,116	2,274	2,518	2,768	2,814	2,492	2,576	2,633	2,657	2,634	2,599
Gastos financieros	-54,983	-58,488	-55,336	-40,712	-47,636	-52,225	-54,753	-55,127	-55,906	-53,793	-22,631
Diferencia de cambio, neta	-1,636	-1,636	-1,636	-1,636	-1,636	-1,636	-1,636	-1,636	-1,636	-1,636	-1,636
<b>Utilidad antes de impuesto a las ganancias</b>	<b>223,168</b>	<b>352,877</b>	<b>454,480</b>	<b>503,486</b>	<b>532,329</b>	<b>560,901</b>	<b>593,078</b>	<b>627,946</b>	<b>662,880</b>	<b>701,167</b>	<b>844,790</b>
Gasto por impuesto a las ganancias	-71,203	-112,587	-145,004	-160,639	-169,842	-178,958	-189,224	-200,349	-211,495	-223,710	-269,534
<b>Utilidad neta del ejercicio</b>	<b>151,965</b>	<b>240,290</b>	<b>309,476</b>	<b>342,846</b>	<b>362,487</b>	<b>381,943</b>	<b>403,854</b>	<b>427,597</b>	<b>451,386</b>	<b>477,457</b>	<b>575,256</b>

Elaboración: Propia, 2018.

**Estado de flujo de efectivo proyectado (en miles de soles)**

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Actividades de operación</b>										
Utilidad neta	151,965	240,290	309,476	342,846	362,487	381,943	403,854	427,597	451,386	477,457
Depreciación de equipos	87,816	85,555	91,199	97,122	103,427	109,971	116,853	124,069	131,631	139,551
Amortización de equipos	1,862	2,126	2,390	2,654	2,919	3,183	3,447	3,711	3,975	4,239
(Utilidad) Pérdida en venta en activo fijo	- 3,330	- 3,406	- 3,485	- 3,564	- 3,646	- 3,730	- 3,815	- 3,903	- 3,993	- 4,084
(Aumento) Disminución de cuentas por cobrar	14,127	- 36,187	- 28,412	- 29,070	- 30,836	- 30,678	- 31,589	- 32,320	- 32,996	- 33,664
(Aumento) Disminución de otras cuentas por cobrar y gastos anticipados	- 23,565	- 16,608	- 4,640	- 3,560	- 313	- 4	- 3,927	- 1,205	- 1,636	- 112
(Aumento) Disminución de inventarios	- 46,821	- 51,568	- 42,174	- 43,041	- 45,640	- 45,500	- 46,859	- 47,988	- 49,039	- 50,081
Aumento (disminución) de cuentas por pagar	120,283	31,304	25,208	25,898	26,724	27,082	28,073	28,641	29,333	29,909
Aumento (disminución) de otras cuentas por pagar	- 82,355	- 16,426	- 47,496	- 31,653	- 17,981	- 12,080	- 12,141	- 13,138	- 13,943	- 13,943
Aumento (disminución) de impuesto a la renta	- 7,032	- 2,879	- 2,255	- 1,088	- 640	- 634	- 714	- 774	- 775	- 850
Aumento (disminución) de impuesto a la diferido	- 2,514	- 3,051	- 3,752	- 4,476	- 5,316	- 6,323	- 7,492	- 8,865	- 10,473	- 12,354
<b>Efectivo y equivalente de efectivo neto proveniente de las actividades de operación</b>	<b>215,465</b>	<b>274,226</b>	<b>403,067</b>	<b>433,622</b>	<b>439,685</b>	<b>461,312</b>	<b>494,237</b>	<b>521,378</b>	<b>557,123</b>	<b>590,585</b>
<b>Actividades de inversión</b>										
Cobro de venta de propiedades, planta y equipo	47,393	25,217	26,717	28,292	29,964	31,703	33,533	35,453	37,464	39,576
Cobro de préstamos otorgados a entidades relacionada	93,912	-	-	-	-	12,889	-	-	-	900
Préstamos otorgados a entidades relacionadas	-	- 8,342	- 9,083	- 10,236	- 1,807	-	- 3,316	- 2,311	- 956	-
Pagos por compra de propiedades, planta y equipo	- 44,969	- 196,732	- 208,742	- 223,539	- 235,930	- 251,137	- 267,149	- 284,290	- 302,773	- 322,822
Pagos por inversiones en activos financieros	- 7,749	- 8,092	- 8,451	- 8,826	- 9,217	- 9,625	- 10,052	- 10,497	- 10,963	- 11,449
Pagos por compra de activos intangibles	- 5,034	- 5,034	- 5,034	- 5,034	- 5,034	- 5,034	- 5,034	- 5,034	- 5,034	- 5,034
<b>Efectivo y equivalente de efectivo neto proveniente de las actividades de inversión</b>	<b>83,553</b>	<b>192,983</b>	<b>204,593</b>	<b>219,342</b>	<b>222,023</b>	<b>221,204</b>	<b>252,017</b>	<b>266,679</b>	<b>282,262</b>	<b>298,828</b>
<b>Actividades de financiamiento</b>										
Obtención de obligaciones financieras	-	101,784	113,186	98,942	81,178	4,539	52,044	53,509	63,914	17,888
Amortizaciones de obligaciones financieras con terceros	- 135,647	- 80,906	- 153,557	- 110,604	- 75,000	-	- 45,000	- 45,000	- 60,000	- 16,000
Dividendos pagados	- 150,000	- 97,568	- 154,276	- 198,696	- 220,121	- 232,731	- 245,222	- 259,290	- 274,534	- 289,807
<b>Efectivo y equivalente de efectivo neto utilizado en las actividades de financiamiento</b>	<b>- 285,647</b>	<b>76,690</b>	<b>194,647</b>	<b>210,358</b>	<b>213,943</b>	<b>237,269</b>	<b>238,178</b>	<b>250,780</b>	<b>270,620</b>	<b>287,918</b>
(Disminución neta) aumento neto de efectivo y equivalente de efectivo	13,371	4,553	3,827	3,922	3,719	2,839	4,042	3,919	4,241	3,838
Saldo de efectivo y equivalente de efectivo al inicio del año	49,342	62,713	67,267	71,094	75,016	78,735	81,574	85,616	89,535	93,776
Saldo de efectivo y equivalente de efectivo al fin del año	62,713	67,267	71,094	75,016	78,735	81,574	85,616	89,535	93,776	97,614

Fuente: Elaboración propia, 2018.

