



“VALORIZACIÓN DE LAIVE S.A.”

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

Presentado por:

Claudia Marilia Carrasco Montero

David Israel Castillo Quispe

Jesús Rodrigo Valer Gómez

Asesor: Samuel Mongrut Montalván

[0000-0003-2081-5576](tel:0000-0003-2081-5576)

Lima, agosto 2020

Copyright © 2020 por Claudia Carrasco Montero, David Castillo Quispe & Jesús Valer

Gómez. Todos los derechos reservados.

Dedicatoria

A mis padres y hermanos por todo su cariño y apoyo; al amor de mi vida, Miguel Ángel, por su incondicional ayuda; y, sobre todo, a Dios todopoderoso, por ser mi guía.

Claudia Carrasco Montero

A Dios por su infinito amor, que me ha guiado en cada paso; a mi amada esposa Yadira, por su valioso apoyo y aliento; a mi padre, por ser mi ejemplo; y a mis hermanos, por todo su apoyo y confiar siempre en mí.

David Castillo Quispe

A mi papá Oswaldo Valer, a mi mamá Giovanna Gómez y a mi hermana Mayori, por ser el apoyo incondicional y la motivación para alcanzar mis metas.

Jesús Valer Gómez

Agradecimientos

Agradecemos a nuestros profesores de la Maestría en Finanzas por cada una de sus enseñanzas; en especial, a nuestro asesor Samuel Mongrut, por su invaluable apoyo en el desarrollo de esta tesis.

Resumen ejecutivo

Con el presente trabajo, buscamos obtener el valor fundamental de la acción de la empresa Laive al cierre del año 2018 a través de los métodos de flujo de caja descontado y dividendos descontados, aprendidos en la Maestría en Finanzas.

Laive se dedica principalmente a la elaboración, producción y comercialización de lácteos y sus derivados que, al cierre del año 2018, representan el 78,81 % del total de los ingresos. Asimismo, la empresa cuenta con dos líneas adicionales: cárnicos y derivados de frutas.

Para realizar la presente valorización, tomamos en consideración tanto los estados financieros anuales auditados del periodo 2012-2018 como las memorias anuales. Acudimos a fuentes como el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), Euromonitor, Bloomberg, entre otras. Adicionalmente, obtuvimos una entrevista con un funcionario de alto nivel de la empresa, lo que nos permitió ajustar los supuestos realizados.

Utilizamos dos métodos de valorización. El primero fue el método de flujo de caja descontado de la empresa, el cual nos arrojó un valor fundamental de la acción común clase “B” de Laive de S/ 0.94, superior en 15.55 % al precio de la acción al cierre del 2018 (S/ 0.81). El segundo método que utilizamos fue el de dividendos descontados, con el que obtuvimos un valor fundamental de la acción de S/ 0.92, mayor en 13.58 %.

Asimismo, realizamos un análisis prospectivo y de riesgo de la empresa por escenarios. Obtuvimos un rango de valor entre S/ 0.38 a S/ 1.65 por acción, con un valor esperado de S/ 0.92. Por lo tanto, el potencial de subida con respecto al valor esperado es de 57.45 %, mientras que su potencial de bajada es de 42.55 %. Considerando los resultados obtenidos, recomendamos comprar y/o mantener la acción de Laive.

Tabla de contenidos

Lista de tablas	ix
Lista de figuras.....	xi
Lista de apéndices	xii
Descripción del negocio.....	1
Breve reseña de la empresa	1
Descripción del negocio	2
Análisis del macroambiente	4
Descripción y análisis de la industria.....	7
Análisis de la cadena de valor	7
Competencia.....	8
Mercado internacional	8
Mercado nacional	9
Volumen de toneladas métricas vendidas y precio	12
Posicionamiento competitivo.....	14
Análisis de Porter	14
Análisis FODA	16
Buen gobierno corporativo y responsabilidad social	18
Buen gobierno corporativo.....	18
Cultura corporativa y responsabilidad social	21
Análisis financiero	23

Análisis de las principales cuentas financieras	23
Estructura financiera	24
Ratios financieros de Laive	28
Análisis de liquidez	28
Análisis de solvencia	28
Análisis de rentabilidad	30
Análisis DuPont	32
Análisis de gestión	34
Análisis del ROIC	35
Creación histórica de valor	36
Valorización	38
Supuestos	38
Ingresos	38
Costo de ventas	38
Gastos de ventas	39
Gastos administrativos	39
Cuentas del activo y pasivo	39
Gasto de capital	40
Capital de trabajo neto operativo (CTNO)	40
Tasa de crecimiento de largo plazo (g)	40
Estimación del costo de capital promedio ponderado	40

Costo de capital propio (<i>re</i>).....	41
Supuestos del CAPM.....	42
Estructura óptima de capital	44
WACC (resultados)	45
Valorización por el método de flujo de caja libre descontado	46
Valorización por el método de dividendos descontados	47
Análisis de riesgo y escenarios	49
Definición de escenarios	49
Escenario optimista.....	49
Escenario esperado	49
Escenario pesimista	49
Identificación de variables críticas	49
Caracterización de variables críticas	50
Estimación del riesgo total, rendimiento requerido y valor de la empresa por escenario ..	51
Conclusiones y recomendaciones	54
Conclusiones	54
Recomendaciones.....	55
Lista de referencias	56
Notas biográficas	89

Lista de tablas

Tabla 1. <i>Ingreso por líneas de negocio</i>	2
Tabla 2. <i>Fuerzas del entorno que afectan a Laive</i>	6
Tabla 3. <i>Cadena de valor de Laive</i>	7
Tabla 4. <i>Volumen en toneladas métricas de Laive (2014-2018)</i>	12
Tabla 5. <i>Precios de yogur por envase de un litro</i>	13
Tabla 6. <i>Precios de leche evaporada por envase de 410 gramos</i>	13
Tabla 7. <i>Precios de leche UHT por envase de un litro</i>	13
Tabla 8. <i>Participación accionaria</i>	19
Tabla 9. <i>Dividendos</i>	20
Tabla 10. <i>Estado de fuente de fondos (en miles S/)</i>	26
Tabla 11. <i>Estado de uso de fondos (en miles S/)</i>	27
Tabla 12. <i>Evolución de análisis DuPont</i>	34
Tabla 13. <i>ROIC</i>	36
Tabla 14. <i>Flujo de caja libre de Laive (2014-2018)</i>	37
Tabla 15. <i>Flujo de caja libre de accionistas (2014-2018)</i>	37
Tabla 16. <i>Cálculo del Beta (comparables)</i>	43
Tabla 17. <i>Riesgo país</i>	43
Tabla 18. <i>Costo de capital</i>	44
Tabla 19. <i>WACC</i>	45
Tabla 20. <i>WACC terminal</i>	46

Tabla 21. <i>Flujo de caja libre de la empresa proyectado (en miles de S/)</i>	46
Tabla 22. <i>Valor de acción</i>	47
Tabla 23. <i>Dividendos descontados</i>	48
Tabla 24. <i>Impacto de variables críticas en el ROIC del año 2019</i>	50
Tabla 25. <i>Caracterización de variables críticas</i>	51
Tabla 26. <i>Escenario optimista</i>	52
Tabla 27. <i>Escenario esperado</i>	52
Tabla 28. <i>Escenario negativo</i>	53

Lista de figuras

<i>Figura 1.</i> Leche fresca y evaporada.....	10
<i>Figura 2.</i> Yogur	10
<i>Figura 3.</i> Quesos.....	11
<i>Figura 4.</i> Mantequilla	11
<i>Figura 5.</i> Otros productos lácteos.....	12
<i>Figura 6.</i> Fuerzas de Porter	16
<i>Figura 7.</i> Matriz FODA de Laive	17
<i>Figura 8.</i> Gastos de capital (en millones en S/)... ..	24
<i>Figura 9.</i> Razón corriente	28
<i>Figura 10.</i> Deuda financiera por plazo	29
<i>Figura 11.</i> Deuda financiera por tipo (en miles de S/)... ..	29
<i>Figura 12.</i> Nivel de apalancamiento.....	30
<i>Figura 13.</i> Márgenes de Laive.....	31
<i>Figura 14.</i> Márgenes de Gloria.....	31
<i>Figura 15.</i> ROE	32
<i>Figura 16.</i> ROA	32
<i>Figura 17.</i> Análisis DuPont	33
<i>Figura 18.</i> Ciclo de conversión de efectivo (días).....	35
<i>Figura 19.</i> Estructura de capital óptimo	45
<i>Figura 20.</i> Identificación de variable críticas.....	50

Lista de apéndices

Apéndice A. Matriz de Boston Consulting Group (BCG)	60
Apéndice B. Matriz Canvas	61
Apéndice C. Matriz MAFE.....	62
Apéndice D. Estados financieros auditados de Laive 2014-2018 (expresado en miles S/).....	63
Apéndice E. Análisis vertical y horizontal	64
Apéndice F. Principales indicadores financieros de Laive 2014-2018.....	65
Apéndice G. Análisis de ingresos	66
Apéndice H. Supuestos estadísticos.....	68
Apéndice I. Análisis de costo de ventas.....	71
Apéndice J. Análisis de gastos de personal	73
Apéndice K. Distribución de depreciación y amortización	75
Apéndice L. Análisis de gastos de ventas	77
Apéndice M. Análisis de gastos administrativos	79
Apéndice N. Proyección de estado de situación financiera 2019-2023 (en miles de S/).....	81
Apéndice O. Proyección de estado de resultados 2019-2023 (en miles de S/).....	83
Apéndice P. Proyección de estado de flujo de efectivo 2019-2023 (en miles de S/)	84
Apéndice Q. Análisis de consistencia.....	85
Apéndice R. Estimación de tasa de descuento - WACC	86
Apéndice S. Análisis de contingencias	87
Apéndice T. Acciones comunes de Laive.....	88

Descripción del negocio

Breve reseña de la empresa

La empresa fue constituida bajo el nombre Sociedad Ganadera del Centro S.A. en octubre de 1910 en la ciudad de Huancayo, ubicada en la sierra central del Perú. La denominación fue modificada en el año 1994 a Laive S.A. (en adelante, Laive o la empresa) y así se logró consolidar en la producción de lácteos. Desde su fundación, la empresa se dedicó a la crianza de ganado vacuno y lanar en la zona central del país.

Como consecuencia de la reforma agraria de la década de 1970, la empresa cambió de giro hacia la producción de lácteos y se enfocó en la elaboración de quesos y mantequilla. Con la inauguración la planta de Santa Clara (Lima) en 1972 y la introducción de la categoría yogur en el país, la empresa se consolidó en el sector. En la década de 1980, amplió la producción de derivados lácteos al sur del país (Arequipa y Tacna) e incursionó en el segmento de productos cárnicos a través de la adquisición de la empresa Salchichería Suiza S.A. como estrategia de diversificación productiva.

En la década de 1990, con Empresas Santa Carolina S.A. de Chile como accionista, construyó una planta de productos ultrapasteurizados (UTH) y, de esta manera, se centró en la elaboración de leche y productos derivados de frutas. También, se construyó la planta de evaporación de leche en Majes (Arequipa), donde actualmente se procesa el 70 % del acopio a nivel nacional.

A partir del 2007, Laive expandió aún más su red de acopio a nivel nacional. Instaló centros de almacenamiento tanto en Lima como en Arequipa y firmó un contrato de licencias con Punto Dos S.A. (empresa subsidiaria de Watt's Chile) para la comercialización de sus productos en el Perú.

En el 2011 adquirió la Negociación Ganadera Bazo Velarde S.A. para ingresar al mercado de manjar blanco, dulce de leche y *fudge*. Dos años más tarde, instaló un centro de acopio en Moquegua, y en los valles de Cañete y Chincha.

Descripción del negocio

Como apreciamos en la tabla 1, Laive cuenta con tres líneas de negocios: productos lácteos, cárnicos y productos derivados de frutas. La línea de productos lácteos incluye leche evaporada, leche fresca UHT (*ultra high temperature*), yogur, queso, mantequilla, margarinas, manjar, entre otros. Al cierre de 2018, esta línea concentra el 78,81 % del total de los ingresos de la compañía. En segundo lugar, se encuentra la línea de productos derivados de frutas, que incluye los jugos de la marca Watt's y, al cierre del 2018, representa el 10,75 % de los ingresos. Finalmente, la línea de cárnicos incluye los diferentes productos de la marca Suiza: jamones, tocino ahumado, chorizo parrillero, *hot dog*, jamonadas, mortadelas y chicharrón de prensa. Esta línea representa, al cierre de 2018, el 10,44 % de los ingresos.

Tabla 1

Ingreso por líneas de negocio

Líneas	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
Lácteos	75.90 %	75.92 %	78.09 %	80.64 %	78.81 %	77.87 %
Cárnicos	10.33 %	11.04 %	10.47 %	9.54 %	10.44 %	10.36 %
Derivados de frutas	13.77 %	13.04 %	11.44 %	9.81 %	10.75 %	11.76 %
Total ingresos	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2014 hasta el 2018. Información tomada de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Para atender la demanda, Laive cuenta con plantas de producción en Lima y Arequipa. En Lima posee un complejo de tres plantas, con una extensión de 44,955 m², donde se produce leche y sus derivados, productos cárnicos, y derivados de frutas. Asimismo,

cuenta con un centro de distribución para productos terminados con una extensión de 10,000 m² y una capacidad de almacenamiento de 8,000 toneladas.

En Arequipa, la empresa cuenta con un parque industrial de 3,796 m² de extensión. Está dedicado a la producción de quesos de maduración (edam, parmesano, cuartirolo, gouda, dambo, mozzarella, etc.), mantequilla, crema de leche y suero materia prima. Además, en Majes mantiene una planta y centro de acopio con una extensión de 10,003 m², donde la producción de leche fresca es la principal actividad.

Los clientes de la empresa son mayoristas o distribuidores como Hipermercados Metro, Supermercados Peruanos, Wong e Hipermercado Tottus; institucionales como empresas corporativas e instituciones del Estado; y minoristas como bodegas y otros establecimientos.

Respecto a la competencia, el mercado de productos lácteos se caracteriza por operar con una elevada concentración de empresas. Tres de ellas abastecen más del 90 % del mercado: Gloria, Nestlé, y Laive; mientras que el saldo lo conforman productores artesanales (Class y Asociados, 2019). Gloria es la empresa líder en participación de mercado, seguida por Nestlé y, finalmente, por Laive. Las tres empresas mantienen una intensa competencia que se traduce en una importante variedad de productos, con una gama cada vez más amplia, y con novedosas presentaciones en cada caso.

Finalmente, los proveedores son aproximadamente 1,500 ganaderos, quienes suministran leche fresca. El volumen promedio acopiado durante los últimos años (2013-2018) estuvo alrededor de los 97 millones de kilos de leche por año. Esto entre todas las cuencas donde la empresa acopia (Laive, 2018). El mercado de ganaderos es fragmentado, de baja diferenciación y alta flexibilidad de cambio de proveedor de leche, debido a que existen otras disponibilidades y los costos de reposición no son elevados.

Análisis del macroambiente

En la tabla 2, observamos que Laive puede enfrentar un cambio en el reglamento vigente de la leche y productos lácteos. No obstante, se considera que tendría un impacto bajo, porque el tiempo de adecuación promedio, otorgado por el ente regulador, es suficiente para manejar una disminución en los ingresos y su grado de incertidumbre es baja, debido a que no hay expectativas sobre algún cambio en los próximos años. Por esta razón, la clasificamos en el cuadrante “bajo-bajo”.

La variación del impuesto a la renta en no más del 2 % tendría un impacto moderado en la utilidad neta de la empresa, pero su grado de incertidumbre es baja, debido al incremento de la tasa en diciembre de 2016. Por lo tanto, esta fuerza del entorno la ubicamos en el cuadrante “medio-bajo”.

Un incremento de la inflación anual fuera del rango meta tendría un alto impacto, porque podría mermar la capacidad de compra de productos lácteos de primera necesidad en los estratos socioeconómicos medios y bajos, lo que significaría una reducción de la demanda. No obstante, el buen control del Banco Central de Reserva del Perú sobre esta variable hace que su grado de incertidumbre sea baja. Como consecuencia, la clasificamos en el cuadrante “alto-bajo”.

Otra fuerza del entorno es la depreciación de la moneda nacional que generaría pérdidas cambiarias. Se espera que la depreciación sea baja conforme a su evolución histórica, por lo cual su impacto sería bajo. El grado de incertidumbre es medio, porque el sol se ha mantenido como una de las divisas con menor volatilidad en la región. Por estas razones, ubicamos esta variable en el cuadrante “bajo-medio”.

La eliminación del sistema de franja de precios para la leche en polvo tendría un impacto medio, ya que implicaría no tener reducciones arancelarias y haría que la empresa

tenga costos de importación más altos. El grado de incertidumbre es medio, debido a que no existe un lineamiento que indique que dicho sistema será permanente. Por eso, clasificamos la variable en el cuadrante “medio-medio”.

El incremento del precio internacional de la leche en polvo generaría incrementos considerables en los costos de producción de algunos productos. Por esa razón, tendría un impacto alto. El grado de incertidumbre es medio, porque responde a la interacción de la oferta y demanda internacional. Por ello, ubicamos la variable en el cuadrante “alto-medio”.

La implementación de una ley antimonopolio y oligopolio para el sector lácteo tendría un impacto bajo en Laive, ya que la adquisición de empresas para crecer inorgánicamente no forma parte de su estrategia de mediano plazo. El grado de incertidumbre de esta fuerza es alto, porque, en el 2017, hubo debates sobre proyectos de ley en el congreso, pero no hubo consenso. Por eso, clasificamos la variable en el cuadrante “bajo-alto”.

El ingreso de empresas internacionales, como Coca-Cola, al sector lácteo peruano podría quitar participación de mercado y reducir los ingresos de Laive. Por ello, su impacto sería medio y su incertidumbre alta. Considerando lo sucedido en países como Estados Unidos y México, clasificamos esta fuerza en el cuadrante “medio-alto”.

La homologación de la normativa peruana del sector lácteo con la Administración de Alimentos y Medicamentos (FDA) de Estados Unidos puede generar la restricción de producción y comercialización de los productos lácteos de Laive, lo que significaría un impacto alto. Debido a que no se sabe cuándo el ente estatal podría exigir dicha medida, la incertidumbre es alta.

También hemos tomado en cuenta la gravedad de fenómenos naturales y cómo afectan a la distribución de los productos de la empresa. Este contexto tendría un impacto y un grado de incertidumbre alto, como se muestra en la siguiente tabla.

Debido a la relevancia de estas fuerzas, las consideramos en el análisis de escenarios.

Tabla 2

Fuerzas del entorno que afectan a Laive

Nivel de impacto	Grado de incertidumbre		
	Bajo	Medio	Alto
Alto	Inflación anual fuera del rango meta.	Incremento del precio internacional de la leche en polvo.	Homologación de la normativa peruana del sector lácteo con la Administración de Alimentos y Medicamentos (FDA) de Estados Unidos. Gravedad de fenómenos naturales.
Medio	Incremento del impuesto a la renta.	Eliminación del sistema de franja de precios.	Ingreso de empresas internacionales al sector lácteo peruano.
Bajo	Cambio en el reglamento de la leche y productos lácteos.	Depreciación de la moneda nacional.	Implementación de una ley antimonopolio y oligopolio para el sector lácteo.

Nota: Elaboración propia.

Descripción y análisis de la industria

Análisis de la cadena de valor

De acuerdo con Porter (1990), cada empresa desempeña un conjunto de actividades para diseñar, producir, llevar al mercado, entregar y apoyar sus productos. Podemos representar este grupo de actividades mediante una cadena de valor que nos permite identificar y analizar las estrategias que emplea Laive.

Como observamos en la tabla 3, las actividades más importantes dentro de la cadena de valor de Laive se centran en producir y comercializar productos lácteos y derivados, de alta calidad e innovadores, a un costo competitivo. De esta manera, mejoran la calidad de vida de los consumidores a través de productos saludables y nutritivos, basados en procesos con avanzada tecnología y sostenibles.

La red de acopio de Laive cuenta con una buena infraestructura de recolección de leche fresca. Logra acopiar alrededor de 97 millones de kilos de leche al día, que provienen de sus ganaderías ubicadas en Lima y Arequipa.

Tabla 3

Cadena de valor de Laive

Logística interna	Operaciones	Logística externa	Marketing y ventas	Servicio
Laive cuenta con centros de acopio en la Zona centro (Huacho, Chincha y Cañete) y la Zona sur (Mejía, Ongoro y Colca en Arequipa, y Moquegua).	Laive ofrece a sus consumidores una amplia gama de productos lácteos, cárnicos y derivados de frutas. Dentro de los productos lácteos, se encuentran leches, yogures y quesos.	Tiene una amplia red de distribución, entre canales modernos y tradicionales.	El <i>marketing</i> está orientado al consumidor y a asegurar la relación con él. Recolecta la información de las necesidades y deseos de los consumidores por medio de investigación de mercados.	Servicio personalizado al consumidor en venta, consulta y reclamos. En su página web, se encuentra la información nutricional de sus productos.

Nota: Elaboración propia basada en Memoria de Laive 2018 (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gov.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7

En relación con la red de distribución, el 99.40 % de los ingresos de Laive se obtiene a través de tiendas físicas. El 0.60 % restante corresponde a ventas a través de Internet. Los ingresos que provienen de tiendas físicas se pueden dividir entre el canal tradicional (bodegas y quioscos), que representa el 44.40 %; y el canal moderno (hipermercados, supermercados, tiendas por conveniencia y tiendas mayoristas), que representa el 55.60 %.

Respecto a las actividades de desarrollo tecnológico, la empresa realiza inversiones en activo fijo mediante nuevas adquisiciones o renovación de equipos.

Competencia

Mercado internacional. De acuerdo con la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por sus siglas en inglés), la mayor parte de la producción láctea se consume en forma de productos lácteos frescos. Se espera que el consumo mundial per cápita de productos lácteos frescos aumente en un 1.0 % en la próxima década, impulsado por un mayor crecimiento del ingreso per cápita.

En América Latina, los países que tienen mayor consumo per cápita son Uruguay, Argentina, Chile y Colombia. Todos registran consumos por encima del recomendado por la FAO (120 kilos por persona/año). Por el contrario, Perú y Bolivia se encuentran por debajo de lo recomendado, lo que significa un déficit en el consumo. Esto refleja una oportunidad de crecimiento en este sector.

En el Perú, el Ministerio de Agricultura y Riego (Minagri) destacó que la producción nacional de leche presentaría en el 2019 un crecimiento aproximado del 26% respecto del año anterior. Esto significa que se alcanzaron 87 kilos de consumo por persona; no obstante, la FAO recomienda un consumo de 120 kilos por persona (FAO, 2017). La brecha por cubrir sería de 33 kilos por persona. El Gobierno, a través del Minagri, tiene la meta de alcanzar, para el año 2021, una producción nacional de leche cruda de 2.7 millones de toneladas, un

rendimiento nacional entre 7.2 y 9.8 kg/vaca/día y un consumo per cápita entre 96 y 120 kg/persona/año.

Mercado nacional. La industria lechera nacional se encuentra integrada verticalmente desde el acopio de leche hasta su distribución. Lima, Arequipa y Cajamarca son las principales zonas de producción de leche fresca. En estas zonas, se han logrado mejorar tanto las instalaciones como las técnicas ganaderas, con avances en el manejo posterior al ordeño, la introducción de acopio y el enfriamiento.

La industria peruana láctea está compuesta básicamente por dos líneas de negocio: lácteos, que comprende leche evaporada, leche pasteurizada y leche condensada; y derivados lácteos, que comprende productos como el yogur, queso, mantequilla, crema de leche, manjar blanco, entre otros.

Laive es una de las tres empresas, junto a Gloria y Nestlé, que conforman el 90 % del mercado en la industria láctea en el Perú. Aunque está en la tercera posición de esa lista, Laive se encuentra en una posición de crecimiento.

Para mejorar su posicionamiento, la estrategia de negocio de Laive es la constante diversificación de sus productos para satisfacer las necesidades de sus clientes. Entre los pilares fundamentales de esta organización, destacan la innovación y el desarrollo de nuevas tecnologías para la creación de novedosos productos, los cuales han tenido la aceptación del mercado. Laive, al igual que sus competidores, ha buscado integrarse verticalmente de manera total; sin embargo, aún depende de algunos proveedores de materia prima.

De acuerdo con Ipsos Apoyo (2014), algunos de los productos lácteos más consumidos son el yogur (75 % de la venta la tiene Gloria y 12 % es de Laive) y la leche fresca (el 64 % compra la marca Gloria y el 11 %, Laive).

El ranking Brand Footprint 2018, elaborado por Kantar World Panel, indica que las principales marcas dentro de la canasta de lácteos son Gloria, Laive, Ideal, Pura Vida, Manty, Sello de Oro, Bonlé, Nan, Soy Vida y La Preferida, en ese orden.

Como observamos en las figuras 1 y 2, dentro de la categoría de lácteos, los productos de leche (fresca y evaporada) y yogur son los más representativos; el primero representa para Laive el 21 % de participación y el segundo, el 12 %. El principal competidor de Laive es Gloria y su amplia gama de productos: 49 % de participación en leche (fresca y evaporada) y 65 % en yogur.

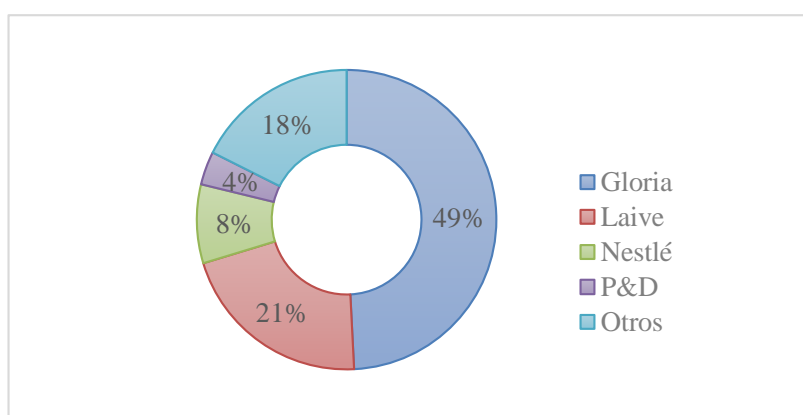


Figura 1. Leche fresca y evaporada. Elaboración propia basada en Dairy in Perú (agosto de 2019). *Euromonitor Internacional*. Recuperado de: <https://www.euromonitor.com/dairy-in-peru/report>

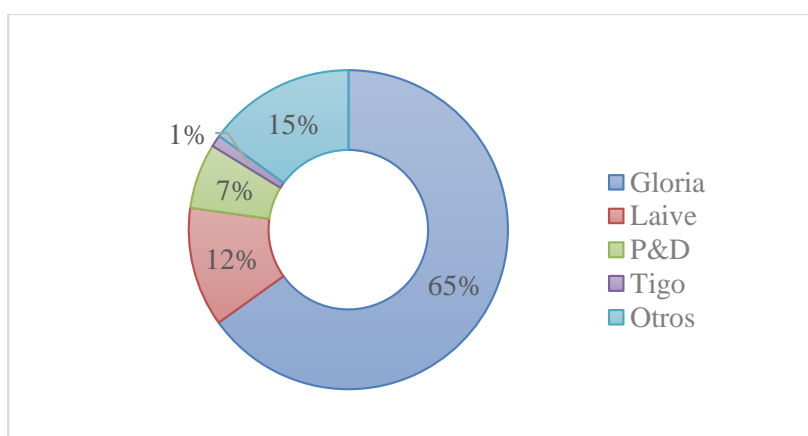


Figura 2. Yogur. Elaboración propia basada en Dairy in Perú (agosto de 2019). *Euromonitor Internacional*. Recuperado de: <https://www.euromonitor.com/dairy-in-peru/report>

De acuerdo con la figura 3, Gloria posee una participación de mercado de aproximadamente 40 % en quesos, seguido por Laive con un 37 %. Para los próximos años,

se espera que Laive se posicione en primer lugar, debido a su estrategia de vida saludable. En mantequilla, Laive compite con Gloria y con La Preferida. Su participación del mercado es de 17 %, como podemos ver en la figura 4.

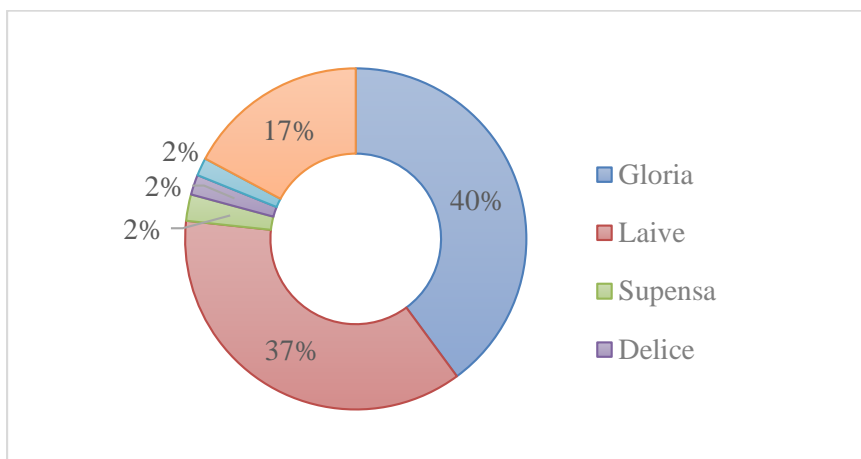


Figura 3. Quesos. Elaboración propia basada en Yoghurt and sour milk products in Peru (2019). *Euromonitor Internacional*. Recuperado de: <https://www.euromonitor.com/yoghurt-and-sour-milk-products-in-peru/report>

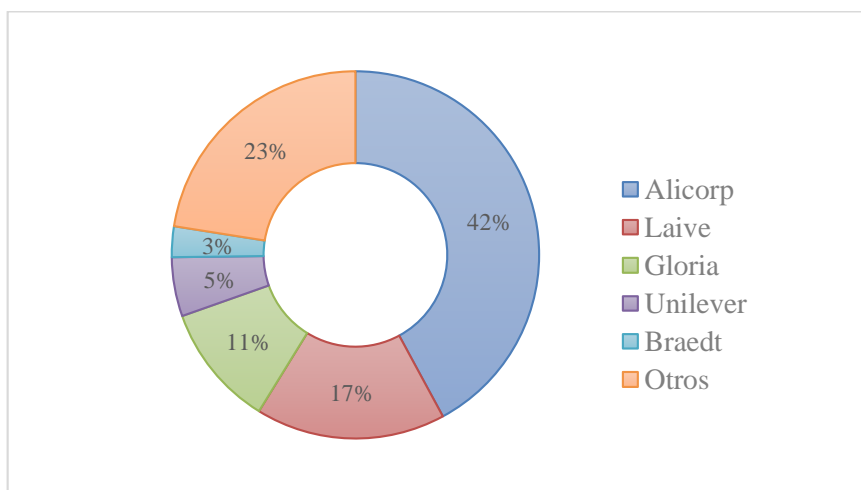


Figura 4. Mantequilla. Elaboración propia basada en Yoghurt and sour milk products in Peru (2019). *Euromonitor Internacional*. Recuperado de <https://www.euromonitor.com/yoghurt-and-sour-milk-products-in-peru/report>

En la figura 5, podemos ver la competencia en otros productos lácteos. Laive compite con su línea de manjar blanco y *fudge*, bajo la marca Bazo Velarde. Su participación en el mercado representa el 13 % mientras que Gloria posee el 65 % de mercado.

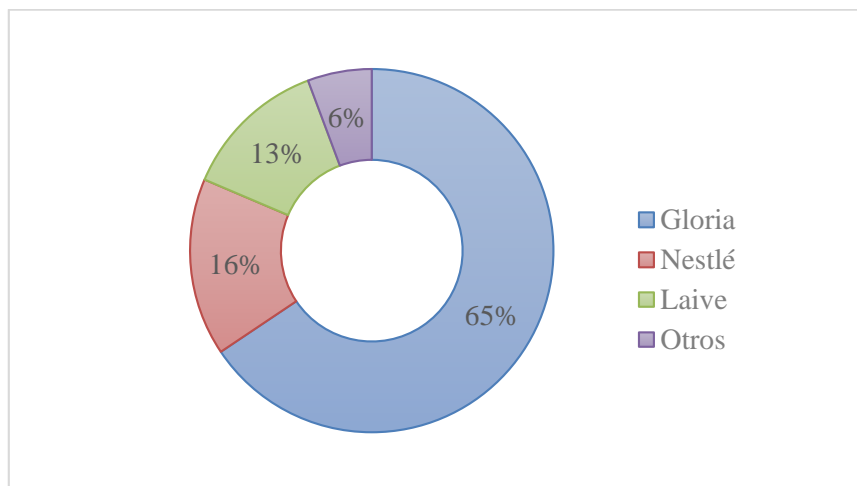


Figura 5. Otros productos lácteos. Elaboración propia basada en Yoghurt and sour milk products in Peru (2019). Euromonitor Internacional. Recuperado de: <https://www.euromonitor.com/yoghurt-and-sour-milk-products-in-peru/report>

Volumen de toneladas métricas vendidas y precio

Laive ha incrementado el volumen de toneladas métricas vendidas en los últimos años. Esto se explica a partir del aumento de la población y del crecimiento económico del país, lo que genera más consumo de estos productos.

A continuación, la tabla 4 nos muestra una evolución en volumen de los productos de Laive en los últimos cinco años.

Tabla 4

Volumen en toneladas métricas de Laive (2014-2018)

	2014	2015	2016	2017	2018	Crecimiento %
Lácteos Lima	36,846	37,633	39,541	39,240	40,167	2.2%
Lácteos Arequipa	1,547	1,758	1,844	2,018	2,017	6.9%
Cárnicos	4,593	4,972	4,751	4,728	5,448	4.4%
UHT jugos y leches	72,422	71,714	76,575	78,251	77,060	1.6%
Otros alimentos	1,520	1,480	1,527	1,672	1,714	3.0%
Total general	116,928	117,557	124,239	125,909	126,407	2.0%

Nota: Elaboración propia basada en Memoria de Laive 2018 (s.f). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gov.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7

Respecto a los precios de los productos lácteos de Laive, podemos afirmar que los yogures tienen un precio promedio superior a los de su competencia, debido al valor

nutricional diferenciador que ofrecen. En cuanto a la leche evaporada, el precio de la marca Laive es menor respecto al mercado, principalmente por el envase (caja y bolsa) en que se venden. Sin embargo, debemos resaltar que ha crecido alrededor del 10 % en el periodo de análisis. Por último, los precios de la leche UHT se encuentran dentro del promedio del mercado.

Tabla 5

Precios de yogur por envase de un litro

Marca	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Crecimiento %
Gloria	5.40	5.65	6.09	5.19	5.90	2.24%
Laive	4.75	5.80	6.12	6.33	6.29	7.27%
Yoleit	3.45	3.45	4.00	4.89	4.99	9.67%

Nota: Elaboración propia basada en Packaged Food in Peru (s.f.). *Euromonitor Internacional*. Recuperado de: <https://www.euromonitor.com/packaged-food-in-peru/report>

Tabla 6

Precios de leche evaporada por envase de 410 gramos

Marca	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Crecimiento %
Gloria	2.60	2.69	3.00	3.19	3.39	6.86%
Laive	2.24	2.45	2.67	2.76	3.29	10.09%
Nestlé	2.65	3.00	3.00	3.17	3.49	7.13%

Nota: Elaboración propia basada en Packaged Food in Peru (s.f.). *Euromonitor Internacional*. Recuperado de: <https://www.euromonitor.com/packaged-food-in-peru/report>

Tabla 7

Precios de leche UHT por envase de un litro

Marca	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Crecimiento %
Gloria	4.00	4.25	4.00	4.40	4.30	1.82%
Laive	3.99	4.00	4.00	4.25	4.50	3.05%

Nota: Elaboración propia basada en Packaged Food in Peru (s.f.). *Euromonitor Internacional*. Recuperado de: <https://www.euromonitor.com/packaged-food-in-peru/report>

Posicionamiento competitivo

Análisis de Porter

A continuación, realizamos un análisis de Laive y de sus competidores a través de las cinco fuerzas de Porter (2008). En los siguientes párrafos, describimos cada una de estas fuerzas y, a través de la figura 6, mostramos la ponderación que otorgamos a cada una (1 representa una baja capacidad de respuesta ante la amenaza y 5, una alta capacidad de respuesta ante la amenaza).

La amenaza de entrada de un nuevo competidor hace referencia a aquellas empresas que no están dentro de la competencia del sector, pero que podrían estarlo. Para determinar el grado de esta amenaza, debemos analizar las barreras de entrada y evaluar las reacciones de los competidores actuales ante un posible nuevo competidor. Las principales barreras de entrada del sector son las economías de escala por el lado de la oferta, lo que significa que la infraestructura actual permite producir grandes volúmenes a un bajo costo unitario.

Los requisitos de capital y el acceso a los canales de distribución son también fuertes barreras de entrada. Esta industria requiere una alta demanda de recursos financieros, investigación y desarrollo. Finalmente, las políticas gubernamentales son restrictivas, por lo que se requiere obtener licencias y certificados para producir alimentos en el país. Dado el análisis realizado, determinamos que la amenaza de entrada de un nuevo competidor es baja y la capacidad de respuesta ante esta amenaza la ponderamos en 4.

Respecto a la amenaza de productos sustitutos, en el mercado existen alternativas que logran satisfacer algunas o todas las necesidades del consumidor. Existen productos lácteos basados en la soya, almendra, arroz, quinua, entre otros, que ofrecen los mismos o más beneficios nutricionales que los productos lácteos que provienen de la vaca; por ello, consideramos a esta amenaza como alta. Existe una amplia variedad de bienes, con lactosa y

sin lactosa, que pueden satisfacer a los consumidores. Ponderamos la capacidad de respuesta ante esta amenaza en 2.

El poder de negociación de los proveedores surge cuando tienen la capacidad de influir en un incremento de precios que afecte la rentabilidad y competitividad de la empresa. Consideramos que, para Laive, esta amenaza es baja y la capacidad de respuesta ante ella la ponderamos en 4. Esto debido a que la leche fresca, como principal materia prima, se adquiere a través de más de 1,500 ganaderos. A pesar de que ellos pueden asociarse y formar alianzas, no son una amenaza para Laive, puesto que no llegan a influir en los precios ni a restringir el abastecimiento.

El poder de negociación de los clientes hace referencia a la capacidad que tienen los compradores de influir en los precios y disminuir los ingresos de la empresa. En este mercado, los precios de los productos son establecidos por el lado del ofertante. Asimismo, Laive cuenta con una cartera diversificada de clientes: mayoristas, distribuidores, institucionales y minoristas, que no están organizados. Por eso, determinamos que esta amenaza es baja y ponderamos la capacidad de respuesta en 4.

Finalmente, la rivalidad de los competidores hace referencia a la carrera competitiva que se da entre las empresas de la misma industria para lograr mayor participación en el mercado. Al ser este mercado un oligopolio (Gloria, Nestlé Perú y Laive), la guerra comercial por mayor participación de mercado se manifiesta en la calidad de los productos y en el mayor reconocimiento de sus marcas. Por ello, concluimos que la rivalidad entre los competidores es alta y la capacidad de respuesta ante esta amenaza la ponderamos en 2.

En la figura 6, a modo de comparación, también mostramos la ponderación de las fuerzas de Porter para Gloria, competidor directo de Laive.

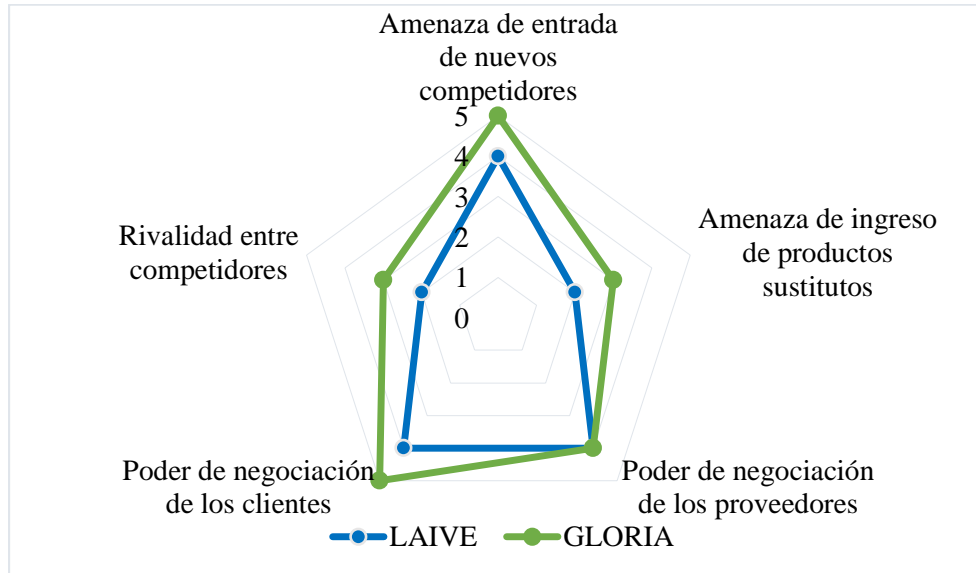


Figura 6. Fuerzas de Porter. Elaboración propia.

Análisis FODA

En cuanto a las fortalezas, podemos mencionar que Laive tiene una alianza estratégica con Watt's, empresa líder en el sector alimentos de Chile. Asimismo, Laive invierte continuamente en investigación y desarrollo con la finalidad de potenciar su producción de leche (en sus distintas presentaciones) imprimiendo un esfuerzo en alinearla con la tendencia de vida *light* y sana. Estas fortalezas las podemos observar en el primer cuadrante de la figura 7.

En cuanto a las oportunidades (reflejadas en el segundo cuadrante de la figura 7), sabemos que Laive puede mejorar su posicionamiento de mercado y niveles de ingresos con su línea de quesos. Esto gracias a la gran aceptación por parte del consumidor y su alto contenido nutricional. También existe una oportunidad importante en la investigación y desarrollo de nuevos tipos de yogures, más ligeros y saludables, aptos para todo tipo de consumidor.

Respecto a las debilidades (reflejadas en el tercer cuadrante de la figura 7), Laive no cuenta con una red de distribución para atender de forma satisfactoria la demanda en el norte

del Perú. Además, tampoco cuenta con una estrategia clara para mejorar el posicionamiento de la marca y reducir la brecha de mercado con relación a sus dos grandes competidores.

Una eventual expansión de mercado del Grupo Gloria es una potencial amenaza para Laive, ya que perdería participación de mercado. También se perfila como amenaza una guerra de precios en algunos productos lácteos como leche y yogures. Esto impactaría de forma dramática en los ingresos de la empresa. Ubicamos las amenazas en el cuarto cuadrante de la figura 7.