**Anexo 35. Análisis de consistencia (en miles de soles)**

<b>Ventas</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>CAGR</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>CAGR</b>
Ventas de leche evaporada	1.717.911	1.867.826	2.016.972	2.021.544	1.990.111	3,75%	1.923.484	2.082.469	2.182.835	2.279.917	2.380.509	2.477.419	2.577.145	2.678.572	2.781.389	2.885.225	4,61%
Ventas de leche UHT	233.616	238.037	262.730	327.771	334.873	9,42%	374.710	406.502	435.511	470.649	513.613	560.001	609.168	660.977	715.434	772.788	8,38%
Ventas de yogurt	431.910	488.731	548.133	588.696	580.968	7,69%	624.140	658.655	696.784	736.963	778.926	819.976	862.202	905.518	949.824	995.178	5,32%
Venta de otros productos	423.254	442.341	519.610	581.751	628.581	10,39%	656.084	699.760	743.435	787.111	830.787	874.463	918.138	961.814	1.005.490	1.049.166	5,35%
<b>Total</b>	<b>2.806.691</b>	<b>3.036.935</b>	<b>3.347.445</b>	<b>3.519.762</b>	<b>3.534.533</b>		<b>3.578.418</b>	<b>3.847.386</b>	<b>4.058.565</b>	<b>4.274.640</b>	<b>4.503.835</b>	<b>4.731.858</b>	<b>4.966.653</b>	<b>5.206.881</b>	<b>5.452.136</b>	<b>5.702.356</b>	
<i>Variación % anual de las ventas totales</i>		8,20%	10,22%	5,15%	0,42%		1,24%	7,52%	5,49%	5,32%	5,36%	5,06%	4,96%	4,84%	4,71%	4,59%	

<b>Costo de ventas</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>CAGR</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>CAGR</b>
Costo de ventas	2.111.538	2.242.352	2.578.997	2.713.928	2.631.358	5,66%	2.707.072	2.871.031	3.029.000	3.182.265	3.345.299	3.509.527	3.678.462	3.851.516	4.028.392	4.209.034	5,03%
Costo de ventas / Ventas	75,23%	73,84%	77,04%	77,11%	74,45%		75,65%	74,62%	74,63%	74,45%	74,28%	74,17%	74,06%	73,97%	73,89%	73,81%	
<i>Variación % anual del costo de ventas</i>		6,20%	15,01%	5,23%	-3,04%		2,88%	6,06%	5,50%	5,06%	5,12%	4,91%	4,81%	4,70%	4,59%	4,48%	

<b>Gastos de administración</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>CAGR</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>CAGR</b>
Gastos de administración	120.655	147.531	134.442	138.298	140.299	3,84%	152.080	162.360	171.416	180.701	190.550	200.385	210.530	220.931	231.576	242.462	5,32%
Gastos de administración / Ventas	4,30%	4,86%	4,02%	3,93%	3,97%		4,25%	4,22%	4,22%	4,23%	4,23%	4,23%	4,24%	4,24%	4,25%	4,25%	
<i>Variación % anual de los gastos de administración</i>		22,28%	-8,87%	2,87%	1,45%		8,40%	6,76%	5,58%	5,42%	5,45%	5,16%	5,06%	4,94%	4,82%	4,70%	

<b>Gastos de ventas</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>CAGR</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>CAGR</b>
Gastos de ventas	237.685	247.649	294.396	321.008	399.547	13,87%	465.611	427.835	374.347	394.315	415.495	436.576	458.288	480.507	503.196	526.352	1,37%
Gastos de ventas / Ventas	8,47%	8,15%	8,79%	9,12%	11,30%		13,01%	11,12%	9,22%	9,22%	9,23%	9,23%	9,23%	9,23%	9,23%	9,23%	
<i>Variación % anual de los gastos de ventas</i>		4,19%	18,88%	9,04%	24,47%		16,53%	-8,11%	-12,50%	5,33%	5,37%	5,07%	4,97%	4,85%	4,72%	4,60%	

<b>CAPEX</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>CAGR</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>CAGR</b>
Capex	162.658	139.506	174.229	284.010	161.310	-0,21%	3.372	176.143	186.811	200.196	211.087	224.730	239.096	254.508	271.175	289.319	63,99%
<i>Variación % anual del CAPEX</i>		-14,23%	24,89%	63,01%	-43,20%		-97,91%	5123,45%	6,06%	7,17%	5,44%	6,46%	6,39%	6,45%	6,55%	6,69%	

<b>NOF</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>CAGR</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>CAGR</b>
NOF	435.089	446.535	687.735	590.697	574.054	7,18%	567.914	642.761	640.884	656.890	688.407	725.929	765.607	804.709	844.356	884.931	5,05%
Variación de las NOF		11.446	241.200	- 97.038	- 16.643		- 6.140	74.846	- 1.877	16.006	31.518	37.522	39.678	39.102	39.647	40.574	
<i>Variación % anual de las NOF</i>		2,63%	54,02%	-14,11%	-2,82%		-1,07%	13,18%	-0,29%	2,50%	4,80%	5,45%	5,47%	5,11%	4,93%	4,81%	

Elaboración: Propia, 2018



### Anexo 36. Supuestos de la valoración

- **Impuesto.** De acuerdo con Fernández (2015b:1-43), la tasa impositiva que debe utilizarse es la tasa efectiva, la cual asciende a 31,91% (promedio de los últimos cinco años).
- **Prima por derecho político.** La compañía cuenta con acciones de inversión y acciones comunes, siendo estas últimas las que tienen la posibilidad de otorgar poder de decisión a los tenedores. Por esta razón, las acciones comunes tienen una prima por derecho político frente a las acciones de inversión. Para el caso Gloria, se realiza un análisis de la prima asignada al mercado local en el sector alimentos y bebidas, considerando la relación existente entre el valor de las acciones comunes sobre las acciones de inversión de aquellas empresas que cotizaban de manera simultánea ambas acciones en una misma sesión de rueda en la Bolsa de Valores de Lima. Se obtiene como resultado para los eventos producidos entre los años 2012 y 2016, un factor promedio de 1,24, el cual será utilizado para la compañía.

#### Relación de acciones comunes respecto a acciones de inversión 2012-2016

Empresas del sector alimentos y bebidas (BVL)	Factor 2012 - 2016
UCP Backus & Johnston	0,99
Alicorp	1,74
Cervecería San Juan	0,99
<b>Promedio</b>	<b>1,24</b>

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Considerando este criterio, se obtuvo que el total de acciones comunes equivalentes de la compañía asciende a 410.821.419, tal como se observa en la siguiente tabla:

#### Total de acciones comunes equivalentes de Gloria

Tipo de acción	Número de acciones en circulación	Número de acciones comunes equivalentes
Común	382.502.106	382.502.106
Inversión	39.117.107	28.319.319
<b>Total</b>	<b>421.619.213</b>	<b>410.821.425</b>

Fuente: Elaboración propia, 2018.

### Anexo 37. Cálculo del WACC

El cálculo del WACC se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$WACC = K_d (1 - T) * D / (E + D) + K_e * E / (E + D)$$

Donde:

K<sub>d</sub> : Costo de la deuda  
 T : Tasa de impuestos  
 D : Valor de mercado de la deuda  
 E : Valor de mercado de las acciones  
 K<sub>e</sub> : Costo de capital

#### Costo de la deuda (K<sub>d</sub>)

El costo de la deuda se construye a partir de la deuda financiera a valor de mercado y de su costo. La deuda financiera a valor de mercado se obtuvo tomando las tasas de mercado reportadas por la SBS al 30 de diciembre del 2016 (último día de reporte). En el caso de los pagarés, se consideran las tasas de interés activas promedio en soles (TAMN) del sector corporativo para préstamos de 181 a 360 días y préstamos mayores a 360 días; y en el caso de los bonos, se consideran las tasas yield to maturity (YTM) obtenidas del vector de precios para los instrumentos de deuda de la Compañía, el detalle se presenta en las siguientes tablas.

#### Valor de mercado de pagarés basado en proyecciones (en miles de soles)

	2017	2018
Intereses por pagar	15.777	4.225
Principal por pagar	158.825	70.000
Principal e intereses por pagar	174.602	74.225
TAMN corporativo al 31 de diciembre de 2016	6,01%	7,18%
<b>Valor de mercado al 31 de diciembre de 2016</b>	<b>164.703</b>	<b>64.613</b>

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2017a; Gloria S.A., 2017a.  
 Elaboración: Propia, 2018.

#### Valor de mercado de bonos (en miles de soles)

Bonos	Bono	Tasa cupón	Fecha de vencimiento	Fecha de emisión	Plazo emitido (años)	Moneda	Nominal Dic-16	YTM Dic-16	Valor de mercado
<b>Primer programa</b>									
Segunda emisión (AAA)	GLOR1BC2A	6,094%	26/09/2021	26/09/2014	7	Soles	150.000	6,40%	151.319
Tercera emisión (AAA)	GLOR1BC3A	5,563%	05/02/2020	05/02/2015	5	Soles	140.000	5,63%	143.130
Cuarta emisión (AAA)	GLOR1BC4A	7,125%	05/02/2035	05/02/2015	20	Soles	150.000	7,58%	149.729
Quinta emisión (AAA)	GLOR1BC5A	6,656%	25/06/2020	25/06/2015	5	Soles	153.020	5,27%	157.973
<b>Segundo programa</b>									
Septima emisión (AA)	GLOR2BC7A	5,880%	20/04/2017	18/04/2007	10	Soles	3.500	4,18%	3.559
Octava emisión (AA)	GLOR2BC8A	6,781%	26/10/2017	26/10/2007	10	Soles	10.000	4,32%	10.260
<b>Total</b>							<b>606.520</b>	<b>6,17%</b>	<b>615.970</b>

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2017b; Gloria S.A., 2017a.  
 Elaboración: Propia, 2018.

El costo de la deuda antes de impuestos resulta en 6,27%, con un valor de mercado de S/ 845.286 miles (ver la siguiente tabla).

#### Costo de la deuda de Gloria

	Dic-16
Valor de mercado de pagarés (miles de soles)	229.316
Costo de pagarés	6,53%
Valor de mercado de bonos (miles de soles)	615.970
Costo de bonos	6,17%
<b>Costo de la deuda (K<sub>d</sub>)</b>	<b>6,27%</b>

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2017, 2017a; Gloria S.A., 2017a.  
 Elaboración: Propia, 2018.

#### Costo de capital (K<sub>e</sub>)

El costo de capital o rentabilidad exigida por los accionistas es estimado bajo el CAPM, que pese a sus limitaciones es aceptado de manera general debido a la ausencia de métodos alternativos consistentes.

Mongrut (2006) presenta modelos propuestos para mercados emergentes que se encuentran parcialmente integrados, uno de ellos es el modelo de Damodaran el cual se usa para la estimación del costo de capital de Gloria, por su mayor consistencia e integridad en la medición de un premio por riesgo de mercado global y un premio por riesgo de mercado local. A continuación, se presenta el modelo general propuesto por Damodaran:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \lambda * (R_{Bond}^{ME} - R_{Bond}^{MG}) * \frac{(\sigma_{Mcd.o. acciones}^{USD})}{(\sigma_{Mcd.o. bonos}^{USD})}$$

Donde:

R<sub>f</sub> : Tasa libre de riesgo  
 β : Beta de la compañía con respecto al mercado global  
 R<sub>m</sub> - R<sub>f</sub> : Prima de riesgo de mercado global con respecto a la tasa libre de riesgo  
 λ : Sensibilidad de la compañía con respecto a la prima por riesgo país  
 $R_{Bond}^{ME} - R_{Bond}^{MG}$  : Diferencial del rendimiento de bonos del mercado emergente respecto al mercado global  
 $\frac{(\sigma_{Mcd.o. acciones}^{USD})}{(\sigma_{Mcd.o. bonos}^{USD})}$  : Volatilidad relativa entre el mercado de acciones y bonos

Además, Mongrut (2006), señala que en una de las versiones del modelo de Damodaran se restringe el valor de λ a la unidad, para mercados emergentes latinoamericanos, asumiendo que todas las compañías del país poseen la misma sensibilidad con respecto a la prima por riesgo país.