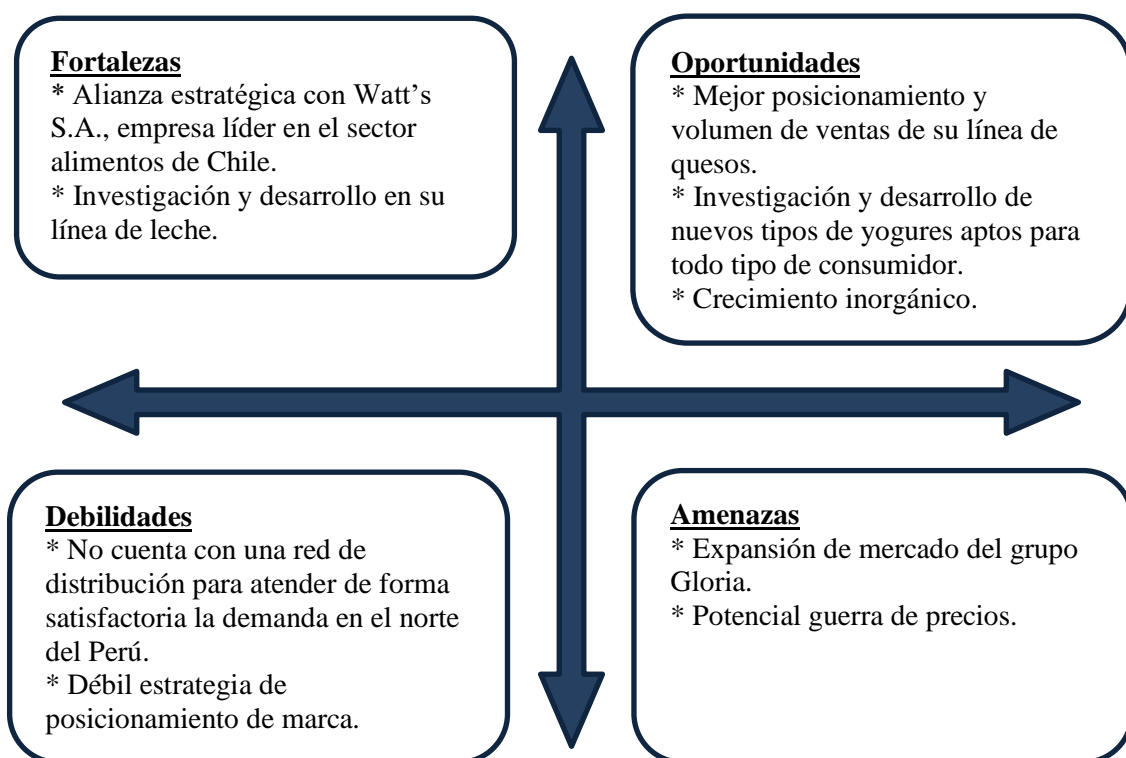


Figura 7. Matriz FODA de Laive. Elaboración propia.

Buen gobierno corporativo y responsabilidad social

Buen gobierno corporativo

Laive ha adoptado y publicado el código de buen gobierno corporativo (BGC) desde el año 2007. El código de BGC, de acuerdo con la Superintendencia de Mercado de Valores, se basa en cinco principales pilares.

El **primer pilar** hace referencia a los derechos de los accionistas y se sustenta en las buenas prácticas, reconociendo un trato igualitario entre los accionistas de la misma clase. Asimismo, cuenta con mecanismos para que los accionistas reciban o requieran información, y para la solución de controversias. Por otro lado, la empresa no promueve únicamente la existencia de clases con derecho a voto. Aunque cuenta con una política de dividendos, su cumplimiento no se encuentra sujeto a evaluaciones de periodicidad definida. Este pilar tiene un nivel de cumplimiento de 62 %.

El capital social de la empresa Laive, al 30 de junio de 2019, está representado por 72,425,879 acciones comunes íntegramente suscritas y pagadas, de las cuales 63,000,000 corresponden a acciones comunes de clase “A” (en adelante, clase “A”), con derecho a voto y 9,425,879 corresponden a acciones comunes de clase “B” (en adelante, clase “B”), sin derecho a voto. Por lo tanto, estas últimas reciben un pago adicional del 5 % respecto al dividendo en efectivo que se perciba. El valor nominal de cada acción común es de S/ 1.00. En la tabla 8, mostramos los principales accionistas de Laive. El principal es la empresa Comercial Víctor Manuel S.A., filial de Watt’s, empresa líder en el sector alimentos de Chile.

Tabla 8*Participación accionaria*

Accionista	Nacionalidad	Total acciones	Participación
Comercial Víctor Manuel S.A.	Chilena	27,290,372	37.68 %
Valores Agroindustriales S.A.	Peruana	27,183,855	37.53 %
Fundación Cristiana e Ismael Cobián E.	Peruana	4,000,827	5.52 %
Accionistas minoritarios		13,950,825	19.26 %
Total acciones comunes		72,425,879	100.00 %

Nota: Elaboración propia basada en Memoria anual de Laive 2018 (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de:

https://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7

Además, Laive cuenta con acciones de inversión y están representadas por 185,634 acciones de un valor nominal de S/1.00. Estas confieren a sus titulares el derecho a participar en la distribución de dividendos comunes, pero no otorgan acceso a la junta general de accionistas ni tampoco al directorio.

Por otro lado, con relación a la política de dividendos, Laive reparte 20 % de la utilidad neta generada en el ejercicio inmediato anterior, considerando las necesidades financieras de la empresa. En la tabla 9, observamos que Laive ha cumplido con el pago de dividendos a sus accionistas. Asimismo, mostramos que el ratio de pago promedio de los últimos diez años fue del 30 %.

Tabla 9*Dividendos*

Año del ejercicio	2014	2015	2016	2017	2018
Acuerdo de asamblea JGA	09/03/2015	14/03/2016	13/03/2017	12/03/2018	23/04/2019
Reparto de dividendos	S/ 4,093,000	S/ 2,704,000	S/ 2,923,000	S/ 5,992,000	S/ 6,431,000
Dividendo por acción clase "A"	S/ 0.0560	S/ 0.0370	S/ 0.0400	S/ 0.0820	S/ 0.0880
Dividendo por acción clase "B"	S/ 0.0588	S/ 0.0389	S/ 0.0420	S/ 0.0861	S/ 0.0924
Dividendo por acción de inversión	S/ 0.0560	S/ 0.0370	S/ 0.0400	S/ 0.0820	S/ 0.0880
Utilidades del ejercicio	S/ 13,581,000	S/ 9,055,000	S/ 9,676,000	S/ 19,950,000	S/ 21,378,000
Ratio de pago de dividendos	30.14 %	29.86 %	30.21 %	30.04 %	30.08 %
Ratio de retención	69.86 %	70.14 %	69.79 %	69.96 %	69.92 %

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2014 hasta el 2018. Adaptada de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

El **segundo pilar** corresponde a la junta general de accionistas (JGA). Laive no cuenta con mecanismos de convocatoria para las juntas, particularmente, para aquellos miembros que no tienen participación en el control o gestión de la empresa. Tampoco pone a disposición de los accionistas los puntos contenidos en la agenda de la JGA. La empresa carece de mecanismos para que un accionista pueda ejercer su voto a distancia. Sin embargo, el estatuto sí permite que el accionista pueda delegar su voto. El nivel de cumplimiento es de 36 %.

El **tercer pilar** corresponde al directorio y a la alta gerencia. Laive cuenta con un código de ética, cuyo cumplimiento se exige a los directores, alta gerencia y colaboradores. Además, adopta medidas para prevenir y manejar temas de conflictos de interés. Por otro lado, aunque la empresa tiene por política mantener un directorio formado por ocho integrantes, solo uno de ellos es miembro independiente. De ese modo, Laive incumple el principio 19 del código de Buen Gobierno Corporativo (BGC), el cual señala que al menos un tercio del directorio debe estar constituido por directores independientes. Tampoco cuenta

con Comité de Riesgos o Comité de Buen Gobierno Corporativo. El nivel de cumplimiento es de 53 %.

El **cuarto pilar** hace referencia al riesgo y cumplimiento. En todos los niveles de la organización (conformados por el directorio, la alta gerencia y los colaboradores), se promueve una cultura de gestión de riesgos. Asimismo, ante la ausencia de un Comité de Riesgos, es la Gerencia General la que supervisa periódicamente los riesgos a los que se encuentra expuesta la empresa y los comunica al directorio. Laive no cuenta con auditoría interna, por lo que incumple el principio 26 del código de Buen Gobierno Corporativo (BGC). Por otro lado, aunque el Directorio por encargo de la Junta General de Accionistas designa a la Sociedad de Auditoría Externa, Laive no cuenta con una política de renovación de dicha sociedad de auditoría. El nivel de cumplimiento es de 28 %.

Finalmente, el **quinto pilar** corresponde a la transparencia de la información. Laive revela la estructura de propiedad, considerando las distintas clases de acciones. Cuenta con una oficina de relación con el inversionista, cuya responsabilidad recae en la Gerencia de Administración y Finanzas; sin embargo, no cuenta con una política de información para los accionistas, inversionistas y demás grupos de interés. La empresa no divulga informes anuales de los estándares adoptados en materia de gobierno corporativo. El nivel de cumplimiento es de 50 %.

Cultura corporativa y responsabilidad social

Laive busca un desarrollo sostenible que incluya a sus diferentes grupos relacionados. Por esta razón, fomenta, a través de su código de ética, un comportamiento honesto y transparente. La empresa orienta sus esfuerzos a promover una cultura de integridad y respeto hacia las normas y estándares éticos. Además, se orienta hacia las necesidades y expectativas

de sus grupos de interés, según lo indicado por la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV).

En cuanto a la responsabilidad social, Laive ha definido un rol principal con la alimentación de la comunidad. En su preocupación por el entorno social y bienestar, la empresa mantiene las mejores relaciones con los vecinos, comisarías y municipalidades, a fin de aportar y ayudar en obras de bien social, especialmente, a las relacionadas con niños.

De esta manera, apoya causas sociales como Fundades, que contribuye a mejorar la calidad de vida de personas vulnerables, especialmente a personas con discapacidad; Operación Sonrisa, cuya misión es llevar ayuda médica gratuita y especializada a pacientes con fisura labio palatina con pocos o escasos recursos, para que puedan ser miembros activos de sus comunidades; Niño Sano, que contribuye a la salud de los infantes entre cero y tres años de edad; Teletón, movimiento social y ciudadano de unión nacional que busca apoyar en los procesos de rehabilitación a los niños y jóvenes que acuden a la Casa San Juan de Dios; entre otras.

Análisis financiero

Análisis de las principales cuentas financieras

La participación de las principales cuentas del activo se ha mantenido estable en el periodo de análisis (desde diciembre de 2014 hasta junio de 2019). Al cierre del año 2014, la principal cuenta del activo total era propiedades, plantas y equipo con el 52.00 %, mientras que en junio de 2019 fue de 54.29 %. En segundo lugar, observamos que los inventarios disminuyeron de 24.17 % a 21.15 % en el mismo periodo. En tercer lugar, las cuentas por cobrar comerciales crecieron ligeramente de 17.11 % a 18.08 %. El aporte conjunto representó, en diciembre 2014, el 93.28 %; mientras que en junio 2019 fue del 93.52 %.

Al 30 de junio de 2019, las propiedades, las plantas y el equipo se incrementaron en S/ 75.91 millones, lo que significó un crecimiento de 48.83 % respecto a diciembre 2014, producto de las continuas inversiones en gastos de capital. Además, las cuentas por cobrar comerciales crecieron en S/ 25.89 millones, por lo que hubo un incremento del 50.62 %; y los inventarios lo hicieron en S/ 17.90 millones, por lo que tuvo un incremento del 24.78 %.

De esta manera, el activo total de la empresa creció en S/ 127.23 millones (42.56 %) y alcanzó, en junio de 2019, la cifra de S/ 426.15 millones. Los estados financieros, así como el análisis vertical y horizontal, los presentamos en los apéndices D y E respectivamente.

Con relación a la evolución de pasivos corrientes tanto financieros como operativos, en el periodo comprendido entre diciembre 2014 y junio 2019, observamos que el primero creció S/ 18.92 millones (117.57 %) y el segundo en S/ 23.67 millones (30.11 %). Para junio 2019, los pasivos corrientes: financiero y operativo, representaron el 8.21 % y 24.00 % del activo total. Los recursos permanentes crecieron en S/ 84.64 millones (41.45 %) en el mismo periodo, lo que contribuyó, al cierre de junio 2019, con el 67.79 % del activo total.

Al 30 de junio de 2019, las necesidades operativas de fondos (NOF) crecieron en S/ 23.73 millones (46.01 %) respecto a diciembre 2014. De esta manera, ascendieron a S/ 75.30 millones, lo que representa el 17.67 % del activo total. El fondo de maniobra creció en S/ 2.73 millones (7.15 %), para llegar a S/ 40.96 millones y representar el 9.61 % del activo total. Esto ha conllevado a realizar continuos financiamientos adicionales.

Con relación a los gastos de capital, como observamos en la figura 8, destacamos la efectuada en el año 2015, cuando la empresa adquirió un terreno ubicado en la provincia de Huarochirí por un monto aproximado de S/ 14 millones. La finalidad de esta inversión fue ampliar la capacidad de producción de la empresa, así como activos para la implementación y remodelación de sus plantas Lima Lácteos y Lima UHT, por un importe aproximado de S/ 16 millones. Por otro lado, el crecimiento significativo en el gasto de capital en el año 2018 se debió a la adquisición de activos para la implementación y remodelación de las plantas de lácteos y UHT por un importe aproximado de S/ 32 millones.

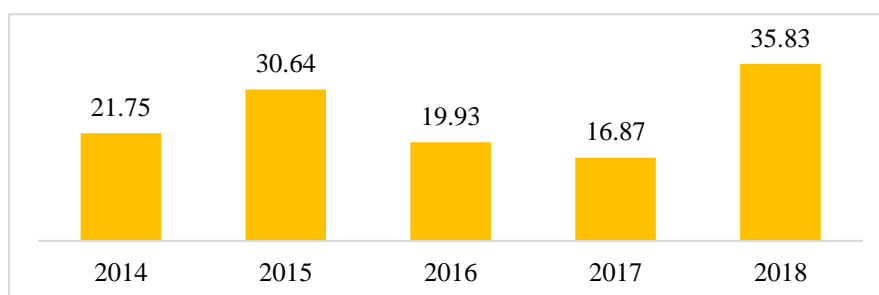


Figura 8. Gastos de capital (en millones en S/). Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2014 hasta el 2018. Adaptada de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Estructura financiera

En la tabla 10 y en la tabla 11 mostramos el estado de fuente y uso de fondos respectivamente. Las principales fuentes de fondos en los últimos años han sido los pasivos financieros de corto y largo plazo, cuentas por pagar comerciales y resultados acumulados. Al cierre del año 2015, destacamos el aporte de cuentas por pagar comerciales y otras reservas

del patrimonio. Estas contribuyeron con el 34.07 % y el 31.15 % del total, respectivamente. Por otro lado, al cierre de junio 2019, observamos que los pasivos financieros de corto plazo, los inventarios y el efectivo aportaron el 39.99 %, 21.46 % y 21.20 % del total, respectivamente.

Por su parte, los resultados acumulados siempre han participado como fuente de fondeo, son los casos de los años 2017 y 2018 cuando aportaron el 42.44 % y 31.73 % del total, respectivamente. Esto refleja el perfil de los accionistas por mantener una política de reinversión sostenida. Para terminar con las fuentes de fondeo, en el periodo comprendido entre diciembre 2015 y junio 2019, los activos han aportado en promedio el 20.90 %, los pasivos y el patrimonio han contribuido con el 48.71 % y 30.39 %, respectivamente.

Los principales usos de fondos en los últimos años han sido las cuentas por cobrar comerciales, inventarios, propiedades y pasivos de largo plazo. Al cierre del año 2015, las propiedades y los inventarios representaron el 65.28 % y 32.13 % del total, respectivamente. Por otro lado, al cierre de junio 2019, observamos que las cuentas por pagar comerciales y las cuentas por cobrar comerciales representaron el 27.90 % y 19.23 % del total, respectivamente. Por lo tanto, como uso de fondeo, en el periodo comprendido entre diciembre 2015 y junio 2019, los activos han representado en promedio el 67.39 %, mientras que los pasivos y el patrimonio han representado el 30.89 % y 1.72 % respectivamente.

Tabla 10*Estado de fuente de fondos (en miles S/)*

Estado de fuente de fondos en Laive (expresado en miles de S/)										
	Dic-15		Dic-16		Dic-17		Dic-18		Jun-19	
Efectivo	568	0.73%	504	1.70%					10,050	21.20%
Cuentas por cobrar comerciales										
Otras cuentas por cobrar	130	0.17%	209	0.71%					2,374	5.01%
Inventarios					12,625	35.65%			10,176	21.46%
Otros activos corrientes			1,629	5.50%	1,354	3.82%	382	0.91%		
Propiedades, plantas y equipos Intangibles					829	2.34%				
Otros activos no corrientes	755	0.97%	590	1.99%	794	2.24%			52	0.11%
Pasivos financieros CP	2,841	3.65%	4,409	14.88%			1,603	3.84%	18,961	39.99%
Cuentas por pagar comerciales	26,500	34.07%	8,007	27.02%			4,947	11.85%		
Otras cuentas por pagar			1,395	4.71%	1,349	3.81%	2,124	5.09%	1,524	3.21%
Otros pasivos corrientes			2,071	6.99%			1,578	3.78%	1,325	2.79%
Pasivos financieros LP	9,891	12.72%					15,537	37.21%		
Pasivos por impuestos diferidos	8,086	10.40%	3,257	10.99%			200	0.48%		
Otros pasivos no corrientes	342	0.44%	458	1.55%	1,438	4.06%				
Capital social										
Resultados acumulados	3,528	4.54%	6,136	20.71%	15,032	42.44%	13,248	31.73%	2,947	6.22%
Otras reservas del patrimonio	24,228	31.15%								
Otras cuentas del patrimonio	906	1.16%	967	3.26%	1,995	5.63%	2,138	5.12%		
Total	77,775	100.00%	29,632	100.00%	35,416	100.00%	41,757	100.00%	47,409	100.00%

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2014 hasta el 2018 y los estados financieros intermedios correspondientes al segundo trimestre 2019. Adaptada de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Tabla 11*Estado de uso de fondos (en miles S/)*

Estado de uso de fondos en Laive (expresado en miles de S/)										
	Dic-15		Dic-16		Dic-17		Dic-18		Jun-19	
Efectivo					2.781	7,85 %	6.275	15,03 %		
Cuentas por cobrar comerciales	653	0,84 %	1.682	5,68 %	5.090	14,37 %	9.351	22,39 %	9.115	19,23 %
Otras cuentas por cobrar					232	0,66 %	1.501	3,59 %		
Inventarios	24.986	32,13 %	11.924	40,24 %			3.790	9,08 %		
Otros activos corrientes	704	0,91 %							7.234	15,26 %
Propiedades, plantas y equipos	50.771	65,28 %	4.853	16,38 %			13.821	33,10 %	7.289	15,37 %
Intangibles	36	0,05 %	390	1,32 %	1.103	3,11 %	3.563	8,53 %	2.956	6,24 %
Otros activos no corrientes							148	0,35 %		
Pasivos financieros CP					8.897	25,12 %				
Cuentas por pagar comerciales					13.022	36,77 %			13.226	27,90 %
Otras cuentas por pagar	253	0,33 %								
Otros pasivos corrientes	372	0,48 %			279	0,79 %				
Pasivos financieros LP			8.237	27,80 %	3.396	9,59 %			7.062	14,90 %
Pasivos por impuestos diferidos					616	1,74 %			333	0,70 %
Otros pasivos no corrientes							3.308	7,92 %	194	0,41 %
Capital social										
Resultados acumulados										
Otras reservas del patrimonio			2.546	8,59 %						
Otras cuentas del patrimonio										
Total	77.775	100 %	29.632	100 %	35.416	100 %	41.757	100 %	47.409	100 %

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2014 hasta el 2018 y los estados financieros intermedios correspondientes al segundo trimestre 2019. Adaptada de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Finalmente, del análisis efectuado a las principales fuentes y usos de fondos en el periodo comprendido entre diciembre 2015 y junio 2019, concluimos que no existe descalce financiero.

Ratios financieros de Laive

En el siguiente análisis, elaboramos los ratios financieros de Laive y los comparamos con los de la empresa Gloria S.A. (en adelante, Gloria), su competencia directa. Esto lo realizamos para conocer el comportamiento financiero de la compañía y, a partir de ahí, hacer un diagnóstico adecuado. En el apéndice F, mostramos los principales ratios financieros de Laive y Gloria.

Análisis de liquidez. De acuerdo con la figura 9, en el periodo comprendido entre diciembre 2014 y junio 2019, observamos una razón corriente estable en Laive (calculado como activo corriente / pasivo corriente), en promedio de 1.34 veces. En el caso de Gloria, observamos una caída sostenida que se explica a través de la reducción del activo corriente en 6.22% y el incremento del pasivo corriente en 29.57%. En junio del 2019, la razón corriente de Laive fue de 1.30 veces y la de Gloria fue de 1.36 veces.

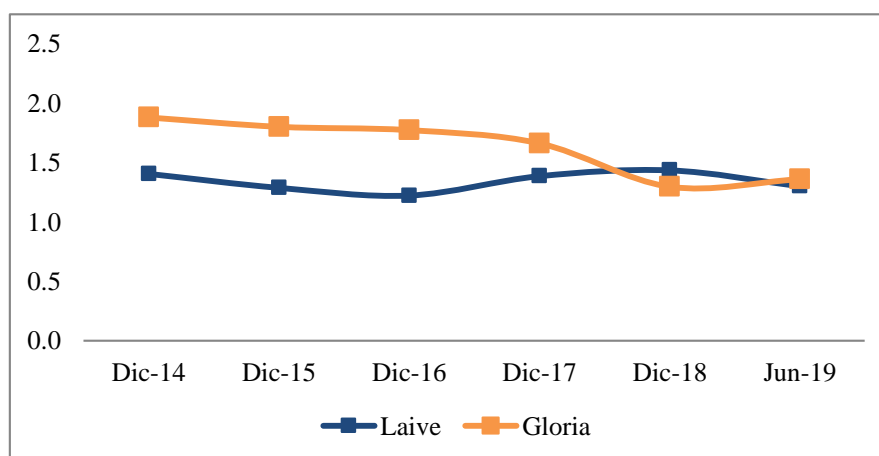


Figura 9. Razón corriente. Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive y Gloria desde el 2014 hasta el 2018, y los estados financieros intermedios correspondientes al segundo trimestre de 2019. Adaptada de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Análisis de solvencia. Laive incrementó su deuda financiera de S/ 63.18 millones en diciembre 2018 a S/.75.08 millones al cierre del primer semestre de 2019, principalmente para financiar sus cuentas por cobrar comerciales. En la figura 10, observamos la evolución

de la deuda financiera por plazo. Al cierre de junio 2019, el resultado fue 53.37 % de largo plazo y el 46.63 % de corto plazo.