Los supuestos considerados para calcular cada uno de los componentes del costo de capital son los siguientes:

### Tasa libre de riesgo (Rf)

Según Court (2012), la tasa libre de riesgo es la tasa mínima de retorno que un inversionista pide para no perder el poder de compra del dinero que destina al invertir en un determinado activo financiero. Además, indica que esta tasa se conceptualiza como la tasa de retorno que no afronta riesgo de reinversión ni riesgo crediticio en un periodo de tiempo. Según EY (2017), una de las prácticas de mercado más comunes es utilizar como tasa libre de riesgo la tasa de los bonos del tesoro americano y se utiliza como plazo de maduración de esta tasa según el horizonte de proyección de los flujos esperados, por tanto, se utiliza la tasa spot de rendimiento del bono del Tesoro americano con maduración a 10 años, cuyo valor es 2,44% al cierre de diciembre de 2016, según Bloomberg (2017b).

### Beta apalancado de la compañía ( $\beta$ )

Según CFA Institute (2016), el beta mide la sensibilidad del rendimiento de la acción de una compañía respecto al rendimiento del mercado en el cual cotiza. Se utiliza el método Pure-Play para estimar un beta para la compañía.

#### Método Pure-Play

Según CFA Institute (2016), este método requiere seleccionar compañías comparables, que compartan un riesgo similar al de la compañía objetivo; calcular los betas de cada una de ellas; desapalancar los betas usando sus niveles de apalancamiento financiero y tasas impositivas; reapalancar los betas usando el nivel de apalancamiento financiero y tasa impositiva de la compañía objetivo.

Fernández (1999) establece factores relevantes para la selección de compañías comparables. En este trabajo se consideran algunas de ellas. Bajo los factores considerados, se identifican dos compañías que cotizan en bolsa que desarrollan como principal actividad la producción y comercialización de leche y derivados lácteos, y poseen un mix de negocio y/o productos similares a Gloria. Sin embargo, a pesar de que los ingresos de las compañías comparables son mayores a los de Gloria y que operan en zonas geográficas distintas, estas compañías son las que posee una estructura de negocio más similar a Gloria (ver la siguiente tabla):

### Compañías comparables de Gloria a diciembre 2016

N°	Factor	Gloria SA	Grupo Lala, S.A.B. de C.V.	China Mengniu Dairy Company Limited
1	Cotización en bolsa	S&P/BVLPeruGeneral	S&P/BMV IPC	HANG SENG INDEX
2	Actividades principales de la compañía	Produce y comercializa leche y derivados lácteos	Produce y comercializa leche y derivados lácteos	Produce y comercializa leche y derivados lácteos
3	Estructura de ingresos:			
	Leche	65,8%	63,3%	61,8%
	Derivados lácteos	21,8%	31,0%	31,7%
4	Zona geográfica de operación	Perú	México	China
5	Ingresos (miles de millones de dólares)	1,05	2,87	8,10

Fuente: Fernández, 1999, Bloomberg, 2017c, 2017d, 2017e.

Elaboración: Propia, 2018.

Se estimaron los betas apalancados para cada una de las compañías antes mencionadas, considerando datos históricos sobre los precios ajustados por dividendos de sus acciones, con un horizonte de análisis de tres años (2014-2016), a través de una regresión entre los retornos promedios semanales y sus respectivos índices bursátiles, además se eliminan los valores atípicos que distorsionan la regresión con el fin de obtener una muestra más representativa. Se realiza un ajuste a los betas según el método de Bloomberg, debido a que hay una tendencia de los betas a converger hacia 1 a través del tiempo (Bravo 2004).

Se usa la metodología de Hamada para desapalancar los betas anteriores. El beta de Gloria, 0,944, resulta del beta promedio ponderado de los betas apalancados obtenidos al usar la estructura deuda patrimonio y la tasa impositiva de Gloria. En la ponderación se usa la capitalización de mercado de cada una de las compañías.

### Beta de Gloria por el método Pure Play

	Grupo Lala, S.A.B. de C.V.	China Mengniu Dairy Co Ltd	Gloria S.A.
Capitalización de mercado (miles de dólares)	3.623,30	7.561,64	855,36
Beta	0,813	0,951	0,815
Beta ajustado	0,877	0,967	
Deuda/ Patrimonio	7,65%	24,75%	21,91%
Tasa de impuestos	30,00%	19,60%	28,00%
Beta desapalancado	0,832	0,807	
Beta promedio	<b>0,815</b>		
Beta reapalancado			<b>0,944</b>

Fuente: Yahoo Finance, s.f.; Bloomberg, 2017c, 2017d, 2017e.

Elaboración: Propia, 2018.

### Beta cualitativo

Fernández y Carabias (2015) sugieren utilizar un beta cualitativo a través de metodologías como la NODERFELASE, que propone una ponderación de los principales factores que afectan a la empresa. En el caso de la compañía, el beta cualitativo obtenido es de 1,40.

### Beta de Gloria por el método NODERFELASE

Ponderación		Riesgo					Riesgo ponderado
		Bajo	Normal	Notable	Alto	Muy alto	
20%	N	Negocio: Sector lácteo			3		0,60
15%	O	Apalancamiento operativo				4	0,60
5%	D	Directivos				4	0,20
10%	E	Exposición a otros riesgos		2			0,20
5%	R	Riesgo país		2			0,10
10%	F	Estabilidad de los flujos			3		0,30
10%	E	Endeudamiento asignado			3		0,30
5%	L	Liquidez de la inversión		2			0,10
5%	A	Acceso a fuente de fondos	1				0,05
5%	S	Socios	1				0,05
10%	E	Estrategia			3		0,30
<b>100%</b>		<b>Total</b>					<b>2,80</b>
		<b>Total con factor de ajuste igual a 0,5</b>					<b>1,40</b>

Fuente: Fernández y Carabias, 2015

Elaboración: Propia, 2018.

La justificación del valor de las ponderaciones están determinadas por:

- **Negocio sector / producto.** 25%, considerando que es la variable más importante ya que detalla el negocio en el que se desarrolla la compañía.

- **Apalancamiento operativo.** 15%, con impacto moderado debido a que el sector requiere de altas y especializadas inversiones en activo fijo (costos fijos) para aumentar la productividad y calidad de los productos.
- **Directivos.** 5%, depende de los directivos el cumplimiento de los objetivos solicitados por los accionistas; y la visión del negocio a la que aspiran llegar.
- **Exposición a otros riesgos.** 10%, considerando que el sector se encuentra expuesto a cambios en la legislación peruana, cambios en los precios de hojalata y leche en polvo que pueden generar incrementos en los costos variables.
- **Riesgo país.** 5%, considerando la estabilidad que tiene la economía del país.
- **Estabilidad de flujos** 10%, considerando las necesidades de efectivo que requiere la compañía para cubrir sus deudas.
- **Endeudamiento asignado.** 10%, considerando que no solo el capital invertido puede sostener las necesidades de inversión requeridos por la compañía.
- **Liquidez de la inversión.** 5%,
- **Acceso a fuentes de fondos.** 5%, se requiere que las compañías tengan la posibilidad de acceder a financiamientos de corto y largo plazo.
- **Socios.** 5%, considerando que es necesario que la visión de la compañía sea explícita para que los gerentes puedan ejecutarla.
- **Estrategia.** 10%, es necesario que sea explícita y clara para que pueda ser llevada a cabo por la compañía.

#### Prima de riesgo de mercado (Rm - Rf)

Según Fernández (2009), existen cuatro conceptos de prima de riesgo de mercado, de las cuales la prima de riesgo del mercado exigida (PRMX), que es la rentabilidad incremental que un inversor exige al mercado bursátil por encima de la renta fija sin riesgo, es la que se debe utilizar para calcular la rentabilidad exigida de las acciones; sin embargo, es imposible determinarla por las heterogéneas expectativas de los inversores. Además, comenta que muchos autores concluyen que la prima de riesgo de mercado histórica es un buen indicador de la prima de riesgo de mercado exigida.

Bravo (2004) hace mención a la metodología del cálculo realizada por Ibbotson Associates para calcular la prima de riesgo de mercado con horizontes temporales de largo plazo porque de esta manera se está estableciendo un COK utilizable en el largo plazo, donde los rendimientos económicos de corto plazo no afecten los resultados del costo de capital.

Se usa data histórica desde 1928 hasta 2016 haciendo un diferencial del promedio aritmético del retorno total del S&P 500 menos el promedio de los retornos por ingresos de los bonos del tesoro americano a 10 años, obteniendo una prima de riesgo de mercado para Estados Unidos de 6,24%, según metodología realizada por Damodaran al 30 de diciembre de 2016 y actualizada al 05 de enero de 2017.

#### Prima por riesgo país (PRp)

$$PRp = (R_{Bond}^{Perú} - R_{Bond}^{EE.UU.}) * \frac{(\sigma_{Mcdto. acciones}^{USD})}{(\sigma_{Mcdto. bonos}^{USD})}$$

Donde:

$R_{Bond}^{Perú} - R_{Bond}^{EE.UU.}$  : EMBI Perú: Diferencial del rendimiento de bonos soberanos Perú a 10 años en dólares respecto al rendimiento de los bonos Treasury US a 10 años

$\frac{(\sigma_{Mcdto. acciones}^{USD})}{(\sigma_{Mcdto. bonos}^{USD})}$  : Volatilidad relativa entre el Índice de mercado de acciones e Índice de mercados de bonos para mercados emergentes como el Perú

Según Dávila (2012), por práctica de mercado se suele emplear como medida del riesgo país en países latinoamericanos el índice EMBI publicado por JP Morgan que registra el spread entre los bonos de un país emergente y los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Según EY (2017), el EMBI no refleja el riesgo asociado al mercado de renta variable por tanto se sugiere realizar un ajuste al riesgo país basado en la volatilidad relativa entre la desviación estándar de los retornos del mercado accionario y del mercado de bonos.

Entonces, la prima de riesgo país estimada para Perú resulta en 2.03%, elaborada sobre la base del EMBI Perú calculada por el Banco Central de Reserva del Perú con un valor de 1.65% al 30 de diciembre de 2016, y a la volatilidad relativa calculada como el ratio entre S&P Emerging BMI (Equity Index) para el mercado de acciones y el índice en dólares BAML Emerging Mkt Public Bond Spread para el mercado de bonos por un valor de 1.23, según Damodaran para un periodo de análisis desde 2012 hasta 2016.

#### Tasa de impuestos (T)

Se utilizó la tasa de impuestos de 28,00% vigente al 30 de diciembre de 2016.

#### Efecto inflación (π)

Debido a que la moneda funcional de Gloria es expresada en soles y el Ke obtenido por el CAPM se encuentra expresado en dólares es necesario hacer una conversión de tasas. Krugman y Obstfeld (2006) señalan que existe una relación a largo plazo entre la inflación continua y los tipos de interés conocida como efecto Fisher. Asimismo, Court (2012) señala que una tasa se puede expresar en la misma moneda de los flujos de caja de la empresa objetivo al incluir el efecto de la inflación de los países implicados. Por ello, se aplica la siguiente fórmula:

$$Ke \text{ en soles} = ((1 + ke \text{ en dólares}) * \frac{(1 + \text{inflación esperada Perú})}{(1 + \text{inflación esperada EE. UU.})}) - 1$$

Luego de realizado lo anterior, el cálculo obtenido del Ke en soles para Gloria es 11,49%, ver la siguiente tabla:

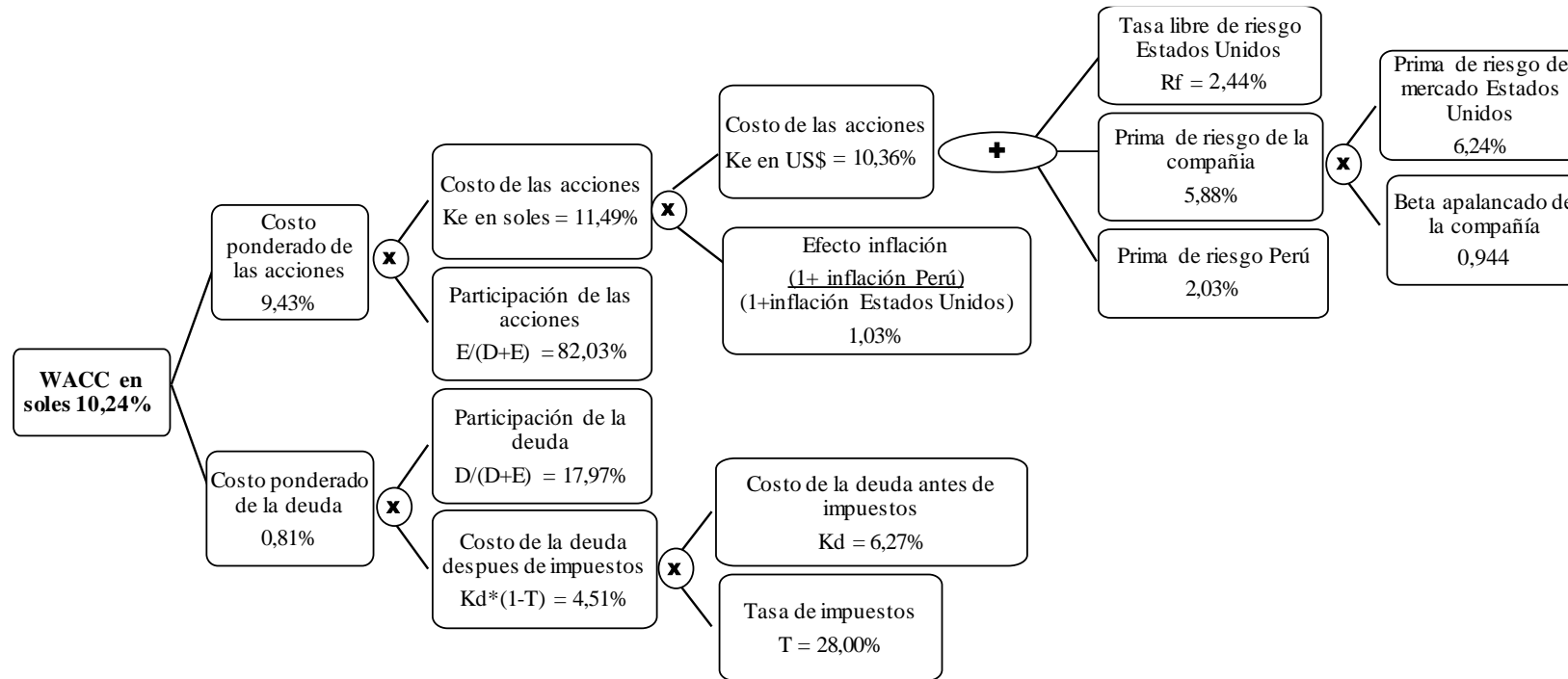
#### Ke en soles para Gloria

Concepto	2016	Fuente	Supuesto
Tasa libre de riesgo	2,44%	Bloomberg	Rendimiento de los T- bonds US a 10 años (al 30 de diciembre de 2016)
Beta Re-apalancado	0,943554		Beta reapalancado de Gloria
Prima riesgo de mercado	6,24%	Damodaran	Para Estados Unidos (actualizado al 01 de enero de 2017, consultado al 15 de diciembre de 2017)
Prima de riesgo país	2,03%	Damodaran	Para Perú (actualizado al 05 de enero de 2017, consultado al 15 de diciembre de 2017)
<b>Costo de capital Ke_US\$</b>	<b>10,36%</b>		
Inflación esperada Perú	3,16%	FMI	Proyección al 30 de diciembre de 2017
Inflación esperada Estados Unidos	2,11%	FMI	Proyección al 30 de diciembre de 2017
<b>Costo de capital Ke_soles</b>	<b>11,49%</b>		

Fuente: Gloria S.A., 2017a, FMI, 2017; Bloomberg, 2017c, 2017d, 2017e; Damodaran, 2017.

Elaboración: Propia, 2018.

El resumen del WACC calculado puede ser observado en el siguiente gráfico:



Fuente: Gloria S.A., 2017a; FMI, 2017; Grupo Lala S.A.B., 2017; China Mengniu, 2017.  
 Elaboración: Propia, 2018.

## Anexo 38. Cálculo de la valoración por múltiplos

### Modelo de múltiplos (2013-2016)

Compañía objetivo / compañías comparables	2013	2014	2015	2016	Promedio últimos cuatro años
<b><u>Gloria S.A.</u></b>					
Ventas (miles de soles)	3.036.935	3.347.445	3.519.762	3.534.533	<b>3.359.669</b>
EBITDA (miles de soles)	482.391	448.891	439.542	469.575	<b>460.100</b>
EV/EBITDA	8,70	9,60	7,14	8,68	<b>8,53</b>
EV/Ventas	1,32	1,16	0,76	0,90	<b>1,04</b>
<b><u>Grupo Lala, S.A.B. de C.V.</u></b>					
EV/EBITDA	12,13	10,47	12,18	9,86	<b>11,16</b>
EV/Ventas	1,45	1,27	1,72	1,27	<b>1,43</b>
<b><u>China Mengniu Dairy Co Ltd</u></b>					
EV/EBITDA	20,37	12,33	10,30	15,07	<b>14,52</b>
EV/Ventas	1,37	1,00	0,87	0,99	<b>1,06</b>
EV/EBITDA (promedio múltiplo)	16,25	11,40	11,24	12,47	<b>12,84</b>
EV/Ventas (promedio múltiplo)	1,41	1,13	1,30	1,13	<b>1,24</b>

Fuente: Bloomberg, 2017c, 2017d, 2017e; China Mengniu, 2017.  
Elaboración: Propia, 2018.

Por el múltiplo de EV/Ebitda se obtiene para Gloria un valor patrimonial de S/ 5.309 millones y un valor de su acción de inversión por S/ 9,35.

### Valoración por múltiplos por EV/Ebitda (en miles de soles)

	2013	2014	2015	2016	Promedio últimos cuatro años
EV/EBITDA (promedio múltiplo)* EBITDA (Gloria)	7.838.885	5.116.130	4.939.930	5.853.395	<b>5.906.697</b>
(+) Caja y efectivo	82.662	42.026	56.172	49.342	<b>57.551</b>
(-) Total deuda financiera	418.259	648.221	721.081	835.345	<b>655.727</b>
Valor patrimonial	7.503.288	4.509.935	4.275.021	5.067.392	<b>5.308.521</b>
Número de acciones				410.821.419	<b>410.821.419</b>
<b>Precio de acción común</b>				12,33	<b>12,92</b>
<b>Precio de acción de inversión</b>				8,93	<b>9,35</b>

Fuente: Bloomberg, 2017c, 2017d, 2017e.  
Elaboración: Propia, 2018.