En la figura 11, mostramos la evolución de la composición de la deuda financiera por tipo de deuda. A junio 2019, los préstamos, con S/ 38.1 millones, representa el 50.69 % del total. Los sobregiros un 25.82 % y el arrendamiento financiero un 23.48 %.

Con relación al año de vencimiento, la deuda financiera se encuentra principalmente concentrada en los años 2019, 2022 y 2025 en 25.82 %, 25.55 % y 28.18 % respectivamente.

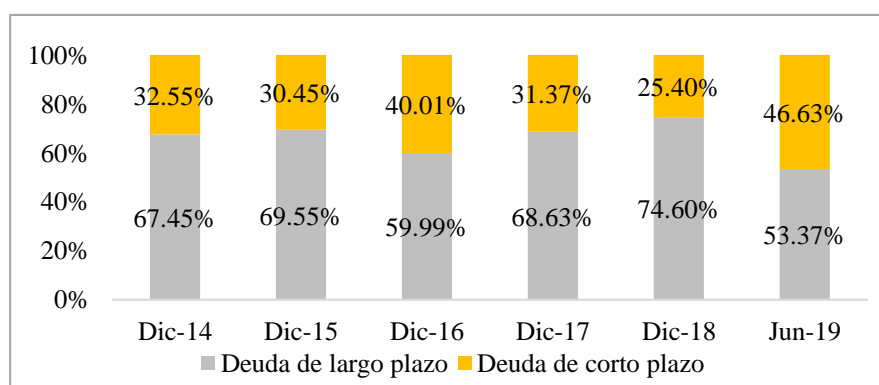


Figura 10. Deuda financiera por plazo. Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2014 hasta el 2018, y los estados financieros intermedios correspondientes al segundo trimestre de 2019. Adaptada de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

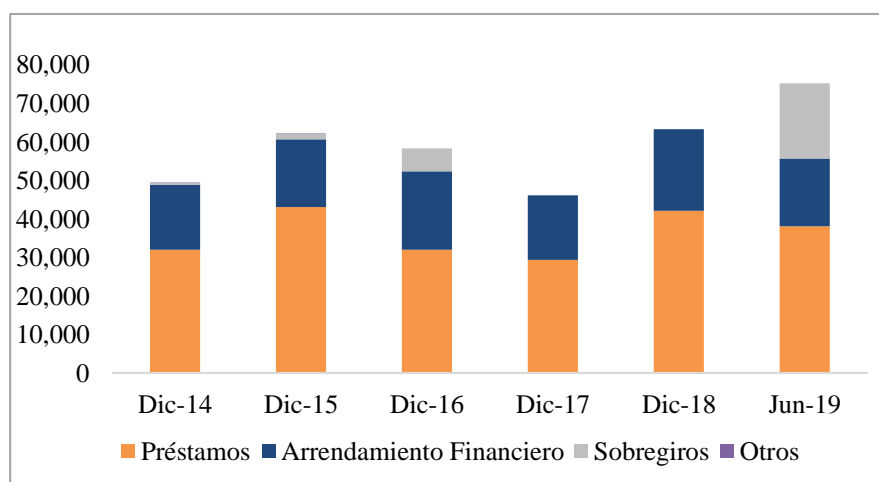


Figura 11. Deuda financiera por tipo (en miles de S/). Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2014 hasta el 2018 y los estados financieros intermedios correspondientes al segundo trimestre 2019. Adaptada de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

En la figura 12, mostramos la evolución del nivel de apalancamiento (calculado como pasivo total / activo total) en el periodo comprendido entre diciembre 2014 y junio 2019. Observamos una clara estabilidad en las dos empresas, aunque es ligeramente superior el de Gloria. Al cierre de junio 2019, el nivel de apalancamiento de Gloria fue de 0.56 veces, mientras que el de Laive fue de 0.48 veces.

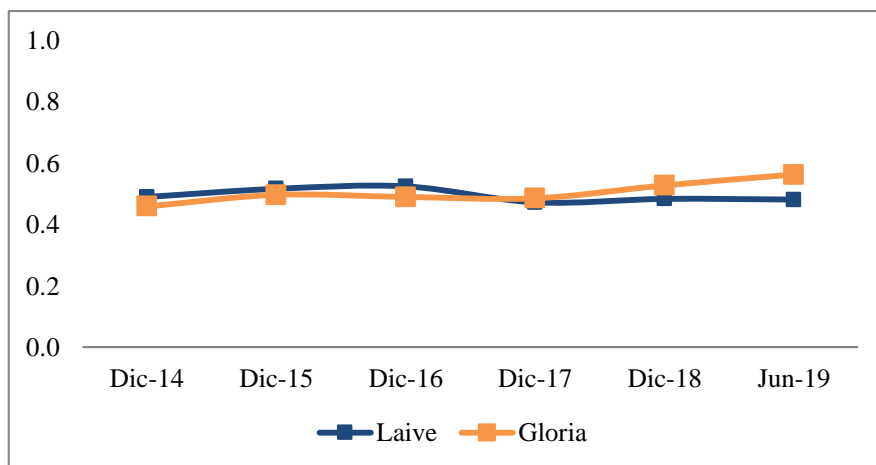


Figura 12. Nivel de apalancamiento. Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive y Gloria desde el 2014 hasta el 2018 y los respectivos estados financieros intermedios correspondientes al segundo trimestre 2019. Adaptada de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores.*

Recuperado de:

https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Análisis de rentabilidad. En las figuras 13 y 14, observamos la evolución de los márgenes de rentabilidad de Laive y Gloria entre diciembre 2014 y junio 2019. Laive presenta un margen bruto (calculado como utilidad bruta / ingresos) promedio de 22.70 %, ligeramente inferior al de Gloria que es de 23.03 %. El margen operativo (calculado como utilidad operativa / ingresos) en promedio es de 5.31 %, mientras que el del Gloria es 9.80 %. Esto demuestra un mejor manejo de los gastos por parte de Gloria. Finalmente, el margen neto de Laive (calculado como utilidad neta / ingresos) en promedio es 2.77 %, el de Gloria es de 5.76 %.

Estos resultados favorables de Gloria se deben al uso de economías de escala. La mayor participación de mercado y la integración hacia atrás en la elaboración de envases de

hojalata permiten obtener costos unitarios menores. Al cierre del primer semestre de 2019, el margen bruto, el margen operativo y el neto de Laive fueron de 22.04 %, 5.60 % y 3.17 % respectivamente; los de Gloria fueron de 18.91 %, 7.83 % y 4.44 % respectivamente. El análisis efectuado en los ingresos y los márgenes por líneas de negocios los mostramos en el apéndice G.

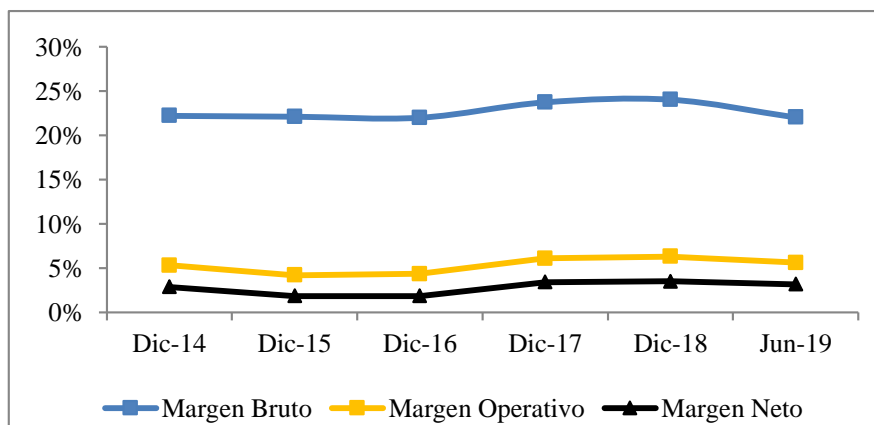


Figura 13. Márgenes de Laive. Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2014 hasta el 2018 y los estados financieros intermedios correspondientes al segundo trimestre 2019. Adaptada de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

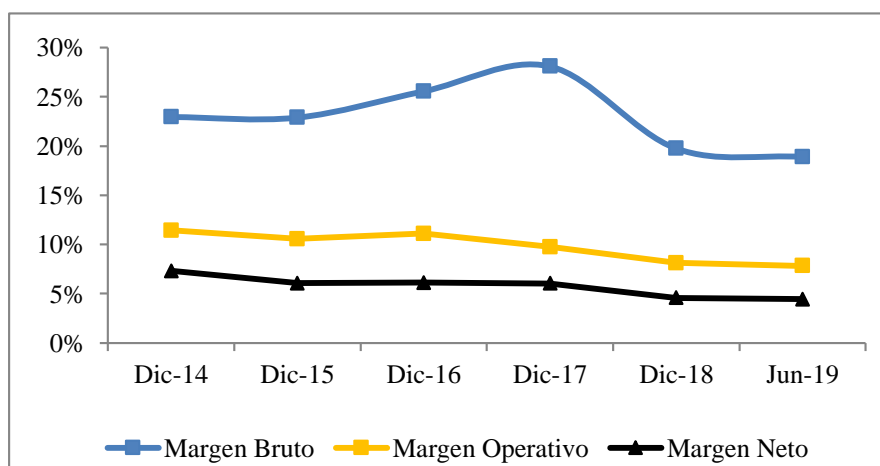


Figura 14. Márgenes de Gloria. Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Gloria desde el 2014 hasta el 2018 y los estados financieros intermedios correspondientes al segundo trimestre 2019. Adaptada de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

En las figuras 15 y 16, mostramos la evolución del ROE (calculado como utilidad neta / patrimonio promedio) y del ROA (calculado como utilidad neta / activo total promedio) tanto de Laive como de Gloria en el periodo comprendido entre diciembre 2014 y junio 2019.

En Laive observamos un crecimiento en el año 2017, explicado a partir de un incremento en sus utilidades. Gloria muestra una caída sostenida hasta el 2018. Al cierre de junio de 2019, el ROE de Laive y Gloria fue de 8.76 % y 10.42 % respectivamente, mientras que el ROA de ambas empresas fue de 4.54 % y 4.74 % respectivamente.

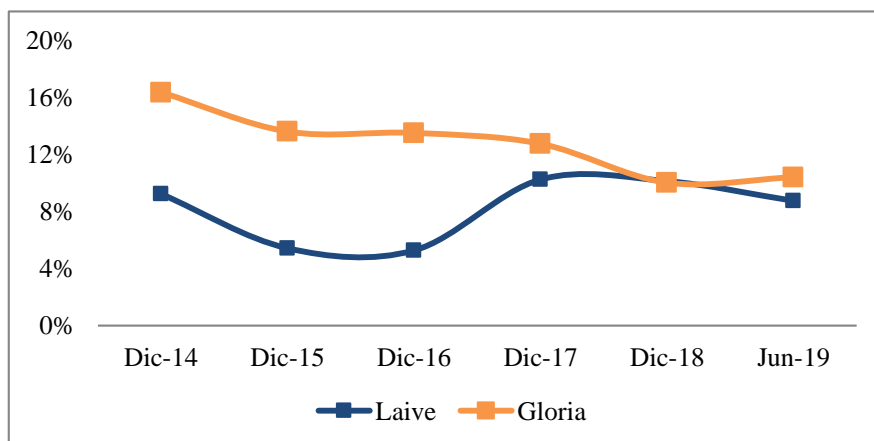


Figura 15. ROE. Estados financieros de Laive - Gloria. Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive y Gloria desde el 2014 hasta el 2018, y los respectivos estados financieros intermedios correspondientes al segundo trimestre 2019. Adaptada de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

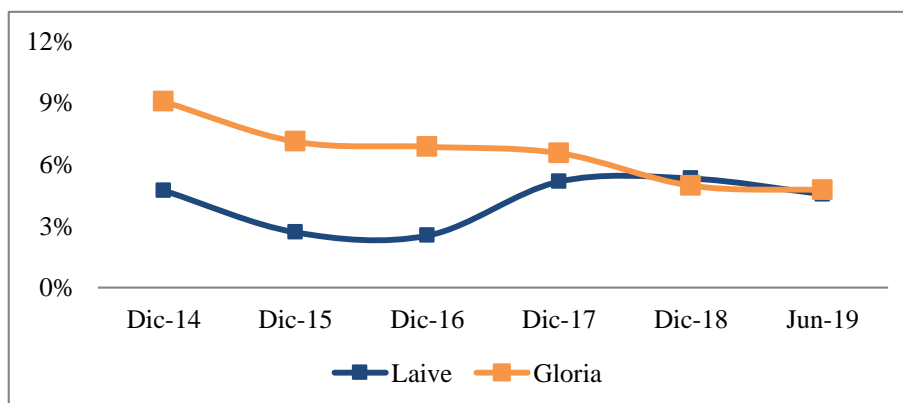


Figura 16. ROA. Estados financieros de Laive - Gloria. Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive y Gloria desde el 2014 hasta el 2018, y los respectivos estados financieros intermedios correspondientes al segundo trimestre 2019. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Análisis DuPont. En la figura 17, mostramos la rentabilidad generada por Laive al cierre del año 2018. El cálculo lo hicimos a través de tres factores: margen neto (calculado como utilidad neta / ingresos), rotación del activo total (calculado como ingresos / activo total

promedio) y apalancamiento financiero (calculado como activo total promedio / patrimonio neto promedio).

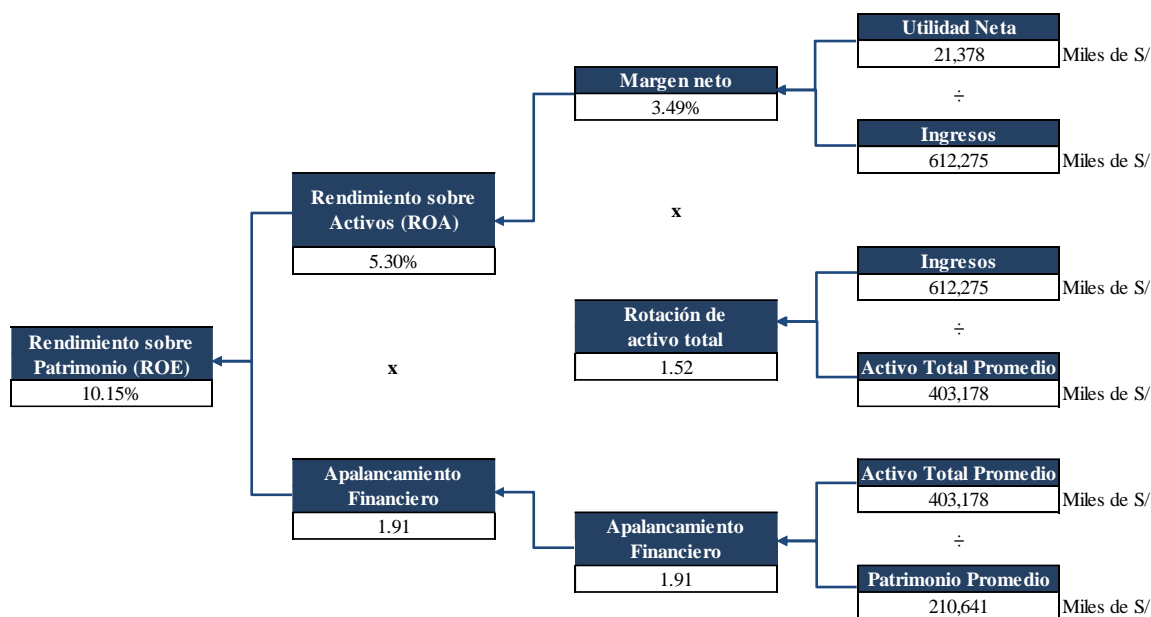


Figura 17. Análisis DuPont. Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive del 2018. Adaptada de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

En la tabla 12 mostramos la evolución de la rentabilidad de Laive y Gloria a través del Análisis DuPont. El margen neto de Laive ha crecido durante el periodo de análisis, desde 2.88 % en el 2014 hasta 3.49 % en 2018. El de Gloria se ha reducido desde 7.32 % hasta 4.58 %. La rotación de activo total promedio de Laive es de 1.50 veces, mientras que la de Gloria es de 1.14 veces. Finalmente, el apalancamiento financiero de ambos se mantiene alrededor de 2 veces.

A partir de este análisis concluimos que el ROE de Laive ha tenido un comportamiento creciente hasta llegar a 10.15 % en el 2018. Por su parte, el ROE de Gloria ha sido decreciente hasta llegar a 10.04 % en el 2018.

Tabla 12*Evolución de análisis DuPont*

Indicadores	Laive				
	2014	2015	2016	2017	2018
Margen neto (Utilidad neta / ingresos)	2.88 %	1.83 %	1.84 %	3.40 %	3.49 %
Rotación de activo total (Ingreso / activo promedio)	1.64	1.47	1.38	1.51	1.52
Apalancamiento financiero (Activo promedio / patrimonio promedio)	1.96	2.02	2.08	1.99	1.91
ROE - Dupont	9.24%	5.42%	5.27%	10.26%	10.15%

Indicadores	Gloria				
	2014	2015	2016	2017	2018
Margen neto (Utilidad neta / ingresos)	7.32 %	6.08 %	6.11 %	6.04 %	4.58 %
Rotación de activo total (Ingreso / activo promedio)	1.24	1.17	1.12	1.08	1.08
Apalancamiento financiero (Activo promedio / patrimonio promedio)	1.81	1.92	1.97	1.95	2.02
ROE - Dupont	16.36%	13.61%	13.51%	12.76%	10.04%

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive y Gloria desde el 2014 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Análisis de gestión. En la figura 18, evidenciamos una mejor gestión por parte de Laive con relación al ciclo de conversión de efectivo en el periodo comprendido entre diciembre 2014 y junio 2019. Esto se debe principalmente al mejor manejo de la frecuencia de rotación de inventarios, dado que en promedio Laive lo hace en 79.3 días y Gloria en 98.6 días. También recae en la buena gestión de pago a los proveedores ya que Laive paga en promedio en 76.6 días, mientras que Gloria paga en 48.0 días. De esta manera, al cierre del primer semestre de 2019, el ciclo de conversión de efectivo de Laive y Gloria fue de 47.2 días y 80.2 días respectivamente.

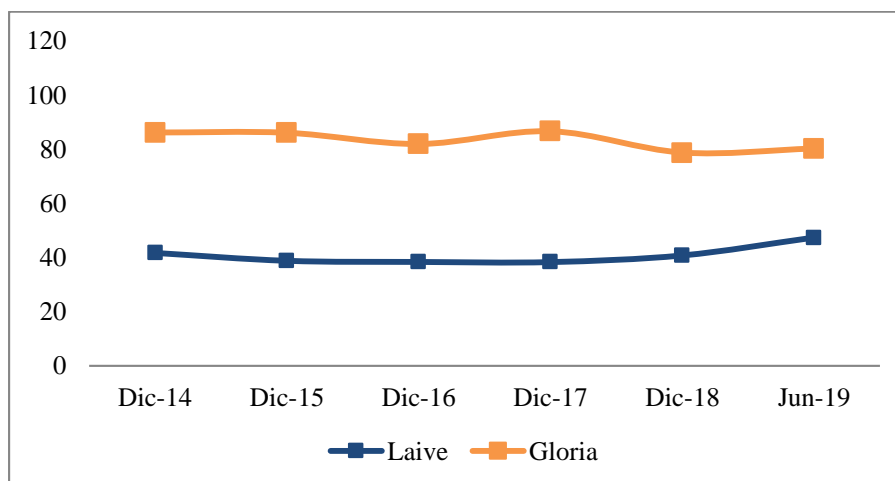


Figura 18. Ciclo de conversión de efectivo (días). Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive y Gloria desde el 2014 hasta el 2018 y los respectivos estados financieros intermedios correspondientes al segundo trimestre 2019. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de:

https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Análisis del ROIC. Este índice nos da la tasa de retorno sobre el capital invertido de la empresa. Es el rendimiento total de la empresa por año. La tabla 13 nos muestra la evolución del ROIC de Laive y Gloria entre los años 2014 y 2018. Aunque en los primeros años el ROIC de Gloria fue mayor al de Laive, la reducción de la utilidad antes de intereses e impuestos de Gloria y, por el contrario, el incremento de esa variable en Laive ha desembocado en que el ROIC de Laive sea mayor al de Gloria en los últimos años. En el 2018, fue de 10.43 % para Laive y 8.59 % para Gloria.

Tabla 13*ROIC*

Indicadores	Laive				
	2014	2015	2016	2017	2018
Utilidad antes de intereses e impuestos x (1-t)	20,036	17,757	16,917	26,668	28,255
Deuda financiera	49,431	62,163	58,335	46,042	63,182
Patrimonio	152,702	181,364	185,921	202,948	218,334
Caja	2,745	2,177	1,673	4,454	10,729
ROIC	10.05%	7.36%	6.97%	10.91%	10.43%

Indicadores	Gloria				
	2014	2015	2016	2017	2018
Utilidad antes de intereses e impuestos x (1-t)	278,591	271,805	277,549	236,730	204,192
Deuda financiera	642,977	752,202	835,345	790,067	874,161
Patrimonio	1,543,860	1,601,004	1,596,562	1,653,610	1,548,986
Caja	42,026	56,172	49,342	76,613	46,977
ROIC	12.99%	11.83%	11.65%	10.00%	8.59%

Nota: (i) Los datos de la tabla se encuentran en miles de soles. (ii) Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive y Gloria desde el 2014 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.).