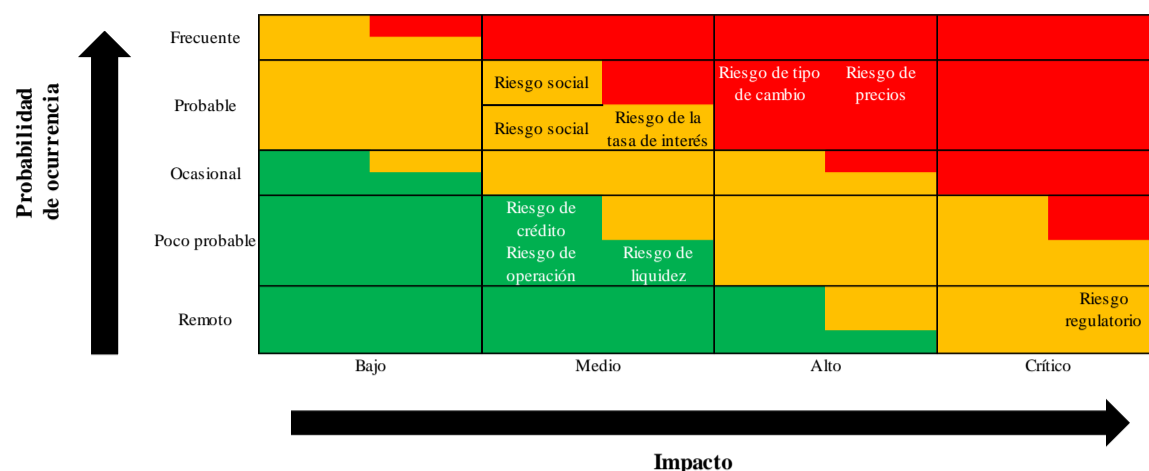
Por el múltiplo de EV/Ventas se obtiene para Gloria un valor patrimonial de S/ 3.571 millones y un valor de su acción de inversión por S/ 6,29.

### Valoración por múltiplos por EV/Ventas (en miles de soles)

	2013	2014	2015	2016	Promedio últimos cuatro años
EV/Ventas (promedio múltiplo)* Ventas (Gloria)	4.274.073	3.795.795	4.561.220	3.981.968	<b>4.169.164</b>
(+) Caja y efectivo	82.662	42.026	56.172	49.342	<b>57.551</b>
(-) Total deuda financiera	418.259	648.221	721.081	835.345	<b>655.727</b>
Valor patrimonial	3.938.476	3.189.600	3.896.311	3.195.965	<b>3.570.988</b>
Nº de acciones				410.821.419	<b>410.821.419</b>
<b>Precio de acción común</b>				7,78	<b>8,69</b>
<b>Precio de acción de inversión</b>				5,63	<b>6,29</b>

Fuente: Bloomberg, 2017c, 2017d, 2017e.  
Elaboración: Propia, 2018.

### Anexo 39. Mapa de riesgos



Fuente: Elaboración propia, 2018.

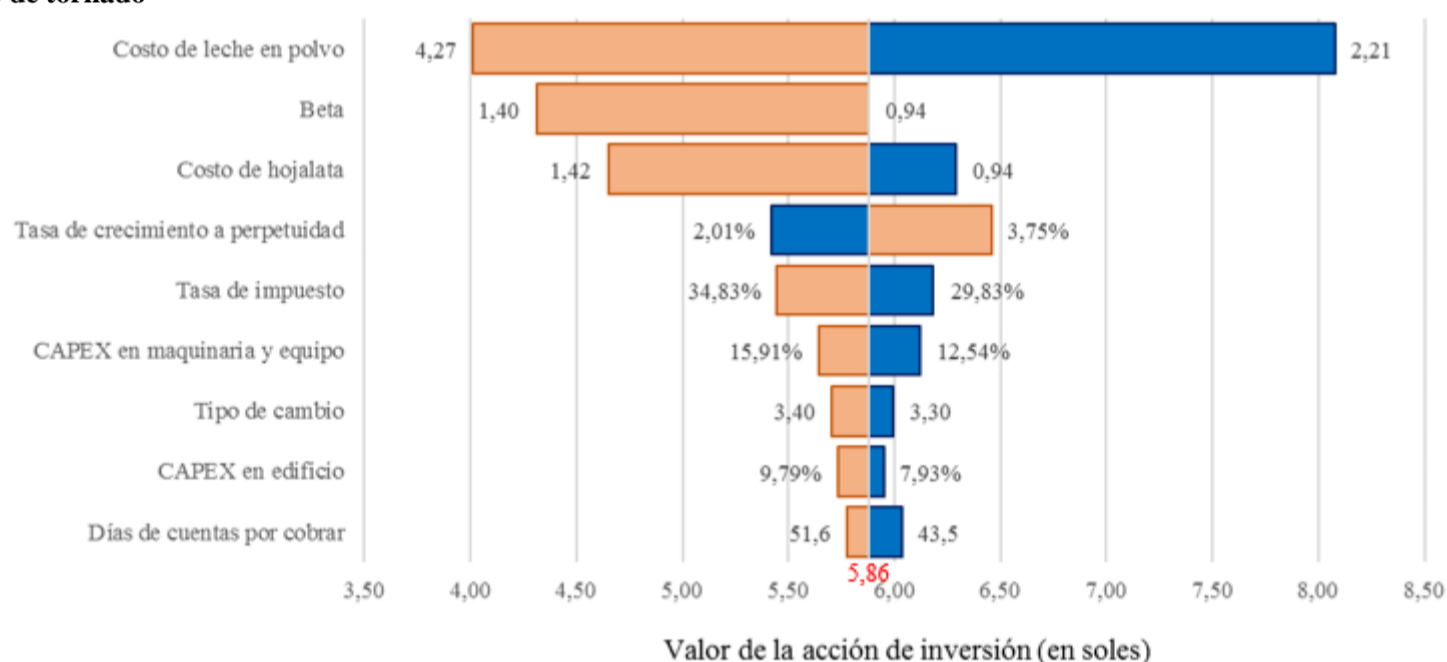
### Anexo 40. Análisis de Monte Carlo

En el análisis de simulación de Monte Carlo se realizaron 20.000 iteraciones, y se asumió distribución uniforme continua en días de cuentas por cobrar (rango de 43,5 a 51,6), beta (rango de 0,94 a 1,40), costo de leche en polvo, en dólares por kilogramo, (rango de 2,21 a 4,27), costo de hojalata, en dólares por kilogramo, (rango de 0,94 a 1,42) y tipo de cambio, soles por dólar americano, (rango de 3,30 a 3,40). Se asumió distribución triangular en tasa de impuestos (donde el valor más probable es 31,93% y los extremos son 29,83% y 34,83%), CAPEX en maquinaria y equipo (medido como activo neto respecto a la venta y donde el valor más probable es 14,22% y los extremos son 12,54% y 15,91%), CAPEX en edificio (medido como activo neto respecto a la venta y donde el valor más probable es 8,86% y los extremos son 7,93% y 9,79%) y tasa de crecimiento a perpetuidad (donde el valor más probable es 2,883% y los extremos son 2,014% y 3,752%). Con excepción del tipo de cambio, crecimiento a perpetuidad y el beta (en los dos primeros el rango de variación se obtuvo de las proyecciones de BCRP y de FMI, respectivamente), el rango de variación de las variables anteriores se basó en información histórica de Gloria del periodo 2012-2016 o 2007-2016.