Superintendencia de Mercado de Valores. Recuperado de:

https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Creación histórica de valor

En la tabla 14 mostramos la evolución del flujo de caja libre de la empresa, el cual ha sido estable con excepción de los años 2015 y 2018 debido a mayores gastos de capital (explicado en el último párrafo del apartado 6.1). Al cierre del ejercicio 2018, el flujo de caja libre de la empresa fue de - S/ 1,015 miles de soles.

Tabla 14*Flujo de caja libre de Laive (2014-2018)*

	2014	2015	2016	2017	2018
Utilidad antes de intereses e impuestos x (1-t)	20,036	17,757	16,917	26,668	28,255
Depreciación y amortización	10,790	12,577	14,685	16,595	18,443
Variación del capital de trabajo neto operativo (CTNO)	-1,744	230	209	-6,076	-11,886
Gastos de capital	-21,749	-30,643	-19,928	-16,869	-35,827
Flujo de caja libre de la empresa	7,333	-79	11,883	20,318	-1,015

Nota: (i) Los datos de la tabla se encuentran en miles de soles. (ii) Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2014 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

En la tabla 15 mostramos la evolución del flujo de caja libre de accionistas, el cual es menor en cada año respecto del flujo de caja libre de la empresa. Al cierre del ejercicio 2018, el flujo de caja libre de los accionistas fue de - S/ 1,920 miles de soles.

Tabla 15*Flujo de caja libre de accionistas (2014-2018)*

	2014	2015	2016	2017	2018
Utilidad neta	13,581	9,055	9,676	19,950	21,378
Depreciación y amortización	10,790	12,577	14,685	16,595	18,443
Variación del CTNO	-1,744	230	209	-6,076	-11,886
Gastos de capital	-21,749	-30,643	-19,928	-16,869	-35,827
Amortización de deuda	-41,416	-63,799	-73,450	-95,926	-64,226
Nueva deuda	38,147	67,453	62,602	80,597	70,195
Flujo de caja libre de accionistas	-2,391	-5,127	-6,206	-1,729	-1,920

Nota: (i) Los datos de la tabla se encuentran en miles de soles. (ii) Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2014 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Valorización

Supuestos

Ingresos. La proyección de los ingresos de la línea lácteos la realizamos mediante un modelo de regresión de mínimos cuadrados, en el cual la variable explicativa es el consumo privado nacional (soles corrientes). Este modelo cumple con todos los supuestos estadísticos (ver apéndice H) y tomamos como muestra datos trimestrales desde el año 2005 al 2018 (56 observaciones).

Las líneas de productos de cárnicos y derivados de fruta las proyectamos en base a sus tasas anuales de crecimiento compuesto. Consideramos que la participación promedio de estas líneas sobre los ingresos totales son 10 % y 12 % respectivamente.

Costo de ventas. Hemos hecho la proyección desagregándola en las subcuentas de costo de mercadería, materias primas utilizadas, otros gastos de fabricación, gastos de personal, depreciación y amortización, productos terminados y productos en proceso (ver apéndice I).

Para la proyección de costo de mercadería, materias primas utilizadas, y otros gastos de fabricación usamos el promedio respecto de los ingresos totales de los últimos cuatro años. Los gastos de personal los proyectamos utilizando el promedio respecto de los ingresos totales de los últimos cuatro años y los desagregamos en costos de ventas, gastos de venta y administrativos, de acuerdo con su peso promedio de los últimos tres años (ver apéndice J). Realizamos el mismo análisis para la proyección de la depreciación y amortización (ver apéndice K). Finalmente, para los productos terminados y en proceso, consideramos los saldos iniciales y finales detallados en inventarios.

Gastos de ventas. Desagregamos la proyección de los gastos de ventas en gasto de publicidad, servicios prestados por terceros, gastos de personal, depreciación y amortización, cargas diversas y otros. El análisis histórico efectuado de las subcuentas de gastos de ventas, lo realizamos en el apéndice L.

Los gastos de publicidad los proyectamos utilizando el promedio respecto de los ingresos totales de los últimos cuatro años y las conclusiones encontradas en el análisis FODA. Para servicios prestados por terceros y cargas diversas utilizamos el promedio respecto de los ingresos totales de los últimos cuatro años. Los gastos de personal, depreciación y amortización los proyectamos considerando el mismo criterio descrito en costo de ventas. Finalmente, para la cuenta otros, consideramos el monto promedio de los últimos cuatro años.

Gastos administrativos. Para la proyección de los gastos administrativos tomamos en cuenta el gasto de personal, la depreciación y la amortización, servicios prestados por terceros, cargas diversas y otros (ver apéndice M).

Proyectamos los gastos de personal, la depreciación y la amortización tomando el mismo criterio descrito en costo de ventas. Los servicios prestados por terceros los proyectamos utilizando el promedio respecto de los ingresos totales de los últimos cuatro años y las conclusiones encontradas en el análisis FODA. En cargas diversas, utilizamos el promedio respecto de los ingresos totales de los últimos cuatro años. Finalmente, para otros, consideramos el monto promedio de los últimos cuatro años.

Cuentas del activo y pasivo. Para la proyección de los inventarios, tomamos el promedio de la frecuencia de rotación de inventarios de los últimos cinco años, calculado en 81 días. Proyectamos las cuentas por cobrar comerciales considerando el promedio de la frecuencia de rotación de cuentas por cobrar de los últimos cinco años, calculado en 38 días.

Finalmente, para las cuentas por pagar comerciales, consideramos el promedio de la frecuencia de rotación de inventarios de los últimos cinco años, calculado en 78 días.

Gasto de capital. Para la proyección del gasto de capital hemos tomado en cuenta las inversiones en activos fijos e intangibles. Para las inversiones en activos fijos, utilizamos el promedio respecto de los ingresos totales de los últimos tres años. En las inversiones en intangibles, consideramos el promedio de los últimos tres años.

Capital de trabajo neto operativo (CTNO). Para la estimación del CTNO consideramos la proyección de las cuentas del activo corriente y aquellas cuentas del pasivo corriente que no generan un costo financiero para la empresa. Estas se encuentran en el estado de situación financiera proyectado (ver apéndice N).

Las proyecciones del estado de resultados y del estado de flujo de efectivo se encuentran en los apéndices O y P respectivamente. Para validar los supuestos, elaboramos un análisis de consistencia (ver apéndice Q).

Tasa de crecimiento de largo plazo (g). Asumimos que a largo plazo la empresa crecerá en línea con la tasa de inflación. Consideramos una tasa de crecimiento de 2.0 %, que se encuentra alineada con los resultados encontrados por Ernst and Young (2017) en cuanto a buenas prácticas de valorización.

Estimación del costo de capital promedio ponderado

Realizamos la estimación del valor de Laive bajo el método de flujos de caja descontados y utilizamos como tasa de descuento el costo promedio ponderado de capital o *weighted average cost of capital* (WACC). Realizamos la estimación del costo de capital propio bajo la metodología del modelo de equilibrio de activos financieros o *capital asset pricing model* (CAPM).

La tasa de descuento WACC es el promedio ponderado del costo de la deuda (r_d) y el costo del capital propio (r_e):

$$WACC = r_d * (1 - t) * \left(\frac{D}{V}\right) + r_e * \left(\frac{E}{V}\right) \dots \dots \dots (1)$$

Donde,

D: valor de mercado de la deuda

E: valor de mercado del patrimonio

V: valor de mercado de la empresa

Costo de capital propio (r_e)

Para calcular el costo de capital propio de Laive, utilizamos el enfoque del CAPM y lo ajustamos al riesgo país de Perú de acuerdo con Damodaran. Es preciso que mencionemos que se asume la tasa libre de riesgo como la del mercado americano y la prima de riesgo esperada la calculamos considerando que el mercado es representado por el índice S&P500. Finalmente, realizamos los ajustes necesarios a fin de adecuarlo al mercado peruano.

$$r_e = R_f + \beta * [E(R_m) - R_f] + \lambda * (EMBIG_{Perú}) * \frac{(\sigma_{Mcd\acute{o}.acciones}^{USD})}{(\sigma_{Mcd\acute{o}.bonos}^{USD})} \dots \dots \dots (2)$$

Donde,

R_f : *retorno libre de riesgo*

$[E(R_m) - R_f]$: *prima de riesgo esperada del mercado*

β : *beta o factor de riesgo*

λ : *grado de exposicion de la compañía al riesgo país*

$EMBIG_{Perú}$: *stripped spread EMBIG*

$\frac{(\sigma_{Mcd\acute{o}.acciones}^{USD})}{(\sigma_{Mcd\acute{o}.bonos}^{USD})}$: *volatilidad relativa entre el mercado de acciones y bonos*

Supuestos del CAPM. Asumimos que la mejor estimación para la **tasa libre de riesgo, R_f** es la tasa de los bonos del tesoro americano a diez años. De acuerdo con el Banco Central de Reserva del Perú, la tasa al 31 de diciembre del 2018 es 2.69 %.

Para el cálculo de la **prima de mercado**, $[E(R_m) - R_f]$ consideramos el índice S&P500 como representativo del mercado debido a que refleja las 500 acciones más líquidas de la bolsa de Nueva York. La prima de mercado se obtiene de los datos históricos publicados por Damodaran. El periodo de tiempo tomado es 1928-2018, porque refleja el ciclo económico de la economía norteamericana en los últimos 90 años (expansiones y recesiones). Al ser de largo plazo, los retornos extremadamente altos y bajos se ven compensados. La tasa que tomamos para este ejercicio es 4.66 % de acuerdo con las publicadas por Damodaran.

El cálculo del **Beta β** lo realizamos mediante comparables. Estas empresas fueron elegidas considerando el mismo sector, mercado, giro de negocio, cartera de productos y participación del mercado de Laive. La búsqueda la realizamos en Bloomberg.

- Leche Gloria SA. Empresa peruana. Fabrica y comercializa productos lácteos tales como leche, yogur, entre otros.
- Grupo Lala S.A.B. de C.V. Es una empresa alimenticia mexicana, enfocada principalmente a la industria de lácteos y cárnica.
- China Mengniu Dairy Company Limited es una empresa de fabricación y distribución de productos lácteos en la República Popular de China. La compañía tiene su sede en Mongolia Interior y fabrica productos lácteos bajo la marca Mengniu.

Después de recopilar la información obtuvimos lo siguiente:

Tabla 16*Cálculo del Beta (comparables)*

Ticker	Name	D/E	Levered beta	Unlevered beta
2319 HK Equity	CHINA MENGNIU DAIRY CO	48.31	0.93	0.66
LALAB MM Equity	GRUPO LALA SAB DE CV	103.63	0.96	0.57
GLORIAI1 PE Equity	LECHE GLORIA SA	77.92	0.57	0.38
			Median	0.57
			D/E	0.87
			Tax rate	0.26
			Laive	
			levered	0.93
			Beta	

Nota: Elaboración propia basada en información extraída de Bloomberg.

Para obtener los betas de las empresas comparables, regresionamos los retornos de las acciones de cada una contra los retornos del índice S&P500. El periodo de tiempo que usamos es de cinco años y la frecuencia es mensual.

El factor que representa la volatilidad relativa del rendimiento de las acciones con respecto al de los bonos soberanos, $(EMBIG_{Perú}) * \frac{(\sigma_{Mcdto, acciones}^{USD})}{(\sigma_{Mcdto, bonos}^{USD})}$ se define como el riesgo país.

Tabla 17*Riesgo país*

<i>EMBIG</i>	1.65 %
<i>Volatilidad relativa acciones / soberanos</i>	1.23
<i>Riesgo país</i>	2.03 %

Nota: Adaptado de diferencial de rendimientos del índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG) – Perú. (s.f.). Banco Central de Reserva del Perú. Recuperado de: <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/mensuales/resultados/PN01129XM/html>. Implied equity risk premium update. (s.f.). Damodaran. Recuperado de: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Fuenzalida y Mongrut (2010) señalan que en una de las versiones del modelo de Damodaran se restringe el valor de λ a la unidad para mercados emergentes latinoamericanos y se asume que todas las compañías del país poseen la misma exposición con respecto a la prima por riesgo país.

Luego de que obtuvimos cada uno de los términos de costo de capital y de realizar los ajustes necesarios por inflación, obtuvimos lo siguiente:

Tabla 18

Costo de capital

Tasa libre de riesgo	2.69 %
Beta reapalancado	0.93
Prima por riesgo	4.66 %
Riesgo país	2.03 %
Costo de capital US\$ nominales	9.05 %
Inflación esperada US\$	2.00 %
Costo de capital US\$ reales	6.91 %
Inflación esperada S/	2.00 %
Costo de capital	9.05 %

Nota: Elaboración propia.

Estructura óptima de capital. Cabe señalar que el costo de la deuda se utiliza para la construcción del *weighted average cost of capital* (WACC), el cual es usado para descontar los flujos futuros de la empresa. Debe ser calculado de forma prospectiva teniendo en cuenta las proyecciones de endeudamiento. Debido a esto, obtuvimos la estructura de capital óptimo partiendo del costo de deuda de mercado y la estructura actual. Asumimos un incremento del 1 % en el componente de la deuda de la estructura de capital (D/V) lo que genera un aumento de 0.01 % en el costo de la deuda. Este supuesto lo reforzamos en base a la información que obtuvimos en la entrevista.

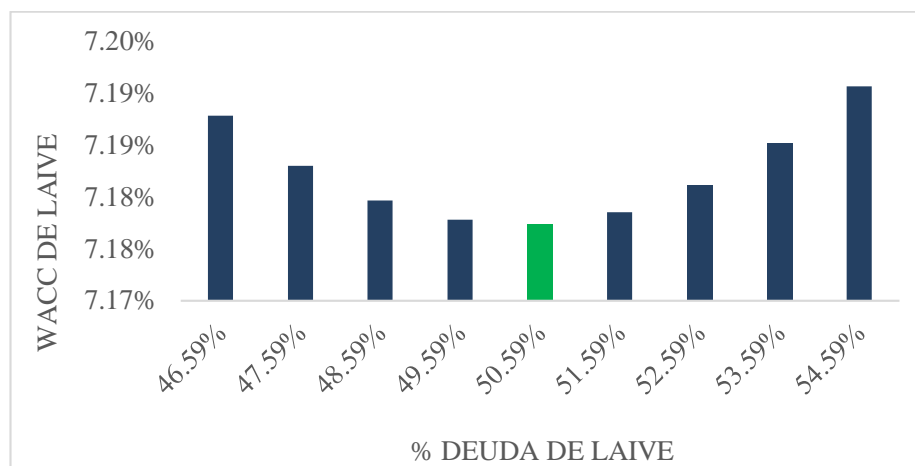


Figura 19. Estructura de capital óptimo. Elaboración propia.

Observamos que la estructura de deuda / (deuda + capital) que utilizamos en el cálculo del WACC es 50.59 % y un costo de deuda óptimo de 7.23 %.

WACC (resultados). Después de que analizamos y cuantificamos todos los supuestos, obtuvimos el siguiente resultado.

Tabla 19

WACC

Deuda / (deuda + capital)	50.59 %
Capital / (deuda + capital)	49.41 %
Tasa imponible	26.07 %
Costo de la deuda	7.23 %
Costo de capital	9.05 %
WACC	7.18 %

Nota: Elaboración propia.

Para la estimación del valor terminal, asumimos que el beta tiende a 1 en el largo plazo. Si consideramos este supuesto, obtenemos el siguiente WACC de largo plazo. El resumen lo reflejamos en el apéndice R.

Tabla 20*WACC terminal*

Deuda / (deuda + capital)	50.59 %
Capital / (deuda + capital)	49.41 %
Tasa imponible	26.07 %
Costo de la deuda	7.23 %
Costo de capital	9.38 %
WACC - Valor terminal	7.34 %

Nota: Elaboración propia.

Valorización por el método de flujo de caja libre descontado

Considerando los supuestos descritos anteriormente y las proyecciones de los estados financieros, obtenemos la siguiente estimación del flujo de caja libre de la empresa para el periodo comprendido entre los años 2019 y 2023.

Tabla 21*Flujo de caja libre de la empresa proyectado (en miles de S/)*

(En miles de S/)	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Utilidad antes de intereses e impuestos x (1-t)	28,255	17,905	18,864	19,940	21,140	22,477
Depreciación y amortización	18,443	18,344	19,945	21,643	23,445	25,362
Variación del CTNO	-5,551	3,535	-4,852	-4,868	-5,832	-6,865
Gastos de capital	-35,827	-27,383	-28,932	-30,610	-32,427	-34,395
Flujo de caja libre de la empresa	-1,015	12,400	5,025	6,105	6,327	6,578

Nota: Elaboración propia.

Para obtener el valor terminal de Laive, que corresponde a los flujos de caja libre a partir del año 2024, consideramos el flujo de caja libre del año 2023 multiplicado por $(1+g)$, dividido por la diferencia entre el WACC del valor terminal y la tasa de crecimiento de largo plazo. Asumimos que en el largo plazo la estrategia de crecimiento de la empresa estará alineada al crecimiento de la economía en su conjunto. Se espera que este último sea de un 2 % anual. Asimismo, considerando los montos de efectivo, deuda financiera y contingencias

(que analizamos en el apéndice S) al cierre del año 2018, obtuvimos un valor patrimonial de Laive en S/ 65 millones.

Tabla 22

Valor de acción

Valor terminal al 2023 (en miles de S/)	
WACC valor terminal	7.34 %
Tasa de crecimiento (g)	2.00 %
Valor terminal	125,711
Valor patrimonial (en miles de S/)	
WACC	7.18 %
VP FCFE	30,350
VP del valor terminal	88,891
VP flujo de caja libre de la empresa	119,241
Efectivo	10,729
Deuda financiera	-63,182
Contingencia	-1,808
Valor patrimonial	64,979
Número de acciones (<i>en miles</i>)	69,426
Valor por acción común clase “B”	S/0.94
Cotización al 31/12/2018	S/0.81
<i>Upside margin</i>	15.55 %
Valor por acción común clase “A”	S/0.89

Nota: Elaboración propia.

Finalmente, considerando las 69,425,879 acciones comunes (que analizamos en el apéndice T), obtuvimos un valor fundamental para la acción común clase “B” de S/ 0.94, por el método de flujo de caja libre descontado. De la misma manera, el valor fundamental para la acción común clase “A” es de S/ 0.89.

Valorización por el método de dividendos descontados

Dado que en los últimos años Laive está repartiendo dividendos de manera estable (tasa de reparto de 30 %), hemos incluido, como segundo método de valorización, el de dividendos descontados. En ese sentido, estimamos que, en los próximos cinco años, Laive mantendrá la tasa de reparto de dividendos en 30 %. Sin embargo, consideramos que a largo

plazo incrementará a 35 % en la medida que la empresa llegará a su etapa de madurez y podrá incrementarla.

La tasa de descuento es el costo de capital propio que calculamos en 9.05 %. Lo obtuvimos luego de aplicar el modelo de CAPM. Además, consideramos que, a partir del año 2024, el costo de capital será de 9.38 % y la tasa de crecimiento de dividendos será de 2 %.

Finalmente, por el método de dividendos descontados, obtuvimos un valor fundamental para la acción común clase “B” de S/ 0.92 y un valor fundamental para la acción común clase “A” de S/ 0.88.

Tabla 23

Dividendos descontados

	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Dividendos por acción S/	0.0924	0.0524	0.0551	0.0584	0.0621	1.1361
Tasa de descuento	9.05 %					
Valor por acción común clase “B”	S/ 0.92					
Cotización al 31/12/2018	S/ 0.81					
Margen positivo	13.58 %					
Valor por acción común clase “A”	S/ 0.88					

Nota: Elaboración propia.

Análisis de riesgo y escenarios

Definición de escenarios

A través de la definición de escenarios, pretendemos conocer los diferentes estados esperados en el futuro para una serie de variables estratégicas interrelacionadas entre sí. El comportamiento de estas nos permite obtener conclusiones específicas y tomar decisiones relevantes.

Escenario optimista. Asume que habrá flexibilización de la normativa peruana del sector lácteo y que no ocurrirá un fenómeno natural.

Escenario esperado. Asume que no habrá homologación de la normativa peruana del sector lácteo con la Administración de Alimentos y Medicamentos (FDA) de Estados Unidos y que la gravedad del fenómeno natural será moderada.

Escenario pesimista. Asume que habrá una homologación de la normativa peruana del sector lácteo con la Administración de Alimentos y Medicamentos (FDA) de Estados Unidos y que la gravedad del fenómeno natural será alta.

Identificación de variables críticas

Para la identificación de las variables críticas del modelo de valorización, realizamos un análisis de tornado. En él hicimos variar $\pm 10\%$ cada variable del modelo para ver su impacto en el ROIC del año 2019. La figura 20 muestra que los ingresos que provienen de la línea lácteos y el costo de ventas son las variables que más impactan en el ROIC del año 2019.

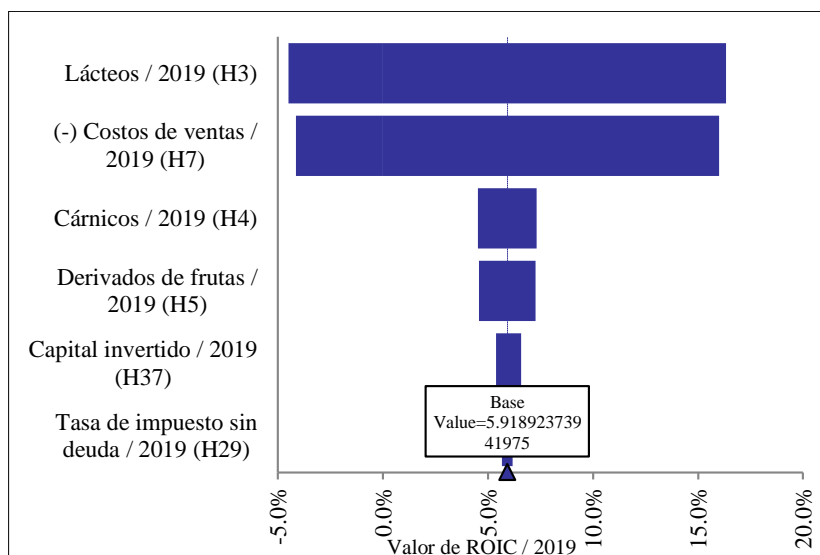


Figura 20. Identificación de variable críticas. Elaboración propia.

Tabla 24

Impacto de variables críticas en el ROIC del año 2019

Variable de entrada	Mínimo			Máximo			
	Salida		Entrada	Salida		Entrada	
	Valor	Cambio (%)	Valor	Valor	Cambio (%)	Valor	
Lácteos 2019	-4.49 %	-175.78 %	463,885	16.32 %	175.78 %	566,970	515,427
(-) Costos de ventas 2019	-4.15 %	-170.16 %	548,815	15.99 %	170.16 %	449,031	498,923
Cárnicos 2019	4.52 %	-23.63 %	62,350	7.32 %	23.63 %	76,205	69,277
Derivados de frutas 2019	4.58 %	-22.70 %	59,892	7.26 %	22.70 %	73,201	66,547

Nota: Elaboración propia.

Caracterización de variables críticas

De acuerdo con los resultados del análisis de tornado, las variables críticas son los ingresos por productos lácteos, costo de ventas, ingresos por productos cárnicos y derivados de frutas. Las tasas de crecimiento anual son el promedio histórico para estimar los valores base de cada año. Caracterizamos cada una de las variables críticas para cada escenario de acuerdo con la tabla 25. Es importante indicar que, al carecer de un valor más probable, utilizamos la distribución uniforme en todos los casos para caracterizar el comportamiento probabilístico.

Tabla 25*Caracterización de variables críticas*

Escenario	Variables críticas	Distribución	Crecimiento anual valor base (g)	Parámetros
Optimista	Ingresos lácteos	Uniforme	6.74 %	(-10 %, valor base (1+g),+10 %)
	Ingresos cárnicos	Uniforme	8.39 %	(-10 %, valor base (1+g),+10 %)
	Ingresos derivados frutas	Uniforme	1.09 %	(-10 %, valor base (1+g),+10 %)
	Costo de ventas	Uniforme	5.41 %	(-10 %, valor base (1+g),+10 %)
Esperado	Ingresos lácteos	Uniforme	6.74 %	(-12 %, valor base (1+g),+12 %)
	Ingresos cárnicos	Uniforme	8.39 %	(-12 %, valor base (1+g),+12 %)
	Ingresos derivados frutas	Uniforme	1.09 %	(-12 %, valor base (1+g),+12 %)
	Costo de ventas	Uniforme	5.41 %	(-12 %, valor base (1+g),+12 %)
Pesimista	Ingresos lácteos	Uniforme	6.74 %	(-14 %, valor base (1+g),+14 %)
	Ingresos cárnicos	Uniforme	8.39 %	(-14 %, valor base (1+g),+14 %)
	Ingresos derivados frutas	Uniforme	1.09 %	(-14 %, valor base (1+g),+14 %)
	Costo de ventas	Uniforme	5.41 %	(-14 %, valor base (1+g),+14 %)

Nota: Elaboración propia.

Estimación del riesgo total, rendimiento requerido y valor de la empresa por escenario

Para la estimación del valor de la empresa por escenario, utilizamos la metodología propuesta por Mongrut y Juárez (2018) para inversionistas no diversificados. Los flujos proyectados se descuentan a una tasa de rendimiento requerido en función del riesgo total asumido (costo K) de cada periodo. De acuerdo con Mongrut y Ramírez (2006), esta se calcula como la suma de la tasa libre de riesgo (R_f) más la desviación estándar del ROIC (S.D. ROIC). La desviación estándar del ROIC representa el riesgo total del negocio en cada año del horizonte explícito de proyección (cinco años).

Como el escenario optimista muestra un valor de patrimonio de S/ 114,607 miles, el valor de la acción común clase “B” sería S/ 1.65.

Tabla 26*Escenario optimista*

Año	FCF	S.D. ROIC	Rf	Costo K	V. Presente
	-S/ 203,877				
2019	S/ 20,007	8.36 %	2.69 %	11.05 %	S/ 18,016
2020	S/ 15,903	8.05 %	2.69 %	10.74 %	S/ 12,931
2021	S/ 20,574	7.79 %	2.69 %	10.48 %	S/ 15,142
2022	S/ 24,740	7.55 %	2.69 %	10.24 %	S/ 16,517
2023	S/ 29,311	7.35 %	2.69 %	10.04 %	S/ 17,783
Patrimonio (miles)		S/ 114,607			
No acciones (miles)		69,426			
Valor de la acción		S/ 1.65			

Nota: (i) Elaboración propia. (ii) Los datos de la tabla se encuentran en miles de soles.

Mientras que el escenario esperado muestra un valor de patrimonio de S/ 64,180 miles. Por lo tanto, el valor de la acción común clase “B” sería S/ 0.92.

Tabla 27*Escenario esperado*

Año	FCF	S.D. ROIC	Rf	Costo K	V. Presente
	-S/ 203,877				
2019	S/ 20,007	9.98 %	2.69 %	12.67 %	S/ 17,757
2020	S/ 15,903	9.64 %	2.69 %	12.33 %	S/ 12,565
2021	S/ 20,574	9.38 %	2.69 %	12.07 %	S/ 14,505
2022	S/ 24,740	9.09 %	2.69 %	11.78 %	S/ 15,604
2023	S/ 29,311	8.78 %	2.69 %	11.47 %	S/ 16,584
Patrimonio (miles)		S/ 64,180			
N.º acciones (miles)		69,426			
Valor de la acción		S/ 0.92			

Nota: (i) Elaboración propia. (ii) Los datos de la tabla se encuentran en miles de soles.

Por último, en el escenario pesimista se obtiene un valor de patrimonio de S/ 26,291 miles; por lo tanto, el valor de la acción común clase “B” sería S/ 0.38.

Tabla 28*Escenario negativo*

Año	FCF	S.D. ROIC	Rf	Costo K	V. Presente
	-S/ 203,877				
2019	S/ 20,007	11.69 %	2.69 %	14.38 %	S/ 17,491
2020	S/ 15,903	11.23 %	2.69 %	13.92 %	S/ 12,205
2021	S/ 20,574	10.99 %	2.69 %	13.68 %	S/ 13,890
2022	S/ 24,740	10.57 %	2.69 %	13.26 %	S/ 14,747
2023	S/ 29,311	10.27 %	2.69 %	12.96 %	S/ 15,467
Patrimonio (miles)		S/ 26,291			
N.º acciones (miles)		69,426			
Valor de la acción		S/ 0.38			

Nota: (i) Elaboración propia. (ii) Los datos de la tabla se encuentran en miles de soles.

De este análisis se obtiene un rango de valor de la acción entre S/ 0.38 y S/ 1.65, siendo el valor esperado S/ 0.92. El potencial de aumento de valor es 57.45 %, mientras que el potencial de descenso es 42.55 %.

$$\text{Potencial de aumento} = \frac{\text{valor de escenario optimista} - \text{valor de escenario esperado}}{\text{valor de escenario optimista} - \text{valor de escenario negativo}} \dots \dots \dots (3)$$

$$\text{Potencial de descenso} = \frac{\text{valor de escenario esperado} - \text{valor de escenario negativo}}{\text{valor de escenario optimista} - \text{valor de escenario negativo}} \dots \dots \dots (4)$$

Este cálculo nos muestra que, en el caso de que un inversionista no diversificado desee comprar la acción común de Laive, se debe considerar un rango de valor amplio entre S/ 0.38 y S/ 1.65 soles. No obstante, en el caso de inversionistas bien diversificados (como los inversionistas globales), se debe considerar un rango de posibles valores para la acción de Laive mucho menor: entre S/ 0.92 y S/0.94. Tal como observamos en las valorizaciones de flujo de caja descontado y de dividendos descontados, y considerando que la última cotización en el mercado ha sido de S/ 0.81, recomendamos comprar la acción o mantenerla en el portafolio en el caso ya se tenga.

Conclusiones y recomendaciones

Conclusiones

- El método de flujo de caja libre de la empresa arroja un valor fundamental de la acción común clase “B” de Laive de S/ 0.94, superior en 15.55 % a la última cotización del 2018 (S/ 0.81). Bajo el método de dividendos descontados, obtuvimos un valor fundamental de la acción de S/ 0.92, mayor en 13.58 % respecto a la cotización de 2018. Con estos resultados, recomendamos comprar y/o mantener la acción de Laive.
- Del análisis de riesgo se obtiene un rango de valor de la acción entre S/ 0.38 (escenario pesimista) y S/ 1.65 (escenario optimista), siendo el valor esperado S/ 0.92. El potencial de aumento de valor es 57.45 %, mientras que el potencial de descenso es 42.55 %. Por lo tanto, aconsejamos comprar y/o mantener la acción de Laive.
- A pesar de ser una empresa relativamente pequeña en el sector lácteos, Laive presenta indicadores financieros similares a los de Gloria, la empresa líder del sector. En los últimos años, el crecimiento de la utilidad, antes de intereses e impuesto, de Laive, ha permitido un incremento del ROIC que, siendo de 10.43 % en el 2018, es superior al 8.59 % de Gloria. Por esa razón, concluimos que la posición financiera de Laive es robusta y puede lograr una mayor cuota de mercado con las estrategias adecuadas.
- Consideramos a la homologación de la normativa peruana del sector lácteo con la Administración de Alimentos y Medicamentos (FDA) de Estados Unidos y a la gravedad de fenómenos naturales, las mayores fuerzas del entorno que afectan a Laive. Esto debido a su alto impacto y a su grado de incertidumbre.
- De acuerdo con la FAO, el consumo de lácteos en Perú se encuentra por debajo del promedio de la región. Esto implica que existe un mercado potencial sin atender, sobre todo, en los sectores C, D y E de la sociedad. Laive se encuentra en la capacidad de

atender este mercado, debido a que su factibilidad de llegar a esos sectores es más alta que la de su competencia.

Recomendaciones

- Los distintos métodos de valorización indican que el valor fundamental de la acción de Laive se encuentra por encima de su cotización de mercado. Por esto, recomendamos comprar/mantener la acción. Asimismo, esto indica que podrían obtener una oferta atractiva ante una eventual oferta pública de compra de sus acciones.
- Aumentar la inversión tanto en investigación y desarrollo como en *marketing*. Con mayor apalancamiento o búsqueda de nuevos inversionistas (sólidos y atractivos indicadores financieros), se incrementará la participación de mercado nacional.
- Desarrollar alianzas estratégicas con diferentes participantes de su cadena productiva con la finalidad de lograr sinergias significativas.
- Los estándares de responsabilidad social y buen gobierno corporativo son adecuados. Sin embargo, se podría potenciar con el *expertise* de su gerencia y la trayectoria de la empresa dentro del sector.
- Realizar un análisis de factibilidad para determinar la viabilidad de implementar centros de distribución a nivel nacional con el propósito de aumentar las ventas y reducir los gastos de envío de productos.

Lista de referencias

- “Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 – Currentd” (2019). *Damodaran Online*. Recuperado de: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2019). *Reporte de inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2019-2021*. Lima: BCRP. Recuperado de: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2019/diciembre/report-de-inflacion-diciembre-2019.pdf>.
- Barney, J., y Hesterly, W. (2015). *Strategic management and competitive advantage: Concepts and cases*. Boston: Pearson.
- Bloomberg. (2019). “World Economic Statistics”. [Base de datos]. Fecha de consulta: 10/07/2019.
- Class & Asociados S.A. (2018). *Fundamentos de clasificación de riesgo Leche Gloria S.A.* Recuperado de: <http://www.classrating.com/informes/gloria2.pdf>
- Copeland, T. (2000). *Valuation. Measuring and managing the value of companies*. Nueva York: John Wiley & Sons.
- Chu, Manuel (2008). *Fundamentos de Finanzas. Un enfoque peruano*. Lima: Kemocorp Internacional.
- Conoce las 10 marcas más consumidas por los peruanos. (29 de mayo de 2019). *Perú Retail*. Recuperado de: <https://www.peru-retail.com/conoce-las-10-marcas-mas-consumidas-por-los-peruanos/>
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset*. Nueva York: John Wiley & Sons.

Día de la leche: Perú busca elevar consumo per cápita de 87 a 96 litros hacia el 2021 (01 de junio de 2019). Recuperado de: <https://gestion.pe/economia/dia-leche-peru-busca-elevar-consumo-per-capita-87-96-litros-2021-268859-noticia/>

Estados Financieros Auditados de Laive S.A. (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de:

http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12

EY. (2017). ¿Su empresa está al tanto de las últimas prácticas de valorización en el mercado?. Recuperado de: <https://es.scribd.com/document/374550127/EY-Ultimas-Practicas-Valorizacion-Mercado-Junio-2017>.

Fernández, P. (2011). *WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores*. Madrid: Universidad de Navarra. Recuperado de: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0914.pdf>

Fuenzalida, D. Mongrut, S. (2010). Estimation of Discount Rates in Latin America: Empirical Evidence and Challenges. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 15 (28), 7-43. Recuperado de: <https://www.redalyc.org/pdf/3607/360733608001.pdf>

Hechos de importancia de Laive S.A. (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de:

http://www.smv.gob.pe/Frm_HechosDeImportancia?data=AEC85625CCC24CEF792DAE7794ED2132F7CFCB8B1C

Horngrén, C., Datar, S., y Rajan, M. (2013). *Contabilidad de costos. Un enfoque gerencial*. México D.F.: Pearson Educación.

Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de:

https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Ipsos Perú (2014). El liderazgo de productos comestibles. Recuperado de:

<https://es.slideshare.net/SantiagoObandoG/liderazgo-en-productos-comestibles-2014>

Ipsos Opinión y Mercado (2014). Información extraída del Directorio de Instituciones, Medio y Empresas 2015 (DIME).

Kaplan (2017). Schweser Notes 2018 Level I CFA Book 4: Corporate Finance, Portfolio Management and Equity Investments. Estados Unidos: Kaplan.

Memoria Anual de Laive S.A. (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de:

http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7

Ministerio de Economía (2019). *Marco Macroeconómico Multianual 2020 – 2023*.

Recuperado de:

https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM_2020_2023.pdf

Mongrut S. y Juárez N. (2018) Valuation of Start-ups: A Behavioral and Strategic Perspective. *Mexican Journal of Economics and Finance*. 13 (3), 419-439.

Recuperado de: <https://doi.org/10.21919/remef.v13i3.314>

Mongrut, S. y Ramírez, D. (2006). Discount Rates in Emerging Capital Markets. *ICFAI Journal of Financial Economics*, IV (2). p. 35-55. Recuperado de:

<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.926163>

Organización de la Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO). “Chapter 7. Dairy and dairy products”. *FAO*. Recuperado de:

http://www.fao.org/3/CA4076EN/CA4076EN_Chapter7_Dairy.pdf

Osterwalder, A. y Pigneur, Y. (2011). *Generación de Modelos de Negocio*. Barcelona: Grupo Planeta.

Pinto, J. (2010). *Equity Asset Valuation*. Nueva York: John Wiley & Sons.

Porter, M. (2008). The five competitive forces that Shape strategy. *Harvard Business Review*, 25-40. Recuperado de:

syv.pt/login/upload/userfiles/file/Reinventing%20Your%20business%20model%20HBR.pdf#page=25

Robinson, T. (2015). *International Financial Statement Analysis*. Nueva Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Tong, J. (2013). *Finanzas empresariales: la decisión de inversión*. Lima: Universidad del Pacífico.

Wild, J., Subramanyam, K, y Halsey, R. (2007). *Análisis de Estados Financieros*. México D.F.: Mc Graw Hill.

Apéndice A. Matriz de Boston Consulting Group (BCG)

La matriz BCG representa gráficamente las diferencias entre líneas de producto, en términos de participación relativa y de tasa de crecimiento del mercado. La matriz nos ayuda a identificar la capacidad de las líneas de producto para generar flujo de efectivo y las necesidades de dinero. También, nos ayuda a tomar decisiones acerca de si invertir, desinvertir o abandonar.

Por ello, analizamos los productos que pertenecen a la línea de negocio de lácteos y derivados de lácteos de Laive. El yogur y la leche UHT se encuentran en el cuadrante estrella, debido a su fuerte capacidad competitiva en el mercado y dentro de la unidad de negocio.

La leche evaporada se ubica en el cuadrante vaca, ya que genera grandes ingresos para la unidad de negocio, pero su competitividad es débil. Los quesos y la mantequilla pertenecen al cuadrante de interrogación, debido a que tienen una alta participación de mercado, pero no se ve reflejada en su unidad de negocio. Los productos como el manjar blanco y el *fudge* se ubican en el cuadrante perro por su muy débil competitividad tanto en el mercado como en su unidad de negocio.

Matriz de Boston Consulting Group: Laive			
Crecimiento de la industria	Alto	Estrella	Interrogación
		El yogur y la leche UHT tienen una alta participación en el portafolio y poseen mayor crecimiento en el mercado.	Los quesos y mantequilla tienen una participación menor, pero con alto crecimiento.
Bajo	Vaca	Perro	
	La leche evaporada es el producto de mayor participación en el mercado, pero tiene bajo crecimiento.	Los productos como el manjar blanco y el <i>fudge</i> son los productos con menor participación de mercado y menor crecimiento de la compañía.	
		Fuerte	Débil
Participación de mercado de la unidad de negocio			

Nota: Elaboración propia.

Apéndice B. Matriz Canvas

La generación de modelos de negocio Canvas fue elaborada por Osterwalder y Pigneur (2008). Este modelo describe las bases del negocio sobre las que una empresa crea, captura y proporciona valor.

Modelo de negocios Canvas				
Asociaciones clave	Actividades claves	Propuesta de valor	Relaciones con clientes	Segmentos de mercado
*Proveedores de leche fresca (ganaderos) *Asociación con Watt's *Accionistas	*Sistema de acopio de leche *Producción a gran escala *Red de distribución	*Producir y comercializar productos lácteos y derivados que sean de alta calidad e innovadores a un costo competitivo	*Motivar la fidelidad al producto a través de la integración familiar y amical mediante la publicidad. Anuncios en TV, radio, comerciales, campañas por temporadas.	*Consumidores minoristas de productos lácteos, rango de edad no limitada, diversos niveles socioeconómicos y con hábitos diversos por la amplitud de líneas de productos ofrecidas actualmente.
*Distribuidores mayoristas para impulsar las compras por volumen	*Campañas de <i>marketing</i>		Canales	*Bodegas, grifos, tiendas de conveniencia, mercados, supermercados, tiendas por impulso, instituciones educativas, restaurantes, establecimientos de consumo masivo y centros recreacionales.
*Empresas publicitarias e industrias alimentarias para promociones que generen consumo indirecto.	Recursos clave *Plantas de acopio, procesadoras y distribuidoras *Envases de diferentes presentación *Líneas de crédito bancarios aprobadas *Directores con experiencia y personal calificado *Marca Laive		*Distribución directa *Canales tradicionales mayoristas y minoristas (bodegas y mercados) *Canales modernos mayoristas y minoristas (supermercados, tiendas por impulso, etc.) *Ventas por Internet	
	Estructura de costos		Fuentes de ingresos	
	*Fijos: maquinarias, equipos y unidades de transporte; planta de producción y personal. *Variables: leches fresca, envases, <i>marketing</i> y publicidad		*Ventas mayoristas y minoristas por diversos canales *Publicidad por canje y comerciales en TV e Internet.	

Nota: Elaboración propia.

Apéndice C. Matriz MAFE

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).

Matriz MAFE	Fortalezas	Debilidades
	1. Alianza estratégica con Watt's S.A., empresa líder en el sector alimentos de Chile.	1. No cuenta con una red de distribución para atender de forma satisfactoria la demanda en el norte del Perú.
	2. Investigación y desarrollo en su línea de leche.	2. Débil estrategia de posicionamiento de marca.
Oportunidades	Estrategias FO	Estrategias DO
1. Mejor posicionamiento y volumen de ventas de su línea de quesos.	1. Incrementar atributos y beneficios a los productos que ya se encuentran en el mercado.	1. Potenciar red de distribución de manera eficiente.
2. Investigación y desarrollo de nuevos tipos de yogures aptos para todo tipo de consumidor.	2. Desarrollar productos para los segmentos de mercado no atendidos.	2. Establecer mejores canales de comunicación con el consumidor.
3. Crecimientos inorgánico.	3. Mantenimiento de plantas y equipos de manera constante.	3. Utilizar tecnología para incrementar la producción y calidad de leche fresca.
Amenazas	Estrategias FA	Estrategias DA
1. Expansión de mercado del grupo Gloria.	1. Mantener posicionamiento de los productos, aprovechando la alianza con Watt's.	1. Comunicar a los consumidores características distintivas de los productos Laive, asegurando fidelización.
2. Potencial guerra de precios.	2. Establecer vínculo con el consumidor a través de precios estables en todas las líneas de productos.	2. Diseñar plan de expansión en nichos de mercado con posibilidad de mayor crecimiento.

Nota: Elaboración propia.