### Anexo 41. Análisis de sensibilidad estático

En el análisis de sensibilidad estático se ha encontrado que la variable más influyente sobre el valor de la acción de inversión de Gloria es el costo de leche en polvo (cuando el costo es máximo, US\$ 4,27 dólares, el valor de la acción de inversión baja a S/ 4,01 y cuando el costo es mínimo, US\$ 2,21, el valor sube a S/ 8,08). La variable menos influyente es días de cuentas por cobrar, ver el siguiente gráfico. En el anexo 40 se encuentra las unidades de las variables usadas.

### Gráfico de tornado



Fuente: Elaboración propia, 2018.

### Anexo 42. Glosario de términos

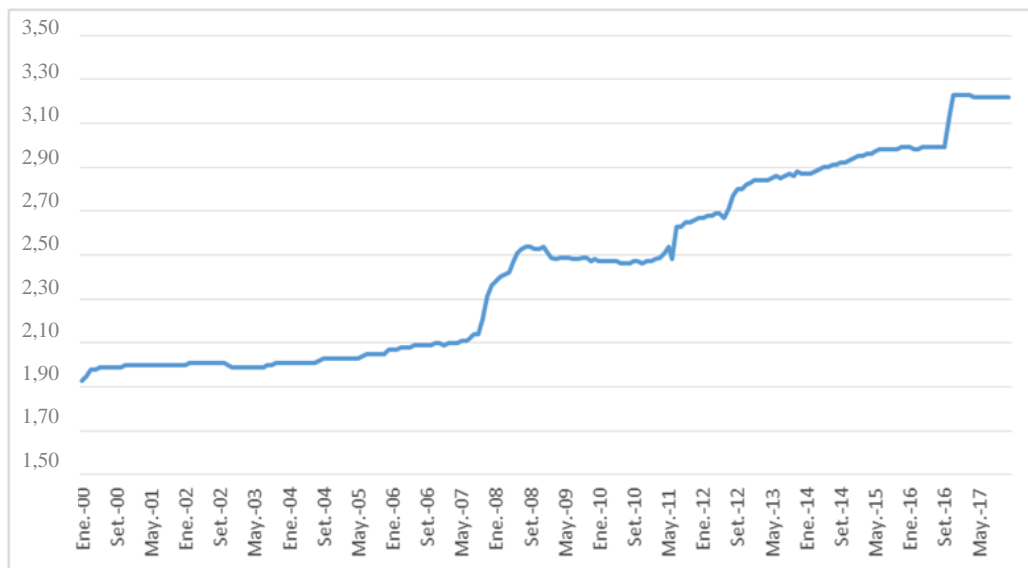
- **Cuentas de periodificación.** Según Calleja, se define como el saldo neto de otras cuentas del activo circulante (pagos anticipados, cobros diferidos, entre otros) y pasivo circulante o exigible a corto plazo (cobros anticipados, pagos diferidos, entre otros).
- **G.** tasa de crecimiento de perpetuidad. Combina el promedio del crecimiento del PBI esperado y la inflación.
- **Leche UHT.** Según la Dirección General de Promoción Agraria, se considera a la leche que ha pasado por un proceso rápido de alta temperatura pero cuyo resultado no ha generado modificaciones significativas en la composición.
- **Leche evaporada.** Según Portal Lechero, se considera a la leche que se ha eliminado aproximadamente el 60% del agua permitiendo que su duración sea mayor.
- **Margen Ebitda.** Se define como la utilidad antes de impuestos, depreciación y amortización entre las ventas del periodo.
- **Returned on Sales (ROS).** Se define como la utilidad neta entre las ventas del periodo.
- **Ratio de cobertura.** Mide la capacidad de una empresa para cubrir sus obligaciones financieras. La fórmula utilizada es el resultado antes de intereses e impuestos entre los gastos financieros.
- **Yield to Maturity (YTM).** Según CFA (2016), es el retorno anual que un inversionista gana sobre un bono si el inversionista compra el bono hoy y lo mantiene hasta su vencimiento.

### Anexo 43. Limitaciones de la valoración

Las limitaciones que se tuvo al elaborar estas proyecciones son las siguientes:

- Gloria no publica información respecto a sus volúmenes vendidos ni precios de venta.
- Ninguna entidad pública ni privada reporta información relacionada a volúmenes de venta y precios de Gloria.
- Gloria, hasta el cierre de esta valoración, no ha respondido a la solicitud de entrevista que se envió a través de la Universidad del Pacífico.
- Gloria rechazó las solicitudes de información realizada a través de llamadas telefónicas.

### Anexo 44. Precios promedios mensuales de leche evaporada para el consumidor final en Lima Metropolitana (en soles por lata grande)



Fuente: INEI.

Elaboración: Propia, 2018.



## **Nota biográfica**

### **Betsy Harumi Valdivia Yancul**

Estudió Administración en la Universidad del Pacífico (enero de 2001 hasta julio de 2006). Es Licenciada en Administración, y actualmente labora en Pride Corporation como jefe de Administración y Finanzas.

### **Danny Francisco Villanueva Labán**

Estudió Ingeniería Económica en la Universidad Nacional de Ingeniería (agosto de 1999 hasta julio de 2006). Es Ingeniero Económico y actualmente labora en el Ministerio de Economía y Finanzas como especialista de Gestión de Mercados de Capitales.

### **Oscar Edmundo Zuñiga Cullcush**

Estudió Ingeniería Estadística en la Universidad Nacional de Ingeniería (agosto de 2002 hasta julio de 2008). Es bachiller en Ingeniería Estadística y actualmente, labora en el Banco Financiero del Perú como analista del área de Analytics de Cobranza.