Apéndice D. Estados financieros auditados de Laive 2014-2018 (expresado en miles S/)

Situación financiera	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18
Activos corrientes	132,926	158,571	169,835	163,959	184,494
Efectivo	2,745	2,177	1,673	4,454	10,729
Cuentas por cobrar comerciales	51,146	51,799	53,481	58,571	67,922
Inventarios	72,239	97,225	109,149	96,524	100,314
Otros activos corrientes	6,796	7,370	5,532	4,410	5,529
Activos no corrientes	166,000	216,052	220,705	220,185	237,717
Activos fijos	155,440	206,211	211,064	210,235	224,056
Otros activos no corrientes	10,560	9,841	9,641	9,950	13,661
Activo total	298,926	374,623	390,540	384,144	422,211
Pasivos corrientes	94,700	123,416	139,298	118,449	128,701
Pasivos financieros CP	16,090	18,931	23,340	14,443	16,046
Cuentas por pagar comerciales	70,652	97,152	105,159	92,137	97,084
Otros pasivos corrientes	7,958	7,333	10,799	11,869	15,571
Pasivos no corrientes	51,524	69,843	65,321	62,747	75,176
Pasivos financieros LP	33,341	43,232	34,995	31,599	47,136
Otros pasivos no corrientes	18,183	26,611	30,326	31,148	28,040
Pasivo total	146,224	193,259	204,619	181,196	203,877
Capital social	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426
Resultados acumulados	46,341	49,869	56,005	71,037	84,285
Otras reservas de patrimonio	25,694	49,922	47,376	47,376	47,376
Otros	8,241	9,147	10,114	12,109	14,247
Patrimonio neto	152,702	181,364	185,921	202,948	218,334
Estado de resultados	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18
Ingresos totales	472,346	495,043	526,124	586,774	612,275
Costos totales	-367,395	-385,508	-410,306	-447,494	-465,146
Utilidad bruta	104,951	109,535	115,818	139,280	147,129
Gastos de ventas	-63,964	-71,487	-72,771	-78,355	-80,267
Gastos de administración	-18,026	-19,253	-22,831	-25,791	-28,825
Otros operativos	2,075	1,923	2,642	588	602
Utilidad operativa	25,036	20,718	22,858	35,722	38,639
Gastos financieros	-5,621	-6,692	-8,746	-8,762	-6,821
Otros gastos	-5,834	-4,971	-4,436	-7,010	-10,440
Utilidad neta	13,581	9,055	9,676	19,950	21,378

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2014 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Apéndice E. Análisis vertical y horizontal

Situación financiera	Análisis vertical					Análisis horizontal			
	2014	2015	2016	2017	2018	15/14	16/15	17/16	18/17
Activos corrientes	44.47 %	42.33 %	43.49 %	42.68 %	43.70 %	19.29%	7.10 %	-3.46 %	12.52 %
Efectivo	0.92 %	0.58 %	0.43 %	1.16 %	2.54 %	-20.69 %	- 23.15 %	166.23 %	140.88 %
Cuentas por cobrar comerciales	17.11 %	13.83 %	13.69 %	15.25 %	16.09 %	1.28 %	3.25 %	9.52 %	15.97 %
Inventarios	24.17 %	25.95 %	27.95 %	25.13 %	23.76 %	34.59 %	12.26 %	-11.57 %	3.93 %
Otros activos corrientes	2.27 %	1.97 %	1.42 %	1.15 %	1.31 %	8.45 %	-24.94 %	-20.28 %	25.37 %
Activos no corrientes	55.53 %	57.67 %	56.51 %	57.32 %	56.30 %	30.15%	2.15 %	-0.24 %	7.96 %
Activos fijos	52.00 %	55.04 %	54.04 %	54.73 %	53.07 %	32.66 %	2.35 %	-0.39 %	6.57 %
Otros activos no corrientes	3.53 %	2.63 %	2.47 %	2.59 %	3.24 %	-6.81 %	-2.03 %	3.21 %	37.30 %
Activo total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	25.32%	4.25 %	-1.64 %	9.91 %
Pasivos corrientes	31.68 %	32.94 %	35.67 %	30.83 %	30.48 %	30.32%	12.87%	-14.97 %	8.66 %
Pasivos financieros CP	5.38 %	5.05 %	5.98 %	3.76 %	3.80 %	17.66 %	23.29 %	-38.12 %	11.10 %
Cuentas por pagar comerciales	23.64 %	25.93 %	26.93 %	23.99 %	22.99 %	37.51 %	8.24 %	-12.38 %	5.37 %
Otros pasivos corrientes	2.66 %	1.96 %	2.77 %	3.09 %	3.69 %	-7.85 %	47.27 %	9.91 %	31.19 %
Pasivos no corrientes	17.24 %	18.64 %	16.73 %	16.33 %	17.81 %	35.55%	-6.47 %	-3.94 %	19.81 %
Pasivos financieros LP	11.15 %	11.54 %	8.96 %	8.23 %	11.16 %	29.67 %	-19.05 %	-9.70 %	49.17 %
Otros pasivos no corrientes	6.08 %	7.10 %	7.77 %	8.11 %	6.64 %	46.35 %	13.96 %	2.71 %	-9.98 %
Pasivo total	48.92 %	51.59 %	52.39 %	47.17 %	48.29 %	32.17%	5.88 %	-11.45 %	12.52 %
Capital social	24.23 %	19.33 %	18.55 %	18.85 %	17.15 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %
Resultados acumulados	15.50 %	13.31 %	14.34 %	18.49 %	19.96 %	7.61 %	12.30 %	26.84 %	18.65 %
Otras reservas de patrimonio	8.60 %	13.33 %	12.13 %	12.33 %	11.22 %	94.29 %	-5.10 %	0.00 %	0.00 %
Otros	2.76 %	2.44 %	2.59 %	3.15 %	3.37 %	10.99 %	10.57 %	19.73 %	17.66 %
Patrimonio neto	51.08 %	48.41 %	47.61 %	52.83 %	51.71 %	18.77%	2.51 %	9.16 %	7.58 %

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2014 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Apéndice F. Principales indicadores financieros de Laive 2014-2018

	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Jun-19	Promedio
Rentabilidad							
ROE (utilidad neta / patrimonio prom.)	9.24 %	5.42 %	5.27 %	10.26 %	10.15 %	8.76 %	8.18 %
Gloria	16.36 %	13.61 %	13.51 %	12.76 %	10.04 %	10.42 %	12.78 %
ROA (utilidad neta / activo total prom.)	4.71 %	2.69 %	2.53 %	5.15 %	5.30 %	4.54 %	4.15 %
Gloria	9.05 %	7.10 %	6.85 %	6.54 %	4.96 %	4.74 %	6.54 %
Margen bruto	22.22 %	22.13 %	22.01 %	23.74 %	24.03 %	22.04 %	22.70%
Gloria	22.96 %	22.89 %	25.55 %	28.08 %	19.77 %	18.91 %	23.03 %
Margen operativo	5.30 %	4.19 %	4.34 %	6.09 %	6.31 %	5.60 %	5.31 %
Gloria	11.43 %	10.57 %	11.12 %	9.74 %	8.12 %	7.83 %	9.80 %
Margen neto	2.88 %	1.83 %	1.84 %	3.40 %	3.49 %	3.17 %	2.77 %
Gloria	7.32 %	6.08 %	6.11 %	6.04 %	4.58 %	4.44 %	5.76 %
Solvencia							
Pasivo total / patrimonio	0.96	1.07	1.10	0.89	0.93	0.93	0.98
Gloria	0.85	0.98	0.96	0.94	1.11	1.28	1.02
Pasivo total / activo total	48.92 %	51.59 %	52.39 %	47.17 %	48.29 %	48.07 %	49.40 %
Gloria	45.83 %	49.62 %	48.94 %	48.50 %	52.69 %	56.21 %	50.30 %
Deuda financiera / pasivo total	33.80 %	32.17 %	28.51 %	25.41 %	30.99 %	36.65 %	31.25 %
Gloria	49.22 %	47.71 %	54.58 %	50.73 %	50.68 %	56.36 %	51.55 %
Deuda financiera / activo total	16.54 %	16.59 %	14.94 %	11.99 %	14.96%	17.62 %	15.44 %
Gloria	22.56 %	23.67 %	26.71 %	24.60 %	26.70 %	31.68 %	25.99 %
Liquidez							
Razón corriente	1.40	1.28	1.22	1.38	1.43	1.30	1.34
Gloria	1.88	1.80	1.77	1.66	1.30	1.36	1.63
Fondo de maniobra (miles S/)	38,226	35,155	30,537	45,510	55,793	40,958	41,030
Gloria	660,605	672,143	611,310	499,222	296,691	350,207	515,030
NOF (miles S/)	51,571	51,909	52,204	55,579	61,130	75,301	57,949
Gloria	792,374	722,828	757,246	814,191	790,257	581,464	743,060
Cobertura							
EBITDA anualizada	35,826	33,295	37,543	52,317	57,082	53,498	43,213
Gloria	406,381	415,592	441,176	397,397	357,505		403,610
EBITDA / Gastos Financieros	6.37	4.98	4.29	5.97	8.37	7.94	6.00
Gloria	11.10	6.99	6.45	7.17	7.32		7.81
Deuda Financiera / EBITDA	1.38	1.87	1.55	0.88	1.11	1.40	1.36
Gloria	1.58	1.81	1.89	1.99	2.45		1.94

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive y Gloria desde el 2014 hasta el 2018, y los respectivos estados financieros intermedios correspondientes al segundo trimestre 2019. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Apéndice G. Análisis de ingresos

Los ingresos de Laive los podemos desagregar de la siguiente manera:

Ingresos (en miles S/)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lácteos	327,694	348,197	358,526	375,818	410,863	473,203	482,531
Cárnicos	38,823	42,715	48,775	54,664	55,059	55,983	63,913
Derivados de frutas	31,068	62,367	65,045	64,561	60,202	57,588	65,831
Ingreso por líneas	397,585	453,279	472,346	495,043	526,124	586,774	612,275

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2012 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). Superintendencia de Mercado de Valores. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

La principal línea de Laive es lácteos, la cual representa, en promedio, el 77.87 % de los ingresos de los últimos cinco años. Los productos cárnicos y derivados de frutas aportaron, en promedio, el 10.36 % y el 11.76 % de los ingresos, respectivamente.

El crecimiento del ingreso de la empresa en el año 2018 respecto del año anterior fue de S/ 25.50 millones (4.35 %). Esto se explica por el incremento de ingresos de los lácteos en S/ 9.33 millones (1.97 %), de los cárnicos en S/ 7.93 millones (14.17 %) y derivados de frutas en S/ 8.24 millones (14.31 %).

Márgenes por líneas (en miles S/)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lácteos	312,141	331,309	339,704	359,724	393,256	443,098	455,281
Cárnicos	34,158	37,697	43,481	49,637	49,072	48,454	57,964
Derivados de frutas	29,859	59,150	64,125	64,965	60,938	59,500	60,391
Costos y gastos por líneas	376,158	428,156	447,310	474,326	503,266	551,052	573,636
Lácteos	4.75 %	4.85 %	5.25 %	4.28 %	4.29 %	6.36 %	5.65 %
Cárnicos	12.02 %	11.75 %	10.85 %	9.20 %	10.87 %	13.45 %	9.31 %
Derivados de frutas	3.89 %	5.16 %	1.41 %	-0.63 %	-1.22 %	-3.32 %	8.26 %
Margen por líneas	5.39 %	5.54 %	5.30 %	4.18 %	4.34 %	6.09 %	6.31 %

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2012 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). Superintendencia de Mercado de Valores. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

En la tabla anterior mostramos la evolución de los márgenes de rentabilidad por líneas de negocios. El promedio de los últimos cinco años del margen de lácteos fue de 5.17 %, mientras el de cárnicos y el de derivados de frutas fueron de 10.74 % y 0.90 % respectivamente. De esta manera, concluimos que la línea más rentable de Laive es la de cárnicos.

Apéndice H. Supuestos estadísticos

En la elaboración del modelo de proyección de ingresos de lácteos de Laive, usamos el *software* Eviews y un nivel de significancia de 0,05. Así cumplimos con los siguientes supuestos estadísticos.

1. Las variables explicativas son significativas, pues su p-valor es menor al nivel de significancia.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.058603	0.274835	-29.32162	0.0000
LOG(CONSUMO)	1.098469	0.024498	44.83875	0.0000
RESIDUO(-1)	0.303037	0.132178	2.292644	0.0259

R-squared	0.974800	Mean dependent var	4.258785
Adjusted R-squared	0.973831	S.D. dependent var	0.388425
S.E. of regression	0.062835	Akaike info criterion	-2.643593
Sum squared resid	0.205311	Schwarz criterion	-2.534102
Log likelihood	75.69880	Hannan-Quinn criter.	-2.601252
F-statistic	1005.738	Durbin-Watson stat	2.008050
Prob(F-statistic)	0.000000		

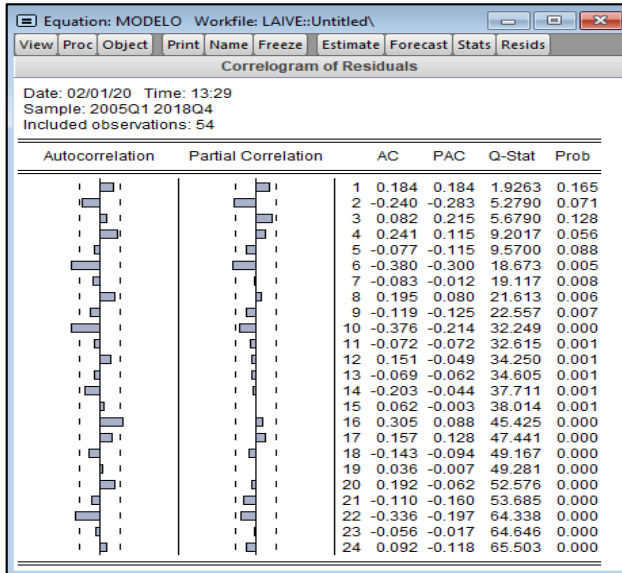
Nota: Elaboración propia.

2. No hubo presencia de multicolinealidad, pues el test de *variance inflation factor (VIF)* nos mostró valores menores a 10. También, lo corroboramos con la matriz de correlaciones de los regresores.

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.075534	1052.195	NA
LOG(CONSUMO)	0.000600	1052.197	1.000857
RESIDUO(-1)	0.017471	1.000857	1.000857

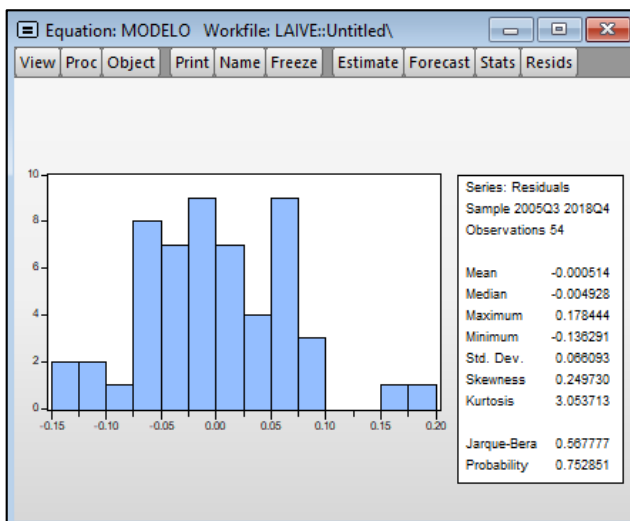
Nota: Elaboración propia.

3. No hay presencia de autocorrelación en los residuos, pues observamos su correlograma.



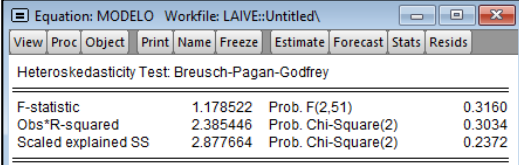
Nota: Elaboración propia.

4. Los residuos de la regresión se comportan como una distribución normal, pues el p-value del test de Jarque-Bera es menor al nivel de significancia. Con lo cual no se rechaza la hipótesis nula de normalidad.



Nota: Elaboración propia.

5. No hay presencia de heterocedasticidad en la varianza, pues el p-valor del F-estadístico del test Breusch-Pagan-Godfrey es mayor al nivel de significancia. Por eso, no se rechaza la hipótesis nula de homocedasticidad.



Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	1.178522	Prob. F(2,51)	0.3160
Obs*R-squared	2.385446	Prob. Chi-Square(2)	0.3034
Scaled explained SS	2.877664	Prob. Chi-Square(2)	0.2372

Nota: Elaboración propia.

Apéndice I. Análisis de costo de ventas

Podemos desagregar el costo de ventas de Laive de la siguiente manera.

Costo de ventas (en miles S/)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Costo de mercadería	11,219	12,115	11,550	12,756	13,690	15,157	16,500
Materias primas utilizadas	260,057	296,986	303,600	311,919	335,567	354,928	361,190
Gasto de personal	20,495	25,241	27,452	29,257	31,553	34,847	38,305
Depreciación y amortización	6,902	7,483	8,507	9,537	10,978	12,248	12,351
Otros gastos de fabricación	17,850	17,639	17,896	19,781	21,102	32,785	36,893
Variación productos terminados	-1,161	-2,720	-4,112	2,520	-3,771	-886	-1,384
Variación productos en proceso	-1,666	-2,437	2,502	-262	1,187	-1,585	1,291
Costo de ventas	313,696	354,307	367,395	385,508	410,306	447,494	465,146

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2012 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

El principal componente del costo de ventas son las materias primas utilizadas. Este costo representa, en promedio, el 80.46 % del total. La lista continúa con los gastos de personal (7.75 %) y otros gastos de fabricación (6.08 %).

El crecimiento del costo de ventas en el año 2018 respecto del año anterior fue de S/ 17.65 millones (3.94 %). Esto se explica principalmente por el incremento de materias primas en S/ 6.26 millones (1.76 %), otros gastos de fabricación en S/ 4.11 millones (12.53 %) y gastos de personal en S/ 3.46 millones (9.92 %).

En la siguiente tabla mostramos que, en promedio, el costo de ventas de Laive representa el 77.56 % respecto del ingreso; el de Gloria, el 75.69 %. Entre las subcuentas, destacan las materias primas utilizadas, que para Laive representan el 63.07 % respecto del ingreso, mientras que en el caso de Gloria comprometen el 58.66 %. Finalmente, el impacto de otros gastos de fabricación respecto del ingreso es mayor en Gloria (8.53 %) que en Laive (4.54 %).

Detalle del costo de ventas respecto del ingreso (promedio años 2012 - 2018)

	Laive	Gloria
Costo de mercadería	2.63 %	4.34 %
Materias primas utilizadas	63.07 %	58.66 %
Gasto de personal	5.81 %	1.23 %
Depreciación y amortización	1.90 %	1.85 %
Otros gastos de fabricación	4.54 %	8.53 %
Variación productos terminados	-0.34 %	-0.25 %
Variación productos en proceso	-0.04 %	-0.04 %
Costo de servicios		1.38 %
Costo de ventas	77.56 %	75.69 %

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive y Gloria desde el 2012 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Apéndice J. Análisis de gastos de personal

Podemos desagregar el gasto de personal de Laive de la siguiente manera:

Gasto de personal (en miles S/)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Sueldos	20,592	26,645	28,936	31,563	33,986	37,258	39,571
Gratificaciones	2,487	5,424	5,871	6,317	6,974	7,344	7,722
Aportes sociales	2,396	3,176	3,556	3,814	4,314	4,539	4,947
Beneficios sociales	2,036	3,008	3,178	3,394	3,839	3,902	4,021
Vacaciones	4,471	2,893	3,002	3,102	3,460	3,845	3,755
Participación de trabajadores	2,376	1,853	2,013	1,344	2,050	3,642	3,833
Otros	6,079	5,442	6,094	6,199	6,823	7,535	8,594
Gastos de personal	40,437	48,441	52,650	55,733	61,446	68,065	72,443

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2012 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

El principal componente de gastos de personal son los sueldos. Este gasto representa, como promedio histórico de los últimos cinco años, el 55.25 % del total.

El crecimiento de gastos de personal en el año 2018 respecto del año anterior fue de S/ 4.38 millones (6.43 %). Esto se explica principalmente por el incremento en sueldos en S/ 2.31 millones (6.21 %).

Los gastos de personal, que representaron en promedio el 11.50 % de los ingresos, se distribuyen de la siguiente manera:

Gastos de personal distribuidos (en miles S/)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Costo de ventas	20,495	25,241	27,452	29,257	31,553	34,847	38,305
Gastos de ventas	10,463	12,034	14,066	14,529	15,738	17,492	17,669
Gastos administrativos	9,479	11,166	11,132	11,947	14,155	15,726	16,469
Gastos de personal	40,437	48,441	52,650	55,733	61,446	68,065	72,443

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2012 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54.

Los gastos de personal se distribuyen principalmente en costos de ventas. Los costos de ventas representa el 51.81% del gasto de personal, como promedio histórico de los últimos tres años. A este costo, lo siguen los gastos de ventas (25.23 %) y los gastos administrativos (22.96 %).

Apéndice K. Distribución de depreciación y amortización

Depreciación

Podemos distribuir la depreciación de la siguiente manera:

Distribución de la depreciación (en miles S/)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Costo de ventas	6,835	7,417	8,439	9,463	10,911	12,219	12,308
Gastos de ventas	941	1,331	1,637	2,111	2,349	1,669	3,692
Gastos administrativos	231	384	505	736	1,065	2,381	2,003
Depreciación	8,007	9,132	10,581	12,310	14,325	16,269	18,003

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2012 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54

La depreciación se distribuye, principalmente, en costos de ventas. Estos representan, en el promedio histórico de los últimos tres años, el 73.21 % del total. Estos costos son seguidos por los gastos de ventas (15.72 %) y por los gastos administrativos (11.07 %) del total.

Amortización

Podemos distribuir la amortización de la siguiente manera:

Distribución de la amortización (en miles S/)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Costo de ventas	67	66	68	74	67	29	43
Gastos de ventas	31	31	32	35	32	33	76
Gastos administrativos	246	114	109	158	261	264	321
Amortización	344	211	209	267	360	326	440

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2012 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54

La amortización se distribuye, principalmente, en gastos administrativos. Estos representan, en el promedio histórico de los últimos tres años, el 75.48 % del total. Estos gastos son seguidos por los costos de ventas (12.43 %) y por los gastos de ventas (12.09 %) del total.

Apéndice L. Análisis de gastos de ventas

Podemos desagregar los gastos de ventas de Laive de la siguiente manera:

Gastos de ventas (en miles S/)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Gasto de publicidad	22,331	24,047	25,730	31,551	30,447	37,825	39,458
Servicios prestados por terceros	11,472	18,141	18,508	18,568	19,177	16,731	16,463
Gastos de personal	10,463	12,034	14,066	14,529	15,738	17,492	17,669
Depreciación y amortización	972	1,362	1,669	2,146	2,381	2,414	3,768
Cargas diversas	1,340	1,931	1,564	1,619	1,742	1,365	1,431
Otros	2,583	624	2,427	3,074	3,286	2,528	1,478
Gastos de ventas	49,161	58,139	63,964	71,487	72,771	78,355	80,267

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2012 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54

El principal componente de los gastos de ventas son los gastos de publicidad. Estos representan, como promedio histórico de los últimos cinco años, el 44.73 % del total. La lista continúa con los servicios prestados por terceros, con el 24.62 %; y por los gastos de personal, con el 21.66 %.

El crecimiento de gastos de ventas en el año 2018 respecto al año anterior fue de S/ 1.91 millones (2.44 %). Esto se explica principalmente por el incremento en gastos de publicidad en S/ 1.63 millones (4.32 %).

En la siguiente tabla mostramos que, en promedio, los gastos de ventas de Laive representan el 13.35 % respecto del ingreso, mientras que los de Gloria representan el 9.79 %. Entre las subcuentas, destacan los gastos de publicidad, que para Laive representan el 5.92 % respecto del ingreso, mientras que para Gloria comprometen el 4.17 %. Finalmente, el impacto de los servicios prestados por terceros respecto del ingreso es mayor en Laive (3.39 %) que en Gloria (0.42 %).

Detalle de gastos de ventas respecto del ingreso (promedio años 2012 - 2018)

	Laive	Gloria
Gasto de publicidad	5.92 %	4.17 %
Servicios prestados por terceros	3.39 %	0.42 %
Gastos de personal	2.87 %	3.99 %
Depreciación y amortización	0.40 %	0.06 %
Cargas diversas	0.32 %	0.25 %
Otros	0.46 %	0.90 %
Gastos de ventas	13.35 %	9.79 %

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive y Gloria desde el 2012 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54

Apéndice M. Análisis de gastos administrativos

Podemos desagregar los gastos administrativos de Laive de la siguiente manera:

Gastos de administrativos (en miles S/)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Gastos de personal	9,479	11,166	11,132	11,947	14,155	15,726	16,469
Servicios prestados por terceros	3,625	3,949	4,186	4,552	5,116	5,978	5,726
Depreciación y amortización	477	498	614	894	1,326	1,933	2,324
Cargas diversas	427	730	1,042	730	1,125	1,045	1,455
Otros	1,182	1,334	1,052	1,130	1,109	1,109	2,851
Gastos administrativos	15,190	17,677	18,026	19,253	22,831	25,791	28,825

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive desde el 2012 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54

El principal componente de los gastos administrativos son los gastos de personal.

Estos representan, como promedio histórico de los últimos cinco años, el 60.78 %. La lista continúa con los servicios prestados por terceros con el 22.46 %.

El crecimiento de gastos administrativos en el año 2018 respecto del año anterior fue de S/ 3.03 millones (11.76 %). Esto se explica principalmente por el incremento en el ítem “otros” en S/ 1.74 millones (157.08 %) y en los gastos de personal en S/ 0.74 millones (+4.72 %).

En la siguiente tabla mostramos que en promedio el impacto de gastos administrativos respecto del ingreso es el mismo en Laive (4.12 %) y en Gloria (4.23 %). Entre las subcuentas, destacan los gastos de personal, que para Laive representan el 2.53 % respecto del ingreso, mientras que para Gloria comprometen el 2.02 %.

Detalle gastos administrativos respecto de ingreso (promedio años 2012 - 2018)

	Laive	Gloria
Gastos de personal	2.53 %	2.02 %
Servicios prestados por terceros	0.93 %	1.31 %
Depreciación y amortización	0.21 %	0.31 %
Cargas diversas	0.18 %	0.19 %
Otros	0.27 %	0.39 %
Gastos administrativos	4.12 %	4.23 %

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive y Gloria desde el 2012 hasta el 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). Superintendencia de Mercado de Valores. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54

Apéndice N. Proyección de estado de situación financiera 2019-2023 (en miles de S/)

EE.FF. (miles de S/)	Históricos					Proyecciones				
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Efectivo y equivalentes al efectivo	2,745	2,177	1,673	4,454	10,729	4,631	4,753	5,475	6,815	8,813
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	51,146	51,799	53,481	58,571	67,922	67,270	71,384	75,841	80,668	85,898
Otras cuentas por cobrar	2,971	2,841	2,632	2,864	4,365	3,704	3,931	4,176	4,442	4,730
Anticipos	583	191	187	1,014	352	465	465	465	465	465
Inventarios	72,239	97,225	109,149	96,524	100,314	110,720	117,557	124,958	132,965	141,635
Activos por impuestos a las ganancias	1,505	2,307	1,203	0	0	0	0	0	0	0
Otros activos no financieros	1,737	2,031	1,510	532	812	1,324	1,324	1,324	1,324	1,324
Activos corrientes	132,926	158,571	169,835	163,959	184,494	188,115	199,414	212,239	226,679	242,866
Cuentas por cobrar comerciales	1,302	643	163	33	18	18	18	18	18	18
Otras cuentas por cobrar	96	0	0	0	163	0	0	0	0	0
Propiedades, planta y equipo (neto)	155,440	206,211	211,064	210,235	224,056	231,529	238,999	246,498	254,060	261,723
Activos intangibles (neto)	8,366	8,402	8,792	9,895	13,458	15,024	16,541	18,009	19,428	20,798
Otros activos no financieros	796	796	686	22	22	22	22	22	22	22
Activos no corrientes	166,000	216,052	220,705	220,185	237,717	246,593	255,580	264,547	273,528	282,562
Activo total	298,926	374,623	390,540	384,144	422,211	434,708	454,993	476,786	500,207	525,427
Otros pasivos financieros	16,090	18,931	23,340	14,443	16,046	20,348	21,859	23,184	24,619	26,175
Cuentas por pagar comerciales	70,652	97,152	105,159	92,137	97,084	108,843	114,664	121,911	129,752	138,242
Otras cuentas por pagar	1,744	1,491	2,886	4,235	6,359	3,895	4,104	4,363	4,644	4,947
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	1,662	1,659	1,567	108	93	0	0	0	0	0
Ingresos diferidos	0	0	0	80	5	0	0	0	0	0
Provisión por beneficios a los empleados	4,552	4,183	6,346	5,799	8,147	7,072	7,489	7,940	8,428	8,954
Otras provisiones	0	0	0	0	15	0	0	0	0	0
Pasivos por impuestos a las ganancias	0	0	0	1,647	952	0	0	0	0	0
Pasivos corrientes	94,700	123,416	139,298	118,449	128,701	140,158	148,116	157,399	167,442	178,319
Otros pasivos financieros	33,341	43,232	34,995	31,599	47,136	43,326	46,545	49,366	52,422	55,734
Otras cuentas por pagar	0	0	0	1,314	194	0	0	0	0	0
Otras provisiones	1,264	1,606	2,064	2,188	0	0	0	0	0	0
Pasivos por impuestos diferidos	16,919	25,005	28,262	27,646	27,846	27,190	27,190	27,190	27,190	27,190
Pasivos no corrientes	51,524	69,843	65,321	62,747	75,176	70,516	73,735	76,556	79,612	82,923

EE.FF. (miles de S/)	Históricos					Proyecciones				
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Pasivo total	146,224	193,259	204,619	181,196	203,877	210,674	221,851	233,955	247,054	261,242
Capital emitido	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426
Acciones de inversión	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186
Otras reservas de capital	8,055	8,961	9,928	11,923	14,061	14,061	14,061	14,061	14,061	14,061
Resultados acumulados	46,341	49,869	56,005	71,037	84,285	89,985	99,094	108,783	119,104	130,136
Otras reservas de patrimonio	25,694	49,922	47,376	47,376	47,376	47,376	47,376	47,376	47,376	47,376
Patrimonio neto	152,702	181,364	185,921	202,948	218,334	224,034	233,143	242,832	253,153	264,185
Pasivo total y patrimonio neto	298,926	374,623	390,540	384,144	422,211	434,708	454,993	476,786	500,207	525,427

Nota: (i) Elaboración propia. (ii) Los datos de la tabla se encuentran en miles de soles.

Apéndice O. Proyección de estado de resultados 2019-2023 (en miles de S/)

EE.FF. (miles de S/)	Históricos					Proyecciones				
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos	472,346	495,043	526,124	586,774	612,275	646,148	685,661	728,475	774,834	825,069
Costo de ventas	-367,395	-385,508	-410,306	-447,494	-465,146	-498,923	-529,731	-563,081	-599,164	-638,233
Utilidad bruta	104,951	109,535	115,818	139,280	147,129	147,225	155,930	165,393	175,670	186,836
Gastos de ventas y distribución	-63,964	-71,487	-72,771	-78,355	-80,267	-94,394	-100,041	-106,151	-112,758	-119,909
Gastos de administración	-18,026	-19,253	-22,831	-25,791	-28,825	-29,890	-31,650	-33,548	-35,594	-37,801
Otros ingresos operativos	2,148	2,411	4,464	2,048	1,431	2,648	2,648	2,648	2,648	2,648
Otros gastos operativos	-73	-488	-1,822	-1,460	-829	-1,370	-1,370	-1,370	-1,370	-1,370
Utilidad operativa	25,036	20,718	22,858	35,722	38,639	24,218	25,516	26,972	28,595	30,403
Ingresos financieros	897	1,166	1,419	1,443	1,200	1,353	1,372	1,393	1,415	1,439
Gastos financieros	-5,621	-6,692	-8,746	-8,762	-6,821	-8,178	-8,609	-8,987	-9,396	-9,839
Diferencias de cambio neto	-1,731	-3,176	86	601	-1,256	-186	-197	-210	-223	-238
Utilidad antes de impuestos	18,581	12,016	15,617	29,004	31,762	17,207	18,082	19,168	20,391	21,766
Impuestos	-5,000	-2,961	-5,941	-9,054	-10,384	-5,076	-5,334	-5,655	-6,015	-6,421
Utilidad neta	13,581	9,055	9,676	19,950	21,378	12,131	12,748	13,513	14,376	15,345

Nota: (i) Elaboración propia. (ii) Los datos de la tabla se encuentran en miles de soles.

Apéndice P. Proyección de estado de flujo de efectivo 2019-2023 (en miles de S/)

EE.FF. (miles de S/)	Históricos					Proyecciones				
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Actividades de operación										
Ganancia neta	13,581	9,055	9,676	19,950	21,378	12,131	12,748	13,513	14,376	15,345
Depreciación	10,581	12,310	14,325	16,269	18,003	17,850	19,401	21,050	22,804	24,671
Amortización	209	267	360	326	440	495	544	593	642	690
Cambios en capital no en efectivo (VAR NOF)	-1,019	-338	-295	-3,375	-5,551	-2,544	-4,731	-4,146	-4,491	-4,867
Otros del activo y pasivo	-1,327	9,183	4,305	1,696	-3,316	-707	0	0	0	0
Otras actividades de operación	551	-10,487	-4,396	-4,156	-2,322	0	0	0	0	0
Efectivo neto de actividades de operación	22,576	19,990	23,975	30,710	28,632	27,225	27,962	31,010	33,329	35,840
Actividades de inversión										
Gastos de capital (Capex material e inmaterial)	-20,539	-29,817	-17,974	-15,418	-19,087	-25,323	-26,871	-28,549	-30,366	-32,335
Inversión en activos intangibles	-306	-303	-750	-1,429	-3,632	-2,061	-2,061	-2,061	-2,061	-2,061
Otras actividades de inversión	5,697	10,001	7,797	7,170	382	0	0	0	0	0
Efectivo neto de actividades de inversión	-15,148	-20,119	-10,927	-9,677	-22,337	-27,383	-28,932	-30,610	-32,427	-34,395
Actividades de financiamiento										
Dividendos pagados	-3,434	-4,093	-2,704	-2,923	-5,992	-6,431	-3,639	-3,824	-4,054	-4,313
Amortización de deuda	-41,416	-63,799	-73,450	-95,926	-64,226	-19,387	0	-3,783	-19,186	-11,569
Nueva deuda	38,147	67,453	62,602	80,597	70,198	19,879	4,731	7,929	23,677	16,436
Otras actividades de financiación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo neto de actividades de financiamiento	-6,703	-439	-13,552	-18,252	-20	-5,939	1,091	322	437	554
Cambios netos en el efectivo	725	-568	-504	2,781	6,275	-6,098	122	722	1,340	1,998

Nota: (i) Elaboración propia. (ii) Los datos de la tabla se encuentran en miles de soles.

Apéndice Q. Análisis de consistencia

Miles de S/	Históricos						Proyecciones					
	2014	2015	2016	2017	2018	Crec. %	2019	2020	2021	2022	2023	Crec. %
Ingresos												
Lácteos	358,526	375,818	410,863	473,203	482,531	7.71 %	510,324	543,299	579,079	617,868	659,951	6.64 %
Cárnicos	48,775	54,664	55,059	55,983	63,913	6.99 %	69,277	75,092	81,394	88,226	95,631	8.39 %
Derivados de frutas	65,045	64,561	60,202	57,588	65,831	0.30 %	66,547	67,270	68,001	68,740	69,487	1.09 %
Ingresos	472,346	495,043	526,124	586,774	612,275	6.70 %	646,148	685,661	728,475	774,834	825,069	6.30 %
Variación anual %		4.81 %	6.28 %	11.53 %	4.35 %			6.12 %	6.24 %	6.36 %	6.48 %	
Costo de ventas												
Costo de ventas	367,395	385,508	410,306	447,494	465,146	6.08 %	498,923	529,731	563,081	599,164	638,233	6.35 %
Variación anual %		4.93 %	6.43 %	9.06 %	3.94 %			6.17 %	6.30 %	6.41 %	6.52 %	
Costo de ventas / ingresos	77.78 %	77.87 %	77.99 %	76.26 %	75.97 %		77.21 %	77.26 %	77.30 %	77.33 %	77.36 %	
Gastos de ventas												
Gastos de ventas	63,964	71,487	72,771	78,355	80,267	5.84 %	94,394	100,041	106,151	112,758	119,909	6.16 %
Variación anual %		11.76 %	1.80 %	7.67 %	2.44 %			5.98 %	6.11 %	6.22 %	6.34 %	
Gastos de ventas / ingresos	13.54 %	14.44 %	13.83 %	13.35 %	13.11 %		14.61 %	14.59 %	14.57 %	14.55 %	14.53 %	
Gastos administrativos												
Gasto administrativos	18,026	19,253	22,831	25,791	28,825	12.45 %	29,890	31,650	33,548	35,594	37,801	6.05 %
Variación anual %		6.81 %	18.58 %	12.96 %	11.76 %			5.89 %	6.00 %	6.10 %	6.20 %	
Gastos administrativos / ingresos	3.82 %	3.89 %	4.34 %	4.40 %	4.71 %		4.63 %	4.62 %	4.61 %	4.59 %	4.58 %	
Gastos de capital												
Gasto de capital	21,749	30,643	19,928	16,869	35,827	13.29 %	27,383	28,932	30,610	32,427	34,395	5.87 %
Variación anual %		40.89 %	-34.97 %	-15.35 %	112.38 %			5.66 %	5.80 %	5.94 %	6.07 %	
Capital de trabajo Neto operativo												
NOWC	54,316	54,086	53,877	59,953	71,839	7.24 %	68,304	73,157	78,025	83,856	90,721	7.35 %
Variación anual NOWC		-230	-209	6,076	11,886		-3,535	4,852	4,868	5,832	6,865	
Variación anual %		-0.42 %	-0.39 %	11.28 %	19.83 %			7.10 %	6.65 %	7.47 %	8.19 %	

Nota: (i) Elaboración propia. (ii) Los datos de la tabla se encuentran en miles de soles.

Apéndice R. Estimación de tasa de descuento - WACC

Costo de capital			Costo de capital - valor terminal	
Tasa libre de riesgo	2.69 %	Rendimiento de bonos a 10 años del tesoro de Estados Unidos publicada por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP)	Tasa libre de riesgo	2.69 %
Beta reapalancado	0.93	Beta de mercado ajustada. Método de comparables	Beta re apalancado	1.00
Prima por riesgo	4.66 %	Damodaran. Tasa de mayor plazo y geométrico	Prima por riesgo	4.66 %
Riesgo país	2.03 %	Damodaran y BCRP	Riesgo país	2.03 %
Costo de capital US\$ nominales	9.05 %	Costo de Capital en términos nominales	Costo de capital US\$ nominales	9.38 %
Inflación esperada US\$	2.00 %	Ajuste por inflación esperada de EE. UU.	Inflación esperada US\$	2.00 %
Costo de capital US\$ reales	6.91 %	Costo de Capital en términos reales	Costo de capital US\$ reales	7.23 %
Inflación esperada S/	2.00 %	Ajuste por inflación esperada de Perú	Inflación esperada S/	2.00 %
Costo de capital	9.05 %	Costo de Capital de Laive	Costo de capital	9.38 %
WACC			WACC	
Deuda/(deuda + capital)	50.59 %	Estructura objetivo de deuda y capital de la empresa	Deuda/(deuda + capital)	50.59 %
Capital/(deuda + capital)	49.41 %		Capital/(deuda + capital)	49.41 %
Tasa imponible	26.07 %	Tasa imponible efectiva	Tasa imponible	26.07 %
Costo de la deuda	7.23 %	Costo de deuda de mercado	Costo de la deuda	7.23 %
Costo de capital	9.05 %	Costo de Capital de Laive	Costo de capital	9.38 %
WACC	7.18 %	Tasa de descuento de Laive	WACC - valor terminal	7.34 %

Nota: Elaboración propia.

Apéndice S. Análisis de contingencias

Podemos desagregar las contingencias de Laive al cierre del año 2018 de la siguiente manera:

Contingencias (en S/)

Motivo	Monto	Esperado
Procesos judiciales (laborales y civiles)	503,000	100 %
Proceso sancionador Indecopi	1,868,000	50 %
Recompra de acciones de inversión	185,634	200 %
Total	1,808,268	

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive del 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54

Al cierre del año 2018, Laive mantiene diversos procesos judiciales (laborales y civiles), procesos sancionadores interpuestos por la Dirección de Salud Ambiental (Digesa) y procedimientos contencioso-administrativos ante la administración tributaria por un monto total estimado de S/ 503,000.

A inicios del 2018, el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi) interpuso un procedimiento sancionador, porque Laive habría vulnerado las expectativas del consumidor en la comercialización de un producto. Aunque este caso ha sido resuelto por dos instancias de Indecopi con una sanción de 450 UIT, Laive ha apelado el caso ante el Poder Judicial por no estar de acuerdo con la interpretación normativa que ha realizado Indecopi.

En el año 2020, Laive espera recomprar el 100 % de las acciones de inversión: un total de 185,634 acciones, a un valor por encima de su valor nominal de S/ 1.00.

Apéndice T. Acciones comunes de Laive

Al cierre del año 2018, Laive cuenta con dos tipos de acciones comunes: la clase “A”, que cuenta con derecho a voto; y la clase “B”, que no tiene derecho a voto, por lo que recibe un pago adicional del 5 % respecto al dividendo en efectivo que perciba la clase “A”. En ese sentido, para fines de esta valorización, consideramos como supuesto que el valor fundamental de la clase “B” también refleja el 5 % adicional respecto la clase “A”.

Por lo tanto, de acuerdo con el cálculo que elaboramos en la siguiente tabla, el número de acciones comunes a considerar en la valorización es de 69,425,879.

Factor de equivalencia

Acción común	N.º acciones	Peso
Clase “A”	63,000,000	87.0 %
Clase “B”	9,425,879	13.0 %
Total	72,425,879	100.0 %

Factor de equivalencia	<i>1.05</i>
Factor valor clase "A"	0.9524
Factor valor clase "B"	1.0000

N.º de acciones ajustado	69,425,879
---------------------------------	-------------------

Nota: Se tomaron en cuenta los estados financieros auditados de Laive del 2018. Adaptado de Información financiera (s.f.). *Superintendencia de Mercado de Valores*. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54

Notas biográficas

Claudia Marilia Carrasco Montero

Nació en Piura, el 21 de abril de 1990. Economista por la Universidad de Piura. Cuenta con CFA Nivel I aprobado, Certified Quantitative Risk Management (CQRM) y una especialización en mercado de valores. Posee experiencia en precios de transferencia, mercado de capitales, finanzas corporativas y *retail*. Actualmente, se desempeña como supervisora de desarrollo inmobiliario en Parque Arauco.

David Israel Castillo Quispe

Nació en Lima, el 4 de marzo de 1986. Economista por la Universidad Nacional del Callao. Ha llevado los cursos de extensión en finanzas avanzadas en el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), mercado de valores en la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), y de políticas de competencia y propiedad intelectual en Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi); así como diversos programas de especialización en finanzas y riesgos. Cuenta con más de ocho años de experiencia en el sector financiero y el mercado de capitales. Actualmente, se desempeña como analista en la SMV.

Jesús Rodrigo Valer Gómez

Nació en Huancayo, el 4 de julio de 1989. Ingeniero Economista titulado por la Universidad Nacional de Ingeniería. Cuenta con las certificaciones de *Trader* en mercados financieros y Certified in Quantitative Risk Management (CQRM) aprobadas. Posee experiencia en mercado de capitales, finanzas corporativas, valorización de empresas y modelamiento financiero. Actualmente, se desempeña como *senior of financial advisory* en Deloitte Perú.